

Door Willem Burgers  
Fondsbeheerder Add Value Fund

## Stilte voor de storm

**S**inds eind februari is de AEX-index bezig aan een gestage opmars. In zeven weken tijd is ruim 11,5 procent koersstijging gerealiseerd. Op jaarbasis laat zich dit vertalen in een imposante 85 procent. Toch zijn de meeste marktanalisten niet positief over de vooruitzichten voor het lopende beursjaar. De lage omzetten van de laatste weken zijn indicatief voor de terughoudendheid van beleggers. Het is dus een rally die allerminst breed wordt gedragen. Tegelijkertijd is de index van de volatiliteit, ook wel aangeduid als de Fear Index, stevig aan het dalen. Hier zijn niveaus in zicht die voor het laatst vóór de kredietcrisis op de borden stonden.

Het economisch herstel voltrekt zich intussen aarzelend. De strenge winter heeft hierbij overigens ook een rol gespeeld. De cijfers over het eerste kwartaal van 2010 moeten dan ook in deze specifieke context worden beschouwd. Het aantal vorstverletdagen was in jaren niet zo hoog en ook de consumentenbestedingen hadden te lijden onder Koning Winter. Daarom worden de cijfers van het tweede kwartaal des te belangrijker. Breekt de lente ook aan voor het Nederlandse bedrijfsleven? Vooralsnog zijn de voortekenen niet eenduidig positief. Consumenten en producenten blijven zich afwachtend opstellen. De hoge groei van 2006 en 2007 komt, denk ik, voorlopig niet terug.

Toch hoeft een langere periode van trage economische groei niet slecht te zijn voor aandelenbeleggingen. Daarbij is de renteverwachting zeer belangrijk. In brede kring wordt op termijn een stijging van de rente voorzien. Omdat de renteniveaus momenteel zeer laag zijn, zal enige stijging mijns inziens niet bezwaarlijk zijn. Een hogere rente wordt pas als knellend ervaren wanneer hogere inflatieverwachtingen een verdere stijging van die rente gaan afdwingen. Voorlopig lijkt een hogere inflatie niet in zicht met een werkloosheid die zich nog in een opgaande lijn beweegt. De rente zal naar ik verwacht dus geen roet in het eten gaan gooien in het restant van 2010.

Dan is er de winstontwikkeling in het bedrijfsleven. Deze ontwikkelt zich in veel gevallen boven verwachting. De vruchten worden nu geplukt van de drastische reorganisaties van de tweede helft van 2008 en van heel 2009. Het break-evenpunt ligt gemiddeld veel lager dan twee jaar terug, wat inhoudt dat ook bij een bescheiden economisch herstel er toch een hoge winst kan worden geboekt. Ik verwacht dus dat analisten in de tweede helft van dit jaar hun taxaties moeten gaan verhogen. Dit zou voor extra rugwind voor de aandelenmarkt kunnen zorgen.

Er zijn echter voldoende onzekerheden die deze positieve verwachting teniet kunnen doen. De politieke impasse is de meest in het oog springende. Niet alleen in Nederland, maar ook in Groot-Brittannië worden binnenkort verkiezingen gehouden. Nu al staat vast dat het vormen van een krachtige regeringscoalitie in beide landen een hels karwei gaat worden. De bijbehorende onzekerheid in combinatie met de alom gevoelde noodzaak om vroeg of laat te gaan bezuinigen op de overheidsuitgaven is geen goed vooruitzicht voor aandelenmarkten. Het zou dus zomaar kunnen dat het later dit jaar nog eens gaat stormen op de aandelenmarkt. De in de afgelopen weken geboekte koerswinsten zouden dan weleens als sneeuw voor de zon kunnen verdwijnen. ■

van jaar, want de verslechtering van het bedrijfsresultaat nam kwartaal op kwartaal aanzienlijk af. Dit werd gesteund door een voorzichtig herstel in volumes binnen de Expressdivisie. Dit herstel zette zich in de eerste maanden van 2010 door.

TNT lijkt de economische recessie in goede gezondheid door te zijn gekomen. Het maakt zich nu klaar voor een toekomst waarin de beide divisies hun eigen weg zullen gaan. ■

### STRUCTUURREGIME OP DE HELLING

TNT is een van de laatste Nederlandse ondernemingen met een onverkort structuurregime. Binnen dit regime hebben aandeelhouders veel minder te zeggen dan bij andere ondernemingen die niet onder deze regeling vallen of een verlicht regime toepassen. Zo zijn de commissarissen verantwoordelijk voor de benoeming van de leden van de raad van bestuur. Aandeelhouders kunnen alleen stemmen over de benoeming van individuele leden van de raad van commissarissen.

TNT was wettelijk verplicht zich aan dit structuurregime te houden omdat dit was vastgelegd in de postwet. Met het in werking treden van de nieuwe postwet op 1 april 2009 is dit echter niet meer het geval en moest het postbedrijf de beslissing aan de aandeelhouders laten over het al dan niet handhaven van het onverkorte structuurregime. Beleggers waren duidelijk in hun mening over het ongewijzigd voortzetten van het huidige regime: ruim 82 procent van het aanwezige aandelenkapitaal stemde tegen.

Tijdens de aandeelhoudersvergadering van 2011 zal TNT met aanpassingen van de huidige regels voor de benoeming van bestuurders komen. Aan de beleggers wordt dan de totale afschaffing van het structuurregime voorgelegd. In de tussentijd kan TNT al de nodige voorbereidingen treffen voor de werkzaamheden die een dergelijke wijziging met zich meebrengen. "Een hoop gedoe", aldus president-commissaris Piet Klaver.

