



Carel Grol

4 okt 19

Tekst

Krant



ENERGIE

# Hoe een Londens hedgefonds inzet op de koersval van Fugro

**Marshall Wace is een grote belegger in Fugro. Geen gedroomde partner: het Britse hedgefonds belegt al jaren in de hoop dat de koers daalt.**



Beware

## In het kort

---

De koers van Fugro staat op het laagste punt in jaren.

Marshall Wace, hedgefonds uit Londen, is de grootste 'short' in de bodemonderzoeker.

Het bedrijf uit Londen heeft tientallen miljarden onder beheer, maar zwijgt over zijn beleggingen.

Kenner van de markt durft zelfs bij benadering niet te schatten wat Marshall Wace verdient aan Fugro.

---

**F**ugro? Vragen over die belegging beantwoordt Marshall Wace niet. Het bedrijf, met naar schatting een €35 mrd onder beheer, doet sowieso niet aan woordvoering. Voor communicatie is een extern pr-bureau ingeschakeld. 'Marshall Wace geeft geen commentaar op individuele aandelen', mailt dat door vanuit Londen. Over hedgefondsen, als industrie, klinkt wel breder het verwijt dat ze lastig benaderbaar zijn.

Vooropgesteld: Fugro **FUR: €3,53** **-2,06%** heeft het zwaar. Het bedrijf brengt bodems in kaart en leunt sterk op de olie- en gasindustrie. De afgelopen jaren kampte Fugro met

verliezen en een dalende omzet. Aandeelhouders die vijf jaar geleden instapten, zijn bijna 75% van hun inleg kwijt. Fugro is die periode niet de enige maar wel de grootste blindganger in de Midkap, die in vijf jaar ruim 35% steeg.

De enige partijen die profiteren van Fugro's koersimplosie zijn shortsellers. En Marshall Wace is de grootste short.

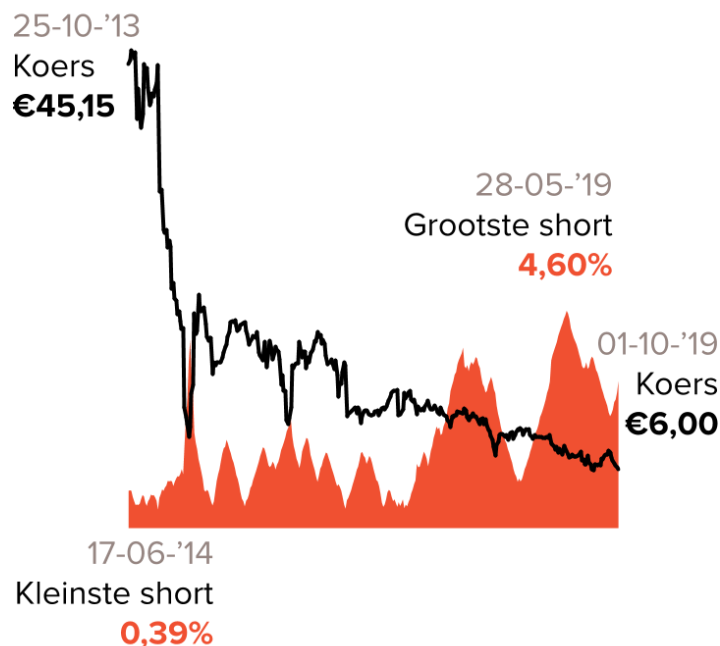
## **Een vijfde is short**

Short gaan is een beleggingsstrategie die rendeert bij koersdalingen. Dat werkt als volgt. Een partij, vaak een hedgefonds, leent aandelen van een andere partij, vaak een pensioenfonds. Dat hedgefonds verkoopt die geleende aandelen. De koers daalt, het fonds koopt de aandelen terug voor een lagere prijs, en geeft ze terug aan de rechtmatige eigenaar. Het verschil tussen de prijs waarvoor het de aandelen heeft verkocht en de koers op het moment van terugkopen, is voor de shortseller.

## Marshall Wace gokt op koersdaling Fugro

Shortpositie Marshall Wace in Fugro, door de jaren heen. Het Britse hedgefonds vergroot zijn shortpositie zodra de koers van Fugro wegzakt.

— Koers Fugro\*    ■ Omvang shortpositie Marshall Wace



\*In afgelopen zes jaar zijn er twee periodes geweest waarin Marshall Wace niet voorkomt in de AFM-registers. Deze periodes zijn niet opgenomen in de grafiek.  
© FD | EH | Bron: FD research

Fugro staat bovenaan de lijst van meest geshorte fondsen in Amsterdam. Bijna een vijfde van de aandelen Fugro is in handen van beleggers die denken dat de koers nog verder onderuitgaat.

Er hangt altijd een zweem van controversie rond deze wijze van beleggen. Zeker tijdens de financiële crisis van ruim tien jaar geleden, toen de beurzen wereldwijd keihard onderuitgingen, was er veel kritiek op beleggers die short gaan. Aasgieren, zouden ze

zijn, speculeren op koersdalingen was verwerpelijk, zeiden politici. In die periode kwam er zelfs een tijdelijk verbod op het 'shorten' van banken en verzekeraars.

## **De markt reinigen**

Hedgefondsen verweerden zich: als beleggers uitsluitend mogen beleggen in de hoop op stijgende koersen (long gaan), dan waren er overal bubbels. Shortsellors reinigen dus de markt. Hedgefondsen de schuld geven van de financiële crisis is hetzelfde als passagiers de schuld geven van een busongeluk, zou Paul Marshall negen jaar geleden tegen Britse parlementariërs hebben gezegd.

Marshall is een van de twee oprichters van Marshall Wace. Dat is gevestigd in Chelsea en heeft bij de ingang van het kantoor twee bijna levensgrote houten beelden van olifanten. Naast Paul Marshall (voorzitter van brexit, zijn zoon speelt banjo bij Mumford & Sons) is Ian Wace (supporter van remain) mede-oprichter.

'We zijn het vaak met elkaar oneens - dat is de essentie van een goede samenwerking', schreef het duo in januari in de Times of London. Interviews geven ze heel sporadisch, en als ze al worden geciteerd, gaat het vooral over politiek en liefdadigheid.

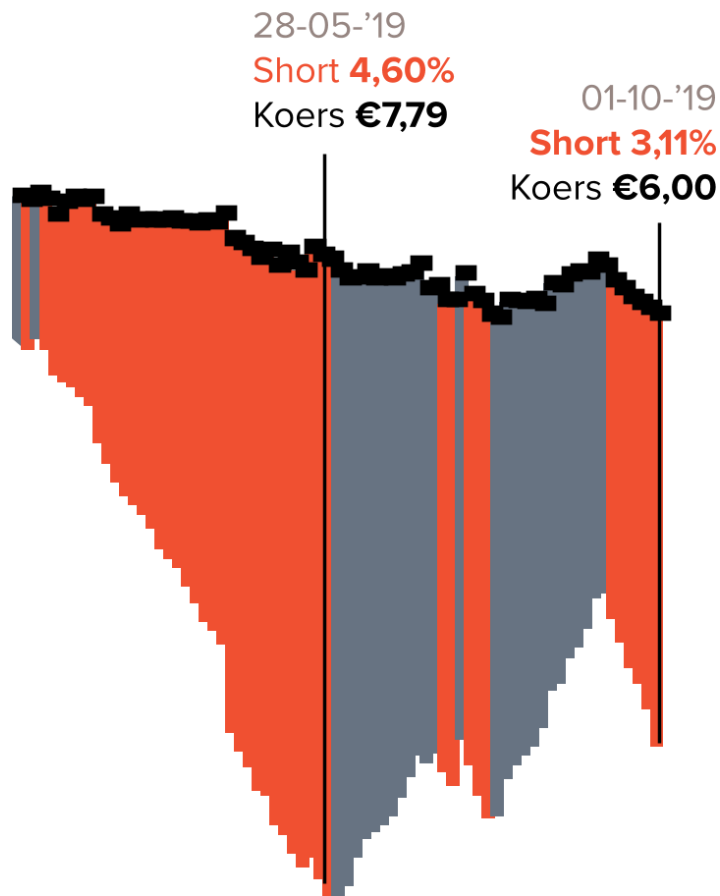
## **Meer dan €30 mrd onder beheer**

Het bedrijf heeft met amper 300 medewerkers meer dan €30 mrd onder beheer. Zo beschouwd is Fugro voor hen een pluisje. Wel een pluisje waar het al jaren short in zit. En soms echt fors.

Zo had het hedgefonds op 28 mei een belang van 4,6% in Fugro, blijkt uit gegevens van de Autoriteit Financiële Markten. Het bedrijf uit Leidschendam heeft 84,6 miljoen aandelen uitstaan. Een belang van 4,6% betekent dat Marshall Wace eind mei bijna 3,9 miljoen aandelen had geleend en verkocht. De koers stond toen op €7,79. Het hedgefonds zat op dat moment voor iets meer dan €30 mln short.

# Uitstekende belegging

De koers van Fugro is gedaald t.o.v. mei



Sindsdien is de koers gedaald. Een uitstekende belegging dus, voor het fonds dat al jaren structureel short zit in Fugro?

Alleen de mensen van Marshall Wace weten wat ze hebben verdiend op hun shortpositie in Fugro, zegt een kenner van de markt die uitsluitend spreekt op voorwaarde van anonimiteit - hedgefondsen praten niet graag over elkaar. Zelfs bij benadering durft hij geen schatting te maken wat voor de Britse shortseller het rendement is geweest op Fugro.

Al is het maar omdat er door Marshall Wace bijzonder driftig wordt gehandeld in het aandeel. Op de AFM-site staan honderden transacties die het Londense hedgefonds de voorbije jaren deed in Fugro. Een partij die short gaat is verplicht om de aandelen op een gegeven moment ook weer terug te leveren aan de partij van wie hij ze heeft geleend. Het is dus veel werk: beduidend meer dan bij de gewone (long)belegger.

## Converteerbare obligaties

Daarnaast belegt Marshall Wace waarschijnlijk ook in converteerbare obligaties van Fugro. Daarop ontvangt het een rente van 4,5%. Tegelijkertijd gaat het fonds dus short op aandelen Fugro. Deze hedge is gangbaar voor convertibles: het neerwaartse risico dat een hedgefonds loopt op de aandelen wordt afgedekt en het rendement op de obligaties wordt als het ware geïsoleerd van de rest van de positie. Koerswinst op de shortpositie in aandelen is dus maar één poot van de 'trade'.

Zeker is dat Marshall Wace ook risico loopt. Short gaan is riskanter dan beleggen in de hoop op koerswinst. De koers van Fugro staat nu op het laagste punt in jaren: rond de €5,70 per aandeel. Dat is de winst die een shortbelegger behaalt, als het aandeel vanaf de huidige koers naar nul gaat. Daarentegen is het verlies voor de belegger in theorie onbeperkt, als de koers van Fugro oploopt. Bij longposities is dat juist omgekeerd: daar zijn de verliezen beperkt tot de waarde van het aandeel, maar de winsten onbeperkt.

## Convertible in crisis

---

Fugro brengt bodems in kaart. Weliswaar krijgt het bedrijf steeds meer opdrachten voor offshorewind, toch leunt Fugro nog zwaar op de olie- en gasindustrie. Toen de olieprijs daalde, kreeg het bedrijf harde klappen: er waren verliezen, de koers daalde, er volgden ontslagrondes.

Om de financiën te bestendigen werd in oktober 2016 een converteerbare obligatie uitgegeven, van €190 mln. De beurskoers schommelde destijds rond de €16. Het principe was simpel: zou de koers van Fugro stijgen naar €19,44 of hoger, dan kregen obligatiehouders het recht om hun obligatie om te zetten in aandelen. Bleef de koers achter, dan kregen ze hun geld terug. Fugro moet de obligatie dan aflossen.

De koers is nu iets boven de €6. De obligatie loopt af in 2021. De kans dat de koers boven de €19,44 uitstijgt en dat Fugro zijn schuld kan omzetten in aandelen, is dus marginaal. Gevolg is dat het bedrijf de convertible moet aflossen. Dus krijgt het er waarschijnlijk €190 mln aan schuld bij. Het is zeer de vraag of Fugro dat kan verhapstukken. Moet het bedrijf dan extra geld ophalen, met een claimemissie die de koers zal drukken? Die onzekerheid hangt boven het bedrijf.

---

## 'Levensgevaarlijke hobby'

En als de koers van Fugro stijgt, en de shortseller dus verlies lijdt, moet die vanuit risico-oogpunt een deel van zijn shortpositie verminderen, door de aandelen terug te kopen. Elke keer als dat gebeurt, wordt het potentiële rendement van de short lager. De shortpositie moet dus voortdurend worden aangepast. Zoals de marktkenner het verwoordt: 'In principe is short gaan een levensgevaarlijke hobby'.

Maar wel een die Marshall Wace hartstochtelijk praktiseert. Het hedgefonds dat ruim twintig jaar geleden onder meer met geld van George Soros werd opgezet, zit ook short in BAM en Arcadis. En het had een shortpositie in Imtech, in de periode dat het bedrijf omviel. Daarnaast speculeert Marshall Wace op koersdalingen van Britse retailers, van BASF en Deutsche Bank.

Fugro is in gesprek 'met al onze investeerders', klinkt het uit Leidschendam. Dus ook met hedgefondsen en shortsellers. Dat is onderdeel 'van het totale kapitaalmarktcommunicatieprogramma'. Ook al heeft het bedrijf wel een lichte voorkeur voor langetermijnbeleggers, 'we hebben zeker contact met een aantal shorts'.

## 4,5 petabyte aan data

In Fugro zitten zo'n vijftien partijen short voor meer dan 0,5%, en nog meer dan twintig fondsen met nog kleinere shortposities, zo blijkt uit gegevens van shortsell.nl. Sculptor Capital Management uit New York heeft ook een shortpositie van meer dan 2%, en HBK uit Dallas zit eveneens stevig short in Fugro. Maar zij zitten niet zo groot short als Marshall Wace uit Londen.

Al sinds oktober 2013, toen de koers van Fugro nog op €45 stond, belegt Marshall Wace in periodes short in Fugro. 'We mikken erop om, aangepast voor het risico, uitstekende resultaten te leveren', zo staat op de site van het hedgefonds.

Bloomberg schreef eerder dit jaar dat Marshall Wace zwaar investeert in technologie. Het zou zo'n 4,5 petabyte aan data op zijn servers hebben opgeslagen. Dat staat gelijk aan 270 miljard foto's. En die hoeveelheid data verdubbelt ieder jaar. 'We ondersteunen onze teams met de nieuwste technologie', staat op de site. Net als de waarden van het bedrijf: 'We zien ons werk als een voorrecht.'



**Carel Grol**



### Meest gelezen

