

en Unilever de rekening maar gedeeltelijk kunnen doorschuiven. Het lijkt een redelijke veronderstelling dat kleinere ondernemingen hier nog meer moeite mee zullen hebben. Investeerders als Jim Rogers twifelen er niet aan dat de prijzen doorstijgen bij een verder economisch herstel. Het is de vraag of analisten, die het er bijna unaniem over eens zijn dat 2011 een aandelenjaar wordt, voldoende rekening houden met deze ontwikkeling.

Pharming is te licht

Na de derde vrijdag van maart vindt zoals ieder jaar de aanpassing van de aandelenindices plaats op het Damrak. In de AEX verdringt het Luxemburgse Aperam bouwbedrijf Bam uit Bunnik. Opmerkelijker is de terugkeer van Pharming in de index van middelgrote bedrijven. Met een beurswaarde van nog geen 100 miljoen euro zal Pharming verreweg het kleinste bedrijf in de AMX-index zijn.

Het komt er toch in, omdat de selectie plaatsvindt op basis van het aantal verhandelde aandelen en dat zit bij Pharming wel snor. Het Leidse bedrijf wordt namelijk bijna dagelijks heen en weer geslingerd tussen hoop en vrees, waardoor het een aantrekkelijke dobbelsteen blijkt voor speculanten.

Nu vorige week bleek dat Pharming zijn belangrijkste medicijn Rhucin voorlopig niet op de Amerikaanse markt mag verkopen, kreeg de koers een nieuwe knauw. Dit heeft tot gevolg dat Pharming naast een bonus van 5 miljoen dollar grijpt die het bij goedkeuring zou ontvangen van zijn

Duurdere grondstoffen maken het extrapoleren van margecijfers, het simpelweg doortrekken van lijntjes, een gevaarlijke bezigheid. Wie gelooft in een scenario van explosief stijgende inputkosten, kan het beste ondernemingen mijden die direct onbewerkte grondstoffen afnemen, zoals voedselproducenten. Een andere bescherming is direct in grondstoffen beleggen. ■

Amerikaanse partner. Hierdoor zal Pharming weer nieuw geld moeten gaan ophalen bij aandeelhouders. En dat is niet de eerste keer: eind 1999, het jaar van de beursgang, stonden er dertien miljoen aandelen uit, inmiddels zijn dat er 436 miljoen. De koers be-
woog in tegenovergestelde richting, want het biotechnologiebedrijf maakte nog nooit winst.

Voor Euronext Amsterdam wordt het hoog tijd eens goed naar het indexbeleid te kijken. Alleen selecteren op beursomzet geeft steeds vreemdere mandjes. Misschien toch eens het kunstje afkijken van de Amerikaanse S&P 500 Index: daarvoor wordt ook een aantal kwalitatieve criteria gehanteerd. Zo mogen er sinds enkele jaren geen buitenlandse aandelen meer worden opgenomen en moeten nieuw op te nemen bedrijven vier kwartalen achter elkaar winstgevend zijn. Dat beleid had Nederlandse indexbeleggers een heel wat hoger rendement bezorgd. Bedrijven als Pharming zijn in meerdere opzichten te licht voor een index. ■



Hoog of laag?



Jan Maarten Slagter
Directeur VEB

Staat de beurs nu te hoog of te laag? Laat u wat dat betreft niet te veel afleiden door historische data. Ten opzichte van de hoogste stand (boven de 700) in het jaar 2000 lijkt de AEX bij de huidige 363 punten een koopje. Maar de AEX is een verraderlijke index. Wat vergelijk je nu eigenlijk? Bij die top in 2000 waren banken en verzekeraars goed voor 38 procent van de AEX. Bovendien waren rond de eeuwwisseling eendagsvlieden als Baan, UPC, KPNQwest en Versatel tijdelijk veel te veel waard, waardoor ze eventjes in onze hoofdex mochten opdraven. Als strippers op een vrijgezellenfeest: te duur, weinig om het lijf en snel weer weg.

Je kunt de huidige AEX daarom onmogelijk vergelijken met die van tien jaar geleden. De hoogvlieders uit de internetbubbel zijn op zijn hoogst nog bekend als namen van dossiers bij de Ondernemingskamer. Ook zingen de banken en verzekeraars een toontje lager. Veel andere indexleden staan vandaag hoger dan toen, terwijl de index toch is gehalveerd. Daaruit blijkt meteen het nadeel van het volgen van een op marktwaarde gewogen index zoals de AEX: je geeft de winnaars van gisteren het grootste gewicht in je portefeuille. Een recept voor matige rendementen.

Zo was kort voor het uitbreken van de kredietcrisis bij een AEX rond vijfhonderd punten het relatieve gewicht van de financiële waarden in die index met 40 procent hoger dan ooit. ABN Amro en Fortis zijn nu verdwenen (Fortis-romp Ageas is nog wel een beursgenoteerde smallcap), ING en Aegon liggen aan het staatsinfuus en hebben in de huidige AEX nog maar een gewicht van 14 procent, samen. Dat lijkt dan weer het andere uiterste.

Uit de jaarcijfers van ING bleek dat bankieren weer ouderwets winstgevend begint te worden. ING Bank is in staat meer rente te vragen voor kredieten en weet de vergoeding die het aan rekeninghouders met een positief saldo betaalt binnen de perken te houden. Hierdoor liep de rentemarge flink op. Topman Jan Hommen zei te hopen dat hij dit jaar een deel van de staatssteun terug kan betalen, maar gaf geen precieze datum of bedragen.

Aegon is duidelijker: het staatsinfuus wordt er dit jaar uitgetrokken. Om de laatste aflossing te doen en de forse boete te betalen, is er een aandelenemissie gedaan waardoor het aantal uitstaande aandelen met 10 procent toenam. De koers ging naar beneden na dit bericht. ING is nog wel een zwaargewicht, maar Aegon heeft nog maar een gewicht van 2,8 procent in de AEX. Of de index hoog of laag staat weet ik niet; dat het gewicht van bepaalde financiële waarden nu relatief laag is weet ik wel. ■