

waarde en omzet. Dat duidt op overwaardering. Vervolgens is het zaak bedrijven te rangschikken op verslechterende winstgevendheid, solvabiliteit en operationele efficiëntie. Die drie-eenheid is de zogeheten Piotroski F-score, waarbij de F staat voor *financially sound*.

**MEER WETEN OVER DE F-SCORE?  
KIJK OP VEB.NET/PIOTROSKI**

Ten slotte kijkt Montier nog naar kapitaaldiscipline. Het idee hierachter is dat bestuurders een weinig gelukkige hand hebben in investeringsbeslissingen, zoals overnames. De verwachtingen van het management zijn te vaak te hoog gespannen. Op papier kan een overname er leuk uitzien, in de praktijk komt zelden iets terecht van de prognoses. Vanuit die gedachte is een snelle toename van de bedrijfsbezittingen een slechte voorbode voor de beurskoers.

Elk van deze eigenschappen

## Bekende namen in shortsellwereld

**Bekende shortsellers worden op financiële tv zenders als CNBC en Bloomberg behandeld als ware rocksterren. Dat zal te maken hebben met hun successen tijdens de crash van 2008. Inmiddels zijn de woorden van bekende shortsellers als Bill Ackman en David Einhorn genoeg om aandelenkoersen omhoog te duwen.**

Ackman en Einhorn waren verantwoordelijk voor twijfels over de soliditeit van gezondheidsvoedingconcern Herbalife toen zij het bedrijf betichtten van onjuiste en misleidende informatie. Dit duo kreeg op een zeker moment twee vermaarde beleggers als tegenstander toen Carl Icahn en John Hempton Herbalife verdedigden. Zij kochten de aandelen van het bedrijf massaal in uit overtuiging dat de koers zou stijgen.

De ruzie mondde uit in een live

woordenwisseling tussen Ackman en Icahn op CNBC, Amerika's grootste financiële tv-zender. Voor het oog van de wereld probeerden ze beiden hun gelijk te halen. Herbalife daalde in enkele weken tijd ruim 60 procent om vervolgens alle verliezen goed te maken. De shortsellers hebben voorlopig deze slag verloren.

**Einhorn:**

**SUCCEES:**

Allied Capital,  
Lehman Brothers,  
JCPenney

**MISLUKKING:** Chipotle Mexican Grill,  
Herbalife



**Ackman:**

**SUCCEES:** MBIA

**MISLUKKING:**  
Herbalife

is een waarschuwing op zichzelf, maar tezamen maken ze een ijzersterke combinatie. In de periode van 1985-2007 zou een mandje aandelen met deze eigenschappen met 6 procent per jaar zijn gezakt, terwijl de beurs in die periode 13 procent steeg. In tien van de 22 jaar was het rendement negatief en achttien van de 22 jaren deed deze portefeuille het slechter dan de index. Het beste van twee werelden zou het zijn geweest geweest als een shortportefeuille gecombineerd werd met een 'long' belegging in de index.

Bedrijven die voldoen aan het wensenlijstje van Montier zijn op de Nederlandse beurs nauwelijks te vinden, of het moet al Heineken zijn. 's Werelds derde bierbrouwer heeft een koers-omzetverhouding van net boven de 1, een Piotroski F-score van 3 of lager en de toename van het kapitaal is door acquisities de afgelopen drie jaar hoger dan gemiddeld 10 procent per jaar.

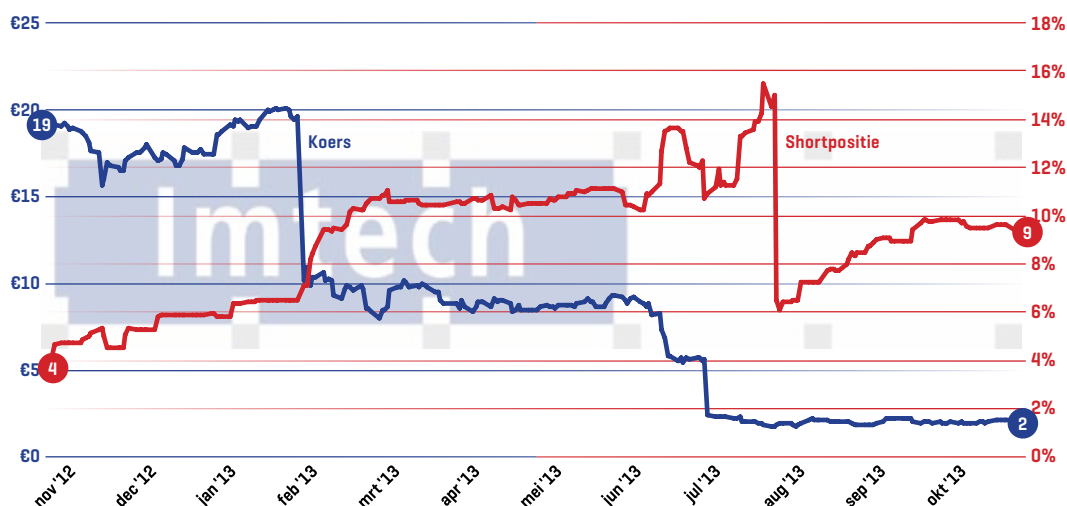
Montier had nog een andere

## KOERSVERLOOP & SHORTPOSITIES IN IMTECH

# Shortsellers als onheilsprofeet

In het debacle rond technisch dienstverlener Imtech speelden shortsellers een prominente rol. Op veel ontzag hoefden de shorters aanvankelijk niet te rekenen. Imtech stond te boek als bedrijf dat glansrijk de crisis was doorgekomen dankzij een sterke orderportefeuille, mooie winsten en dito vooruitzichten. De pessimistischer ingestelde beleggers kregen verwijten naar het hoofd geslingerd van geruchtenverspreiders en zelfs koersmanipulatie.

Het was niet de eerste keer dat Imtech met shortsellers werd geconfronteerd. In november 2011 bleek liefst twaalf procent van de uitstaande aandelen te zijn ingezet om te speculeren op een koersdaling. Rond die tijd verscheen een rapport van onderzoeksbureau CFRA



dat melding maakte van een gevaarlijk toenemend bedrag dat klanten nog moesten overmaken aan Imtech, een dalende orderkwaliteit en het uit

de pas lopen van boekhoudkundige winst en echte cashinkomsten.

Na alle berichten over speculerende hedgefondsen, waar

schuwende woorden van een ABN Amro-analist en een sterk dalende aandelenkoers voelde Imtech-topman René van der Bruggen zich