

Door Alex Otto,
directeur Beleggingen Delta Lloyd Asset Management

Het stuiterbaleffect

In 2007 schreef ik op deze plek dat we moeten leren leven met een toenemende volatiliteit binnen de financiële markten. Dat is natuurlijk makkelijker gezegd dan gedaan. Want hoe rationeel we ook met ons vak bezig zijn, niemand kan zich helemaal onttrekken aan de effecten die een downturn en een almaar kelderende AEX kunnen hebben op de psyche.

Neem maandag 9 maart, in mijn herinnering een sombere en regenachtige dag. Ik weet nog dat de AEX op 196 stond en dat ik dacht: waar stopt dit? En komt dit nog wel goed? Je begint 2009 met hernieuwde energie – want slechter dan in 2008 lijkt het gewoon niet te kunnen – en na twee maanden in het nieuwe jaar heb je te maken met een index die ruim 20 procent lager staat. Elke krant die je openslaat brengt slecht nieuws, technische analisten speculeren dat de weg naar 150 openligt en zelfs mijn dochter van dertien vraagt me 's avonds aan tafel wat de AEX gedaan heeft. Het lijkt wel de wet van de zichzelf versterkende somberheid – hoe lager de markt gaat, hoe negatiever mensen worden. Het gevaar van zulke momenten is dat je de neiging hebt om niet meer in kansen te denken en alleen nog maar de bedreigingen groter ziet worden. Goede raad is duur, vergeefs zoeken we naar lichtpuntjes.

En dan opeens gebeuren er ogenschijnlijk kleine, onvoorspelbare dingen. Een paar Amerikaanse banken zeggen dat het eerste kwartaal operationeel niet eens tegenvalt, Fed-voorzitter Bernanke laat weten dat hij denkt het ergste wel achter de rug te hebben. De financiële markten reageren sterk op die mededelingen. Zoer zelfs dat ruim twee maanden later de AEX met 36 procent gestegen is naar 265 en dat diezelfde technische analisten de zon zien schijnen en de weg naar 300 open zien liggen. En hoewel de economische barometer nog steeds kommer en kwel aangeeft, proef je dan toch iets van nieuw elan, dat mensen denken dat het absolute dieptepunt achter hen ligt.

De impact van goed nieuws op de kapitaalmarkten en de snelheid waarmee dat gaat staan bekend als het 'stuiterbaleffect'. Het is niet de eerste keer: gaan we bijvoorbeeld terug naar maart 2003, dan zien we hetzelfde verhaal. Op 12 maart 2003 staat de AEX namelijk op 218 en is de stemming uitermate somber. Maar in augustus van datzelfde jaar is hij alweer gestegen naar 340, een plus van 56 procent in vijf maanden!

De afgelopen periode hebben veel partijen hun aandelen van de hand gedaan, zowel particuliere als institutionele beleggers. En helaas niet altijd vrijwillig. Verzekeraars en pensioenfondsen hebben immers te maken met toezichthouders, dekkingsgraden en solvabiliteitsratio's, veel particulieren kunnen het niet aanzien dat hun portefeuille elke dag in waarde daalt en gooien de handdoek in de ring. Begrijpelijk. Want laten we wel wezen: iedereen kent die angst om nog meer te verliezen, een onvoorspelbare markt kan namelijk net zo goed met nog eens 20 procent dalen.

Toch denk ik dat je wanneer de vooruitzichten slecht zijn dat stuiterbaleffect voor ogen moet blijven houden. En dat er soms maar heel weinig voor nodig is om dat effect te krijgen. Want wie dan een lange adem heeft en niet in een positie van gedwongen verkoop verkeert, kan in een paar maanden rendementen krijgen waar je anders vier of vijf jaar voor nodig hebt. Een stuiterbal kan namelijk ongelooflijk hard gaan. ■

het hoge woord eruit: Crucell zit in de tang bij zijn partner. Sanofi zou als marktleider eerst zijn huidige technologie (productie van griepvaccins middels kippeneieren) uitmelken, alvorens naar PER.C6 over te stappen.

Hoe pijnlijk die constatering ook is, in 2003 was het contract met Sanofi in financiële zin meer dan welkom. Een getergde Brus verzekerde dat Crucell inmiddels nooit meer deals op deze basis zal (hoeven) tekenen.

GROTE ONTWIKKELINGEN VERWACHT

Crucell wilde nauwelijks ingaan op de recente vriendelijke overnamegesprekken met farmaceut Wyeth, die werden stopgezet toen Wyeth zelf werd overgenomen door farmareus Pfizer. Sommige aandeelhouders twijfelden of Crucell zijn huid wel duur genoeg verkocht met een hogere overnamepremie dan het opwaartse koerspotentieel van een zelfstandig Crucell. Onderhandelt Crucell wel op basis van eigen kracht, gezien de sterke balans en veelbelovende pijplijn en technologieën, was de vraag. President-commissaris Jan Oosterveld wilde niet meer zeggen dan dat ieder bod boven (een geheime) 'fair value' serieus moet worden genomen.

Toch lijkt Crucell rekening te houden met grote ontwikkelingen. In het jaarverslag staat terloops dat "in 2009 naar verwachting beslissingen zullen worden genomen die de winst kunnen beïnvloeden". Cfo Leonard Kruimer bevestigde dat hierbij geen winstdrukkend effect zal plaatsvinden, daarmee hintend op partnerships.

ONBEGRIJPelijke BUURT-COMMISSARIS

Onbegrip was er over de voordracht van Floris Waller als commissaris. Oosterveld roemde zijn financiële expertise, relevant gezien zijn toetreden tot de auditcommissie. Oosterveld werd eraan herinnerd dat Waller gedurende een tiental jaren als bestuurder/cfo van Buhmann/Corporate Express aan de basis heeft gestaan van een recordreeks aan winstwaarschuwingen. Ook was Corporate Express allesbehalve een schoolvoorbeeld van goede corporate governance.

Oosterveld verweerde zich met de mededeling dat Waller met zijn financiële ervaring de beste van de beschikbare kandidaten was. Ook hielp het feit dat hij in de buurt van Leiden woont, waardoor (internationale) reistijd wordt bespaard. ■

