



# AFREKENEN!

door  
**Jan Maarten  
Slagter**

ken ze u nog schuldig: de resultaten van de elf goede voornemens die ik vorig jaar formuleerde.

1. Op naar de 50.000 leden. Niet gelukt. Met ongeveer 47.000 leden zijn we 3 procent kleiner dan aan het begin van het jaar. De financiële crisis speelt ook ons parten.
2. VEB Beleggingsfondsenrating is de belangrijkste graadmeter in fondsenland. We hebben dit jaar een grote sprong voorwaarts gemaakt – we volgen nu ruim zesduizend fondsen met onze onafhankelijke en objectieve maatstaf.
3. 'Wat en hoe met geld', een bestseller. VEB-econoom Patrick Beijersbergen schreef een toegankelijke gids. Premier Mark Rutte nam het eerste exemplaar in ontvangst. We zijn inmiddels toe aan de derde druk.
4. Aandeelhouderonvriendelijke wetsvoorstellen van tafel. We doen ons uiterste best de verhoging van de drempels voor het agenderingsrecht en het enquêterecht van tafel te krijgen. Beide wetsvoorstellen liggen nog bij de Tweede Kamer.
5. Gelijke kansen in overnameproces Draka. De belangstelling van het Chinese Tianjin Xinmao leidde nooit tot een concreet bod en het Italiaanse Prysmian ging er met de buit vandoor na een eentweetje met grootaandeelhouder Flint.
6. Compensatie voor lekken Super de Boer. De rechtbank Utrecht oordeelde dat Super de Boer aansprakelijk is voor de schade als gevolg van het lekken van koersgevoelige informatie over de overname door Jumbo in september 2009. Super de Boer is in hoger beroep gegaan.
7. Wanbeleid vaststellen bij Fortis. In de zomer van 2010 publiceerden de door de Ondernemingskamer aangestelde onderzoekers een vernietigend rapport. Over de vraag of de geconstateerde feiten wanbeleid opleveren, vond in april een zitting plaats. We wachten op de uitspraak.
8. Faillissement Van der Moolen ontleed. Ook over de gang van zaken bij het hoekmansbedrijf waren de Ondernemingskamer-onderzoekers duidelijk in hun rapport van afgelopen mei: het was een puinhoop. In december werd hierover gepleit. Uitspraak volgt.
9. Wanbeleid vaststellen bij Landis. Op 15 december sprak de Ondernemingskamer het verlossende woord over het faillissement uit 2002 (!): wanbeleid door bestuur en commissarissen. Op naar de schadevergoeding!
10. Hoger beroep KLM winnen. We verloren en overwegen nu cassatie tegen het dividendbeleid van KLM, dat gelijk is aan dat van Air France KLM, terwijl KLM aanzienlijk beter presteert dan Air France.
11. AEX boven 400, BMI onder de 25. U weet het zelf: het was een zwaar jaar. Einduitslag: you win some, you lose some. En op de rest moet je soms lang wachten.

In de tien jaar voor 2001 was het gemiddelde rendement op tienjarige staatsleningen 6,5%.



# 21%

leverden Nederlandse aandelen gemiddeld op aan rendement in de tien jaar voor 2001.

van het startbedrag. Als daar de opgestapelde heffingen van 36.000 euro nog bijkomen blijft hier nog iets meer dan 255.000 euro van over. Tot slot gaat daar nog eens 62.000 vanaf om voor de inflatie te corrigeren, waardoor er iets minder dan twee ton overblijft. Bij de defensieve en neutrale portefeuille bedraagt het "reële verlies na de vermogensrendementsheffing" ongeveer 58.000 en 83.000 euro.

Doordat u belasting betaalt over rendement dat u niet maakt wordt de belastingdruk erg hoog. Rekent u mee. Het jaarlijkse nominale rendement van een defensieve belegger was 1,34 procent. Aangezien de heffing 1,2 procent is, impliceert dit een belastingdruk van liefst 90 procent (1,2 gedeeld door 1,34). Bij een rendement van 0,53 procent van de neutrale belegger is de belastingdruk zelfs meer dan 100 procent (226 procent).

Bij de offensieve portefeuille is niet eens sprake van rendement, terwijl er wel belasting betaald moet worden.

### ANDERE TIJDEN

Het fictieve rendement lijkt vooral gekozen met een blik in de achteruitkijkspiegel. Oud-minister van Financiën Gerrit Zalm en zijn staatssecretaris Willem Vermeend vonden het in 2001 nog schappelijk om van beleggers een rendement van 4 procent per jaar te verlangen.

Voor obligatiebeleggers was dat in de jaren daarvoor een gemakkelijk opgave gebleken. In de tien jaar voor 2001 bedroeg het gemiddelde rendement op tienjarige staatsobligaties 6,5 procent.

De aandelenbelegger had helemaal geen reden tot klagen. Nederlandse aandelen leverden in die periode een gemiddeld rendement van ruim 21 procent (inclusief dividend) op. Daar kwam nog bij dat de vastgoedprijzen door het dak gingen.

Na die mooie rendementen lijkt het te billijken dat slechtere tijden het gemiddelde over de jaren richting 4 procent drukt. Na tien

vette jaren komen tien magere jaren, en andersom. Hier valt wat voor te zeggen, maar toch is er reden om aan te nemen dat het huidige fictieve rendement aan de hoge kant is. Stel dat u in de komende decennia daadwerkelijk 4 procent rendement maakt bij een inflatie van 2,1 procent. Hoe lang doet een neutrale belegger

gatie bewegen zich in tegengestelde richting, waardoor een belegger met zware koersdalingen wordt geconfronteerd in dit rooskleurige scenario.

En de kwakkelende aandelen dan? Het is waar dat aandelenkoersen over het algemeen de tendens hebben om terug te trekken naar hun langjarig gemiddelde

"WHEN THE FACTS CHANGE, I CHANGE MY MIND. WHAT DO YOU DO, SIR?"  
**JOHN MAYNARD KEYNES**



Beeld DE WOLF IMAGES

er dan over elf jaar heffingen van ruim 36.000 euro goed te maken? Het antwoord: ongeveer twintig jaar. Pas in 2026 begint de belegger weer voor zichzelf aan de reële opbouw van vermogen.

En dan is nog niet eens rekening gehouden met de verwachting dat het komende jaren moeilijk zal worden om rendementen van 4 procent te halen. De huidige effectieve rendementen op veilige obligaties liggen ver onder de 4 procent. De Amerikaanse, Duitse en Nederlandse obligaties rentes renderen momenteel respectievelijk 1,9, 1,8 en 2,2 procent. Als de rentes op deze niveaus blijven liggen komt u niet in de buurt van de fictieve grens. En mocht de rente oplopen dan is het niet meteen feest. De rente en de koers van een obli-

gatie [‘mean reversion’]. Toch vragen sommige economen zich af of dit in de komende jaren zal gebeuren.

### NIEUWE WERELD

Neem bijvoorbeeld de grootste obligatiebelegger ter wereld, Pimco. "Ten opzichte van waar we vandaan komen zal de wereld op grote schaal schuld moeten afbouwen, zal er een tendens zijn naar anti-globalisering en zullen er meer restrictieve regels opgelegd worden. De wereldeconomie zal structureel lage groei en een hoge werkloosheid laten zien."

Dit klinkt niet als een klimaat waarin het makkelijk lijkt om structureel 4 procent rendement op aandelen te maken. Hetzelfde gaat eigenlijk op voor de vastgoedmarkten. Natuurlijk zijn er

## PROFESSIONALS HALEN FICTIEVE GRENS NET

### OP HET NIPPERTJE

Particuliere beleggers hebben over de afgelopen jaren gemiddeld geen 4 procent rendement weten te behalen. Maar hoe zit het met professionele partijen? Drie grote pensioenfondsen redden het over de afgelopen elf jaar maar net. Het ambtenarenpensioenfonds ABP, Zorg en Welzijn, en het staalpensioenfonds PMT behaalden respectievelijk een jaarlijks rendement van 4,3, 4,6 en 4,7 procent.

De professionele beleggers hebben een voorsprong op de particulier. Zo kunnen zij makkelijker beleggen in activaklassen die ongevoeliger zijn voor het gedijen van financiële markten. Zo steekt bijvoorbeeld het ABP al snel 10 procent van haar vermogen in private equity- en hedgefondsen; fondsen die onder alle omstandigheden een positief rendement willen realiseren. Maar ook de beleggingen in infrastructuur, grondstoffen en aandelen in opkomende markten lijken goed te hebben uitgekapt in het laatste decennium.

Toch kun je je afvragen of 4 procent genoeg is voor pensioenfondsen. Zo prognosticeert pensioenfonds Zorg en Welzijn een 8 procent om aan haar verplichtingen te kunnen voldoen. In de laatste twintig jaar bedroeg het rendement hier 8,4 procent, maar in het laatste elf jaar is dit rendement dus ongeveer gehalveerd. De drie pensioenfondsen hebben allemaal een dekkingsgraad die onder de vereiste 105 procent ligt.

### REAGEREN?

Mail naar [effect@veb.net](mailto:effect@veb.net)