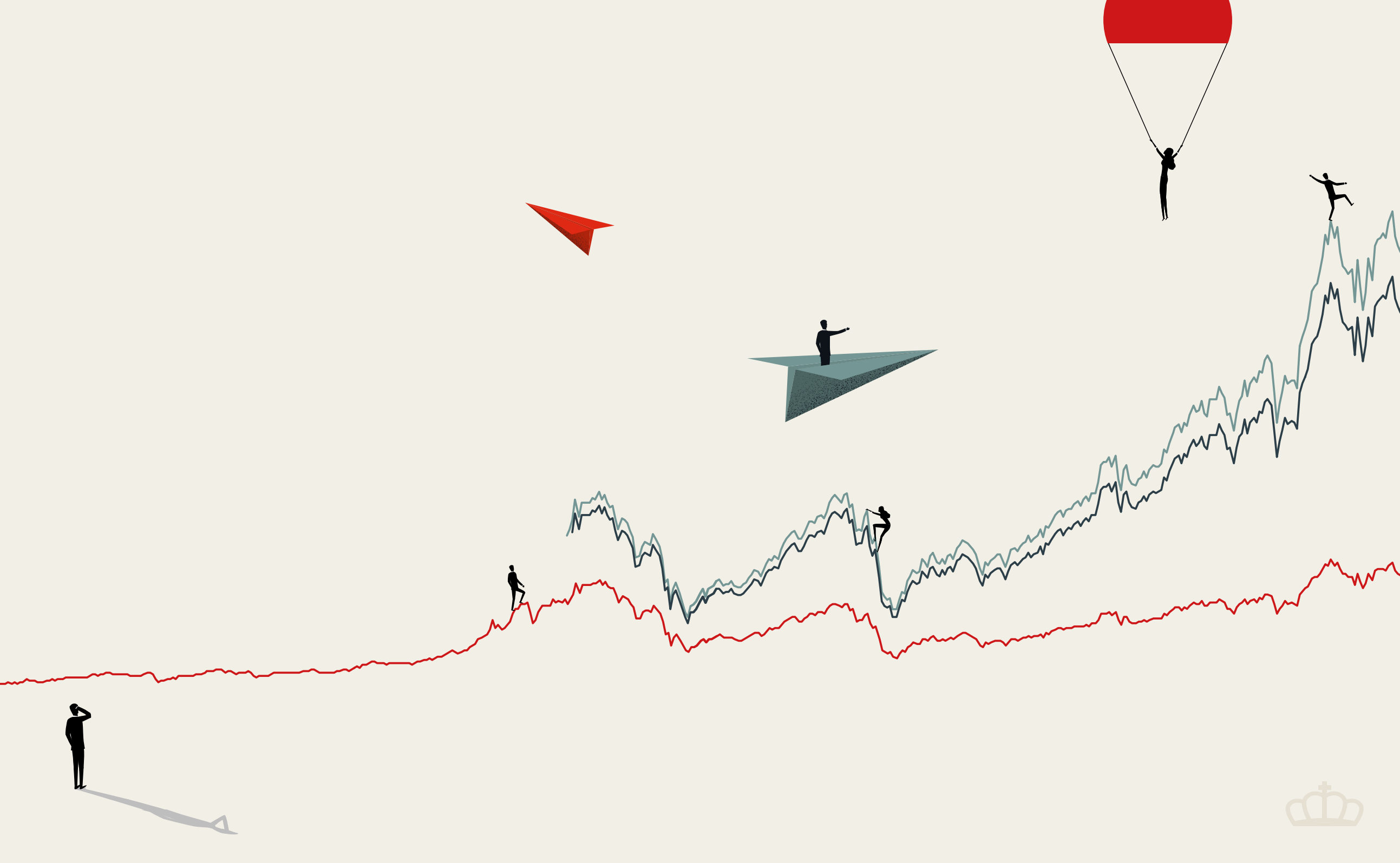




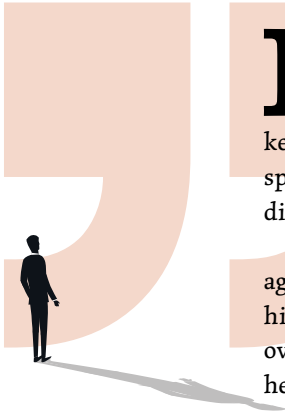
RENDEMENT, RISICO & RECHT

	VOORWOORD	
	100 jaar strijd(vaardig)	// 6
	HET RECHT VAN DEN EFFECTENBEZITTER	
	In één klap waardeloos	// 8
	"Overall waar zulks noodig is"	// 10
	100 jaar VEB	// 12
	De renaissance van het aandeel	// 22
	Beleggen in teamverband	// 24
	Vergoeding wordt prikkel	// 26
	Creatief met bonus	// 29
	TOEZICHT EN GOVERNANCE	
	Oneerlijke praktijken	// 32
	4 bubbels	// 34
	De wolven van Wall Street	// 38
	De Dutch discount	// 44
	'Pas toe of leg uit'	// 46
	Jaarverslag wordt dikke pil	// 52
	FEITEN EN CIJFERS	
	Cijfers in perspectief	// 54
	Van industrie naar diensten	// 58
	Beleggen is geen elite-speeltje	// 60
	Waar in belegt Nederland	// 62
	Spes patriae	// 66
	Schuld papier explosief gegroeid	// 68
	De AEX verandert	// 70
	De waarde van aandelen wereldwijd	// 72

	RENDEMENT	
	Hoe SPY de wereld veroverd	// 74
	Grote bewegingen horen erbij	// 76
	Actieve fondsen leggen het af	// 78
	Trendbreuk in de lange rente	// 80
	De Amsterdam-index 1924-2023	// 82
	Torenhoge overnamepremie	// 84
	Kleine kosten, groot verschil	// 86
	Bottomline	// 88
	De aantrekkingskracht van goud	// 90
	De lange trend omlaag	// 92
	Don't panic!	// 94
	De waarde van waardering	// 96
	Kijk verder dan alleen de prijsindex	// 98
	Dure zaak	// 100
	KOERSBEPALERS	
	Legendarische beleggers	// 102
	Tussen aanhalingstekens	// 106
	Koersdreunen	// 110
	Vijf smaken beurs-exits	// 112
	Rampzalige overnames	// 116
	De oudste beursnoteringen	// 122
	En de eendagsvlinders...	// 124
	Chipmachines aan kop	// 126
	COLOFON EN BRONVERMELDING	// 128

100 JAAR STRIJD(VAARDIG)

Op 8 maart 2024 vierden we ons 100-jarig jubileum. Ingeluid met de beursgong volgden drie panels vol inspiratie, met intrigerende voordrachten van onder meer Martin Wolf (*Financial Times*) en Feike Sijbesma (voormalig ceo van DSM).



De crisis van het democratisch kapitalisme, de toekomst van beursgenoteerde ondernemingen en het tegengaan van fragmentatie op de kapitaalmarkten in Europa waren de centrale thema's. De kers op de taart was de uitreiking van het predicaat Koninklijk aan onze springlevende organisatie. Deze jubileumbundel geeft de ingrediënten van die taart prijs. Wat een prachtige historie delen we met elkaar!

De centrale thema's hadden ook zomaar honderd jaar geleden op de agenda kunnen staan. Of de geschiedenis zichzelf herhaalt? Daarover hebben historici en filosofen bibliotheken vol geschreven. Na lezing van deze bundel over een eeuw beurs en beleggen, zult u opmerkelijke parallellen zien tussen heden en verleden.

OPSTAAN VOOR RECHTEN

Laat ik beginnen met de VEB zelf. Op een bewolkte, koude zaterdag in maart 1924 besloot een aantal Haagse heren dat het tijd was om in georganiseerd verband op te staan voor de rechten van beleggers. Zij richtten de Vereniging 'Effectenbescherming' op, inmiddels omgedoopt in *Royal European Investors* en *Koninklijke VEB*. Er was een wereld te winnen; van enige bescherming van beleggers was op dat moment geen sprake. Machteloos waren ze toen met één pennensstreek hun beleggingen in Europese obligaties zo goed als waardeloos werden.

Honderd jaar later zijn veel zaken ten goede veranderd. Beleggers weten hun belangen gewaarborgd door wet- en regelgeving, op nationaal en Europees niveau. Dat beleggers over grenzen kijken, is een constante gebleken. Op die steviger positie mogen beleggers best trots zijn – en de VEB al evenzeer. Met

z'n allen hebben we ons sterk gemaakt voor meer democratie en bescherming. Het verkrijgen van het predicaat Koninklijk toont de maatschappelijke waardering voor onze dagelijkse inzet. De belangen van beleggers verdienen aandacht en zijn het waard om voor te strijden. Dat is dan ook het hogere doel bij alles wat we doen en waarmee wij vol enthousiasme voortgaan de komende jaren.

GEDENKWAARDIGE MIJLPAAL

Maar een organisatie, de cultuur en de maatschappelijke acceptatie komen met name voort uit gestolde historie. Dit vormt een stevig fundament. Bij deze gedenkwaardige mijlpaal past het dan ook, pas op de plaats te maken en terug te kijken. Waarom is beleggen belangrijk? Wat tekent succes? Welke bedrijven hebben het buitengewoon goed (of slecht) gedaan? Welke ontwikkelingen hebben de kapitaalmarkten in perspectief gezet? En wat was de rol van de VEB op de bepalende momenten?

Dit boek neemt u in een aantal snedige miniatures mee door de tijd. Voor sommigen zal de inhoud een herinnering zijn aan min of meer bekende feiten en wellicht eigen anekdotes doen herleven. Voor anderen zal het een verrassende kennismaking zijn. In beide gevallen hoop ik dat u met plezier de bundel zult lezen. Koninklijk of niet: *noblesse oblige*. De VEB zal er ook de komende eeuw voor u als belegger zijn!



IN ÉÉN KLAP WAARDELOOS

950 miljoen gulden: voor dat bedrag worden Nederlandse beleggers gedupeerd als Russische obligaties in 1918 in één klap ongeldig worden verklaard.



Een spoor-obligatie Moskou-Kiev-Voronezj uit 1909.

In de tweede helft van de 19e eeuw zijn er nog niet veel Nederlandse fondsen en zoeken beleggers naar stabiele buitenlandse investeringen. Spoorwegondernemingen zijn daarbij populair. Obligaties van de Russische spoorwegen gelden als een stabiele investering, omdat de Russische staat garant staat. Dat verandert echter na de Russische revolutie van 1917, waarbij de bolsjewieken onder leiding van Vladimir Iljitsj Lenin aan de macht komen. De nieuwe regering, de Russische Raad

**Alle
Russische
staatsleningen
worden onder
Lenin ongeldig
verklaard**

van Volkscommissarissen, staakt met één pennenstreek de betaling van rente en aflossingen. Alle staatsleningen worden ongeldig verklaard.

Naar schatting hebben Nederlandse beleggers op dat moment voor 562 miljoen gulden aan Russische spoorwegobligaties in bezit, naast nog eens 388 miljoen aan andere Russische obligaties. Voor het beeld: dat bedrag van 950 miljoen komt overeen met bijna 17 procent van het totale Nederlandse bbp in 1924. Het lukt de Nederlandse overheid niet om bij de Russische machthebbers schadeloosstelling los te krijgen voor gedupeerde obligatiehouders.

De onvrede bij beleggers is groot. Vooral omdat al een paar jaar na de bruuske vernietiging van alle Russische leningen, er weer sprake is van nieuwe Russische leningen en obligaties die een notering zouden krijgen aan de Amsterdamse beurs.

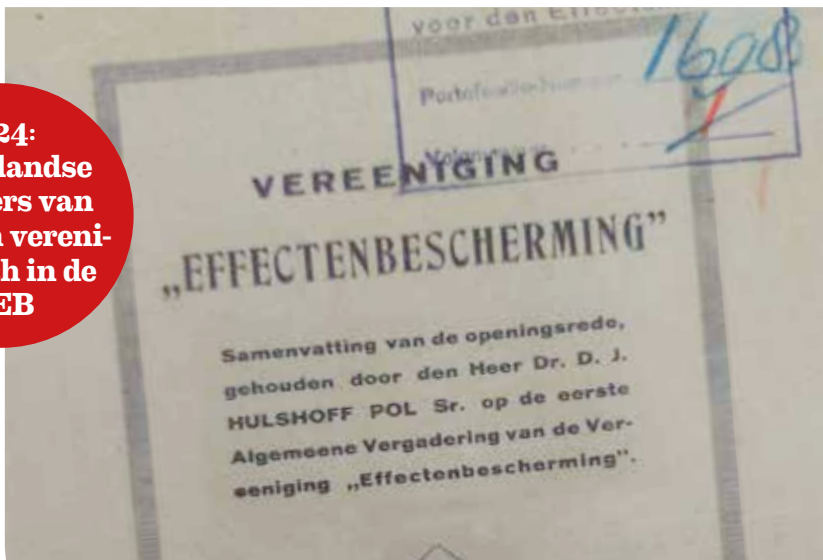


Beeld: Bericht in de Delftsche Courant van 25 januari 1918.

“OVERAL WAAR ZULKS NOODIG IS”

Op 8 maart 1924 organiseert D.J. Hulshoff Pol sr. in Den Haag een bijeenkomst voor bezitters van buitenlandse effecten. Dit is het begin van de *Vereeniging 'Effectenbescherming'*. Zijn **openingsrede** zet de kaders neer voor wat de VEB nog altijd is.

1924:
Nederlandse
bezitters van
effecten veren-
igen zich in de
VEB



Beeld: Stichting Capital Amsterdam.

De onvrede over achteloos geschrapte obligaties zit Nederlandse beleggers in deze jaren hoog. Het gaat niet alleen om Russische obligaties. Ook andere vooroorlogse schuldpapieren uit onder meer Duitsland, Roemenië en Hongarije worden niet meer terugbetaald, of zijn (praktisch) waardeloos geworden door hyperinflatie. Het is de directe reden voor de oprichting van de *Vereeniging 'Effectenbescherming'*. Tijdens de oprichtingsvergadering zet Hulshoff Pol uiteen waarom een dergelijke vereniging hard nodig is:

“Het schijnt tegenwoordig heel gewoon, dat buitenlandsche staten die vóór den oorlog geldelijke verplichtingen hebben aangegaan, zich daarvan bevrijden door hunne schulden eenvoudig te annuleeren of uit te betalen in waardeloos papiergeld.”

(...)

“Rusland ging vóór met de nietigverklaring harer talrijke schulden. Duitschland betaalt zijn rente in papiermarken waar niemand wat aan heeft. Roemenië trekt in 1924 een post uit voor aflossing van al zijne schulden in zwaar gedeprecieerd geld en men kan er verzekerd van zijn dat Frankrijk en België zonder enig gewetensbezwaar, het beproefde recept gaan navolgen.”

(...)

“De bona fide bezitters dezer geldswaarden zijn machteloos door gebrek aan organisatie! Want dat is het wat deze belanghebbenden ontbreekt: eene uitgebreide organisatie die voor hunne belangen in de bres kan springen en die overal, waar zulks noodig is, haar invloed kan doen gelden.”

(...)

“Het wordt meer dan tijd dat de Nederlandsche belanghebbenden zelf de hand aan de ploeg slaan. De Vereeniging 'Effectenbescherming' is de organisatie die zich met de zaak wil belasten. Wat is haar doel? In de allereerste plaats bescherming van alle bezitters van buitenlandsche effecten die voor den oorlog deze stukken kochten of door een erfenis in bezit gekomen zijn van voor den oorlog gekochte effecten.

Dus geen steun aan hen die tijdens of na den oorlog stukken kochten? Neen, want deze hebben de stukken gekocht uit speculatieve overwegingen in de hoop op koersherstel, en voor speculanten komt de Vereeniging niet op.”

8 MAART 1924



Het bestuur van de *Vereeniging Effectenbescherming* wordt op 8 maart 1924 tijdens deze vergadering in Den Haag als volgt geconstitueerd:

- D.J. Hulshoff Pol sr. : voorzitter
- K.G.R. Joosten: eerste secretaris
- D.J. Hulshoff Pol jr. : tweede secretaris
- M.A. Schepers: penningmeester
- P.T.M. Stoop
- F. van Manen
- W.J.C.A. Nijgh

100 JAAR VEB

Rechtszaken, ava-bezoeken, clubdagen en zelfs een eigen beleggingsrekening. De VEB heeft zich, op de voorgrond of achter de schermen, altijd ingespannen voor een betere positie van particuliere beleggers. Met zevenmijlslaarzen door de geschiedenis van de VEB.

1924

POLITIEKE LOBBY

Het eerste waar de Vereniging Effectenbescherming na de oprichting mee begint, is lobbyen. Met name voorzitter Hulshoff Pol schrijft zich de vingers blauw aan artikelen en ingezonden brieven voor de kranten. Hij legt contacten met vergelijkbare organisaties in het buitenland en probeert zo veel mogelijk parlementariërs te winnen voor de goede zaak. Al op 17 maart, een ruime week na de oprichting, verleent minister van Financiën Hendrik Colijn audiëntie aan Hulshoff Pol en VEB-secretaris K.G.R. Joosten. *De Maasbode* schrijft: “De heeren wezen den Minister op het groeiend verzet in ons land tegen het feit dat vele buitenlandsche staten en particuliere bedrijven van den effectenbelegger, de hem toekomende rente en aflossing of geheel niet meer betalen of in zeer gedepricieerde munt.”

1940

VERDERE SAMENWERKING MET DE VEREENIGING VAN FONDSENHOUDERS

Al vanaf de eerste jaren na de start werkt de VEB nauw samen met *De Vereniging van Fondsenhouders*. Deze club is opgericht in 1922, vrijwel vanuit dezelfde overwegingen als die van de VEB. Hulshoff Pol neemt zitting in het bestuur van ‘Fondsenhouders’ en ‘Fondsenhouders’ levert op haar beurt een bestuurslid voor ‘Effectenbescherming’. Vanaf 1940 versturen beide verenigingen een gezamenlijk mededelingenblad naar hun leden, en in de jaren 50 breiden zij de samenwerking uit met een gezamenlijk bestuur en een gezamenlijk beleid. Eigenlijk is er alleen nog sprake van twee separate bankrekeningnummers. In de jaren 50 gaat de Vereniging van Fondsenhouders geruisloos op in de Vereniging Effectenbescherming.



Beeld: Gezamenlijk ledenblad van 'Effectenbescherming' en 'Fondsenhouders' uit 1946.

1100 AVA'S

Een belangrijke VEB-activiteit is het bezoeken van aandeelhoudersvergaderingen (ava's). VEB-bestuurders en actieve leden bezoeken, waar mogelijk, de ava's van zo'n beetje alle beursgenoteerde bedrijven. Om het wel en wee van het bedrijf te volgen, maar ook om misstanden aan de kaak te stellen of om de positie van aandeelhouders te benadrukken. In de jaren 50, 60 en 70 is W.C. Posthumus Meyjes een vaste bezoeker. Namens de VEB woont hij in 25 jaar meer dan elfhonderd vergaderingen bij, zo'n 40 tot 45 per jaar. Naar zijn overtuiging is het volgen van deze vergaderingen heel belangrijk: “Er wordt binnen het bedrijfsleven in directie- en commissarisvergaderingen meer over de belangen van aandeelhouders gesproken dan velen wel denken. Je moet als aandeelhouder wel je stem laten horen in het bedrijfsleven”, zo stelt Posthumus Meyjes in een interview in het duizendste nummer van *Beleggers Belangen*.

In het midden van de jaren 60 worden de activiteiten van ava-bezoekers stapje voor stapje op een professioneler niveau gebracht. Bestuurslid Freseman Gratama beschrijft dat in *Aspecten van Effecten* (1974), een boek ter gelegenheid van het 50-jarig bestaan van de VEB, als volgt: “Het werk van de VEB-‘vergaderingsbezoekers’ verdient hier een korte toelichting. Van de oprichting af tot ongeveer tien jaren geleden was het vergaderingsbezoek vrij incidenteel en van persoonlijke aard. Allengs kwam er meer systematiek, regelmaat en

1951

selectie bij de uitvoering van dit werk. Een uitgebreide documentatie werd opgezet van jaarverslagen, rapportages van jaarvergaderingen, commentaren en dergelijke voor een groot aantal ondernemingen. Met behulp hiervan treden een aantal deskundige leden als vergaderingsbezoekers op die met kennis van zaken de belangen van aandeelhouders behartigen en in persoonlijk contact ook buiten de vergaderingen.”

1957

BELEGGERS BELANGEN

De meest tastbare binding van leden met een vereniging is vaak het ledenblad. In 1957 staat de VEB aan de wieg van het tijdschrift *Beleggers Belangen*. Het magazine is weliswaar het ‘officiële verenigingsorgaan van de Vereniging Effectenbescherming’, maar het richt zich op een breder beleggerspubliek dan alleen VEB-leden. De binding met de vereniging blijkt eigenlijk alleen uit verslagen van avas die door de VEB worden bezocht en uit een rubriek met bestuursmededelingen. Van tijd tot tijd leveren *Bel-Bel*-redacteuren zelfs kritiek op de opstelling van de VEB.

Gaandeweg verdwijnt de VEB in *Bel-Bel* verder naar de achtergrond en halverwege de jaren 70 is vrijwel elk spoor van de VEB verdwenen. Wel staat nog in elk nummer trouw in het colofon achter in het blad vermeld dat *Beleggers Belangen* “tevens de mededelingen van de Vereniging Effectenbescherming bevat”. Deze melding verdwijnt pas in 1985 uit de kolommen, op een moment dat de VEB al lang en breed een eigen blad uitbrengt: *Effect*.

1960

HET BLAUWE BORD

Het Blauwe Bord wordt tot en met 2012 (bijna) elk jaar uitgereikt aan personen of instanties die zich opvallend verdienstelijk hebben gemaakt voor de rechten of belangen van aandeelhouders. Zo ontvangen minister Onno Ruding, Philips-ceo Frits Philips, Morris Tabaksblat (Corporate Governance Code) en Feike Sijbesma (ceo DSM) “een fraai wandbord van Delfts blauw”. In december 1960 ontvangt H. Meyer van de buizenfabriek N.V. Excelsior (later onderdeel van Hoogovens) het eerste Blauwe Bord uit handen van VEB-voorzitter J.W. Langen. De keus is op Meyer gevallen “omdat deze Excelsior van de rand van de afgrond heeft weggerukt”. Het, voorlopig, laatste Blauwe Bord wordt november

2012 overhandigd aan ASML-topman Eric Meurice vanwege het prima rendement dat het aandeel ASML beleggers heeft opgeleverd. Met de laatste Dag van de Belegger verdwijnt ook het Blauwe Bord weer in de servieskast.



De Dag van de Belegger, 1986. Uit handen van VEB-voorzitter W. Werner ontvangt minister van Financiën Onno Ruding het Blauwe Bord vanwege het instellen van de Wet Effectenhandel, waarmee het tegengaan van beleggingsfraude makkelijker wordt.

RECHTSZAAK ERDAL

In 1972 daagt de VEB het bestuur van schoensmeerfabrikant Erdal voor de rechter. Het Amerikaanse bedrijf Consolidated Foods heeft een bod uitgebracht op Erdal en daarbij ontvangt de grootaandeelhouder een beduidend hogere prijs per aandeel dan de ‘gewone’ aandeelhouder. De VEB is het niet eens met dat verschil in prijs en spant een civiele procedure aan. Het Hof van Amsterdam geeft de VEB in hoger beroep gelijk en oordeelt dat de minderheidsaandeelhouders alsnog een betere prijs voor hun aandelen moeten ontvangen. Maar dit wordt door de Hoge Raad alsnog teruggedraaid. In de loop der jaren start de VEB tientallen rechtszaken. Verderop in dit artikel

1972

komt de zaak tegen World Online aan de orde, maar voor een beschrijving van de andere zaken – van Ahold tot SNS Reaal – ontbreekt hier de ruimte. In de juridisch georiënteerde *Bundel ter gelegenheid van het 100-jarig bestaan van de Vereniging van Effectenbezitters* (verschijnt in juni 2024) worden de belangrijkste VEB-zaken uitvoerig beschreven.

1974

50-JARIG BESTAAN

Op donderdagavond 7 maart 1974 viert de VEB het vijftigjarig bestaan met een receptie voor leden en relaties. H.P.J. van Ketwich-Verschuur, voorzitter van de VEB, overhandigt op die avond het Blauwe Bord aan Frits Philips, bestuursvoorzitter van Philips, “als waardering voor de wijze waarop Philips de belangen van aandeelhouders steeds in het oog heeft gehouden”. Ook wordt een lustrumboek gepresenteerd: *Aspecten van Effecten*.

1978

EFFECT

Omdat de afstand tot *Beleggers Belangen* is opgelopen, brengt de VEB in 1978 een eigen blad uit: *Effect*. Doel is om de leden frequenter te informeren dan de kwartaalberichten die tot dan toe aan de lezer worden rondgestuurd. De reguliere *Effect* verschijnt in eerste instantie vijf keer per jaar en wordt aangevuld



Beeld: Edities van *Effect* uit 2023, 2012 en 1979 (van links naar rechts).

met *Effect Actueel*, dat “als de actualiteit daarom vraagt” als extra editie wordt gepubliceerd. De eerste jaargangen *Effect* zijn eenvoudig van opzet: 8 pagina's, zwart-wit en gevuld met louter korte berichten en mededelingen, maar allengs wordt de invulling professioneler. Vanaf 1990 verschijnt *Effect* in kleur, in een maandelijkse frequentie en wordt het blad samengesteld door een vaste redactie. Vanaf 2000 maken ook een dagelijks aangevulde website, online nieuwsbrieven en een smartphone-app onderdeel uit van de informatievoorziening aan de achterban van de VEB.

DE DAG VAN DE BELEGGER

Op donderdag 4 oktober 1979 vindt in de Jaarbeurs te Utrecht de *eerste Nationale Dag voor Beleggers in Effecten* plaats. Het primaire doel van de dag – georganiseerd door de VEB, in samenwerking met onder andere de Vereniging voor de Effectenhandel – is om particuliere beleggers en investeerders te informeren en te inspireren. Dit gebeurt door middel van lezingen, workshops en netwerkmogelijkheden met experts uit de financiële sector.

Met 1100 bezoekers is de dag een groot succes en ter plekke wordt besloten om deze ook in de jaren erna te organiseren. *De Dag van de Belegger* (de latere naam) groeit uit tot een omvangrijk evenement dat bij elke editie duizenden bezoekers trekt. Een blik op het programma uit 2009 (in de RAI, Amsterdam) geeft daarvan een indruk. Het programmaboekje beslaat vier pagina's boordevol met lezingen, paneldiscussies en 44 verschillende workshops. Geo's als Peter Voser (Shell), Hans Wijers (AkzoNobel) en Gerard Kleisterlee (Philips) staan op de Bühne, afgewisseld door analisten, politici, bestuurders en wetenschappers. Daarnaast is er een beursvloer met meer dan vijftig verschillende standhouders en doen RTL Z en BNR live verslag.

Het organiseren van de Dag van de Belegger is daarmee een flinke klus geworden. In 2013 gaat het evenementenbureau dat de Dag van de Belegger voor de VEB organiseert, failliet en wordt besloten om met de Dag te stoppen. De markt voor financiële evenementen is al jaren beroerd en de organisatie van het event legt – ondanks dat externe bureau – een flink beslag op een kleine organisatie als de VEB. De 34^e editie van de Dag van de Belegger in 2012 is daarmee de laatste geweest.

1979

1987**EFFECTENBESCHERMING WORDT EFFECTENBEZITTERS**

De naam Vereniging Effectenbescherming wordt meer dan zestig jaar gevoerd, tot de vereniging in 1987 besluit om een nieuwe naam aan te nemen, met behoud van de afkorting. De Vereniging Effectenbescherming wordt omgedoopt in de Vereniging van Effectenbezitters. VEB-voorzitter W. Werner verklaart dat hiermee “de doelstelling van de vereniging zal worden verruimd met het bevorderen van effectenbezit”. Hij meldt er echter nadrukkelijk bij dat VEB-leden kunnen blijven rekenen op bescherming van hun bezit. “Sterker nog: wij zijn van plan alerter op te treden tegen misstanden bij bedrijven en er vroeger bij te zijn dan in het verleden is gebeurd.”

De naamswijziging geeft ook aan dat er bij de vereniging een nieuw elan te bespeuren valt. Bij het aantreden van de nieuwe VEB-directeur Robert de Haze Winkelman (1987) tekent het *Algemeen Dagblad* op: “Zijn voorganger A. Gerla blies de ingedutte vereniging in vier jaar nieuw leven in. De vereniging stelde lastige vragen op aandeelhoudersvergaderingen, organiseerde een onderzoek naar de gang van zaken bij het bouw- en handelsconcern Ogem, lag dwars bij de reddingsoperatie van het baggerconcern Bos & Kalis en deed nog meer dingen die de vereniging nooit eerder had gedaan.” Het ledenaantal van de VEB in 1987 ligt rond de 5.200 en begint vanaf dat moment jaar op jaar te stijgen.

1996**VEB BOTTOMLINE: BELEGGEN TEGEN KOSTPRIJS**

‘Beleggersclub ontketent prijsoorlog op de beursvloer’; ‘VEB stunt met prijs beursorders’: vette krantenkoppen bij de introductie van de Bottomline, een initiatief van de VEB en Bank Labouchere. Op 2 januari 1996 komen deze organisaties met een nieuw product om de kosten voor beleggen drastisch te verlagen. De opzet: een particuliere belegger, VEB-lid, geeft aan- of verkooporders telefonisch door aan Labouchere. Voor deze transactie betaalt hij de kostprijs voor de afwikkeling. Daarnaast betaalt de belegger een eenmalige afkoopsom (tussen de 1.000 en 6.000 gulden, afhankelijk van de omvang van de portefeuille) waarmee hij levenslang af is van bewaarloon en dividendprovisie. Daarmee is de Bottomline met stip de goedkoopste. Voor een aandelenorder van tienduizend gulden zonder advies betaalt een VEB-belegger dan 25 gulden; bij de goedkoopste reguliere banken is dat al snel 85 tot 90 gulden.

Er bestaan al andere beursorderlijnen, maar ook daar kunnen volgens VEB-directeur De Haze Winkelman de kosten nog flink oplopen. In dagblad *Trouw* verwoordt hij dit als volgt: “Voor orders bij buitenlandse beurzen werden bijvoorbeeld nog steeds dubbele kosten gerekend. En als de koers voor aandelen stijgt, worden ook hogere bedragen voor bewaarloon gerekend. Daarom gingen we zelf op zoek naar betere dienstverlening tegen lagere kosten voor onze 14.000 leden. De doorbraak naar lagere tarieven komt er niet wanneer je alleen maar blijft zéggen dat die er moeten komen.”

Beleggen tegen kostprijs blijkt een schot in de roos. In het eerste jaar van Bottomline komen er ruim 3.000 leden bij en de ledenaantallen blijven ook in de jaren erna flink stijgen. Bottomline is dus niet de eerste op de markt, maar de dienst van de VEB en Labouchere zorgt wel voor een doorbraak van *execution only*-beleggen tegen de laagst mogelijke prijs. Snel na de introductie van Bottomline komen ook ABN Amro en de Rabobank met beursorderlijnen voor de telefoon of de pc.

VEB-ACTIE WORLD ONLINE

De foto is iconisch: Nina Brink steekt triomfantelijk de duimen op bij de beursgang van World Online op 17 maart 2000. Direct bij de opening schiet de koers van WOL naar 50,20 euro. Het aandeel keldert echter in de loop van de dag en eindigt met een slotkoers van 43,20 euro ternauwernood – twee dubbeltjes – boven de introductieprijs.

In de dagen daarna gaat het verder mis. Grote aandeelhouders verkopen massaal en ook wordt bekend dat Nina Brink drie maanden voor de beursgang al eigen aandelen heeft verkocht voor een fractie van de introductiekoers. Eind 2000 neemt het Italiaanse Tiscali World Online over en verdwijnt het aandeel van de beurs. Beleggers die in WOL zijn blijven zitten en hun aandelen overdragen aan Tiscali lijden een verlies van 83 procent ten opzichte van de introductieprijs.

In maart 2001 daagt de VEB World Online en de bij de beursgang betrokken banken ABN Amro en Goldman Sachs voor de rechter: het prospectus van WOL bevat onjuiste en onvolledige en/of verhullende informatie. Na een aantal jaren stevig procederen, bereikt de VEB uiteindelijk een schikking met de bij de beursgang van WOL betrokken banken. Zo'n 12.000 VEB-leden kunnen de

2001



17 maart 2000, Amsterdam. Nina Brink, ceo van Internetbedrijf World Online, steekt haar duimen omhoog als de openingskoers (rechts) op het bord verschijnt.

geleden schade hiermee (deels) compenseren. Voor beleggers rest van het debacle World Online een dure les: een prospectus is een tekst die bestudering tot in het kleinste detail verdient – en hypes zijn er om links te laten liggen.

2015

EUROPEAN INVESTORS-VEB

Nederlandse beleggers richten zich al lang niet meer alleen op 'klemmen, olies en flippen'. Wie een blik werpt op de top 25 van aandelen in de portefeuilles van Nederlandse huishoudens, treft daar heel wat Europese en Amerikaanse fondsen aan. Daar komt bij dat de wet- en regelgeving op financieel gebied vooral wordt vastgesteld in de Europese Unie en niet meer alleen in Nederland. Daarom richt de VEB in juli 2015 European Investors op, als vertegenwoordiger van alle particuliere beleggers in Europa. Vanaf 2021 is European Investors-VEB de naam waaronder de organisatie opereert buiten Nederland. De European Investors-tak reageert op consultaties van Europese instanties, neemt deel aan werkgroepen en conferenties en voert de procedures in juridische acties inzake beursfondsen buiten Nederland.

2024

SCHIKKINGEN

Anno 2024 is de VEB een vereniging die op twee snelheden opereert. Aan de ene kant is er het werk van alledag: lobbywerk in Den Haag en Brussel, het nauwgezet volgen van bedrijven en van hun financiële verslaggeving en het bijstaan van leden met vragen of problemen op het gebied van beleggen. Aan de andere kant kan er opeens – en dat is nooit te plannen – een kwestie opduiken die vraagt om actie: er komt een schandaal naar buiten, onderneming A neemt met een schimmige deal onderneming B over, een topman verzwijgt koersgevoelige informatie. In dat geval wordt altijd de afweging gemaakt of beleggers aantoonbaar schade hebben geleden en of het zinvol is om een actie op te starten. Die acties kunnen resulteren in rechtszaken, maar ook komt het voor dat bedrijven, accountants of banken een zaak willen schikken om zo een slepende of slopende rechtszaak te voorkomen. De VEB trekt daarbij alle registers open om te komen tot een overeenkomst waarin de schade van gedupeerde beleggers zoveel mogelijk wordt gecompenseerd. In de jaren die achter ons liggen is de vereniging daar opmerkelijk vaak in geslaagd. De VEB compenseerde ruim 300.000 beleggers voor in totaal meer dan 2 miljard euro.



VEB-advocaten Geert Koster en Paul Coenen (staand, midden) bij de zaak van certificaathouders tegen Triodos Bank.

DE RENAISSANCE VAN HET AANDEEL

Het Amerikaanse magazine *BusinessWeek* wijdt er augustus 1979 een hele cover aan: "The Death of Equities: How inflation is destroying the stock market". Het toont maar weer eens aan dat de toekomst voorspellen een hachelijke zaak is, want juist vanaf het begin van de jaren 80 stijgt beleggen sterk in populariteit.



Beeld: Volle zaal tijdens de achtste Dag van de Belegger, 1986 te Utrecht.

Afgaand op de periode ervoor heeft *BusinessWeek* niettemin een rake cover. In de jaren 70 is het klimaat voor beleggers niet al te best. Weliswaar stijgt de Amerikaanse S&P 500-index tussen 1970 en 1980 met ongeveer 17 procent, maar door de inflatie behalen beleggers over die jaren toch een (sterk) negatief rendement – zelfs inclusief het uitgekeerde dividend. Het tijdsbeeld is ook niet bepaald uitnodigend: de economie krimpt, de werkloosheid is hoog en internationaal is de verhouding tussen Oost en West grimmig. Toch zijn er wel degelijk tekenen van herstel te bespeuren.



De Dag van de Belegger bijvoorbeeld, voor het eerst georganiseerd in 1979 (zie pagina 17), is met 1100 bezoekers een doorslaand succes en trekt ook in de jaren erna volle zalen. VEB-directeur J.J. Hogetoorn put er hoop uit en voorziet in 1981 in een artikel in *Effect* "een renaissance van het aandeel". Al is het alleen al omdat het niet veel slechter kan. "Laat het een troost zijn dat de Nederlandse beurs inmiddels het dieptepunt heeft gepasseerd. Er zijn namelijk geen verkopers meer; ieder die moest of wilde verkopen heeft het al gedaan. (...) Ik voorspel u met een gerust hart: dit dieptepunt zien wij werkelijk niet meer terug. Ik zie vele tekenen die wijzen op de rehabilitatie van het aandeel in Nederland. Het dieptepunt is voorbij en wij gaan de soms wat moeizame, maar lange weg terug naar een normaal – dit is naar mijn mening een aanmerkelijk hoger – koersniveau."

Zoals de cover van *BusinessWeek* al duidelijk maakt: trends bespeuren voor de toekomst is een hachelijke zaak. Maar in dit geval blijkt het optimisme van Hogetoorn niet misplaatst. Niet lang na zijn aankondiging van de renaissance trekt de economie aan: rente en inflatie dalen en veel bedrijven worden winstgevender. De beurs begint aan een *bullmarkt* die tot aan de crash van 1987 duurt. En zelfs dat blijkt een tijdelijke dip in een langere opgaande markt. Beleggen wint sterk aan populariteit. Vooral onder jongeren. In 1986 blijkt uit onderzoek van bureau Intomart dat 12 procent van de Nederlandse huishoudens effecten in bezit heeft. Onder jongeren is dit aanmerkelijk meer: 22 procent belegt in aandelen, terwijl dat in 1984 nog maar 11 procent was.

BELEGGEN IN TEAMVERBAND

Beleggen heeft voor veel mensen het karakter van een hobby: bedrijfscijfers narekenen, koersen uitpluizen, economische ontwikkelingen volgen. Niet verwonderlijk dus dat beleggingsstudieclubs een enorme bloei kennen in de vorige eeuw.

Onder ludieke namen als *De Dagoberts*, *Money for Nothing* of *Pecunia non olet* komen clubleden wekelijks of maandelijks bij elkaar om te overleggen hoe ze het ingelegde contributiegeld gaan beleggen of om elkaar op de hoogte te houden van nieuwe ontwikkelingen op de beurs. Een glaasje wijn na afloop hoort erbij, net als een jaarlijks etentje. Het verschijnsel is na de Tweede Wereldoorlog overgewaaid uit de Verenigde Staten. Veel van de verenigingen van het eerste uur zijn vrouwenclubs. Vrouwen werden vroeger namelijk zelden betrokken bij de financiën; als de echtgenoot overleed, was het prettiger om beleggingsbeslissingen gezamenlijk te nemen.

Beleggen in clubverband wint snel aan populariteit en op 9 december 1969 wordt de NCVB opgericht: de Nederlandse Centrale Vereniging van Beleggingsstudieclubs. Destijds bestond een plaatselijke club gemiddeld uit zo'n vijftien personen en stortte ieder lid regelmatig 10 à 50 gulden op de gezamenlijke rekening om daarmee te beleggen. Rond 2000 telt Nederland 1.200 actieve verenigingen, maar door strengere regelgeving worden veel clubs opgedoekt. In 2008, als de NCVB fuseert met de VEB, zijn nog zo'n 500 clubs bij de centrale vereniging aangesloten.

ANDER DAGLICHT

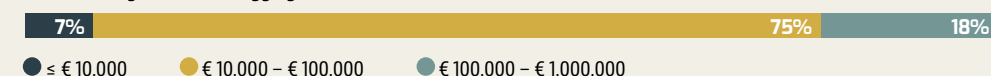
In het afgelopen decennium is het speelveld voor beleggingsstudieclubs (BSC's) ingrijpend veranderd. Het hobbymatige karakter van de club komt – door toegenomen wet- en regelgeving – in een ander daglicht te staan. Het vergt een professionele inrichting van de organisatie, zoals het opstellen van een jaarrekening, het beleggen van een jaarlijkse ledenvergadering en onderzoek naar de identiteit van de clubleden. Deze aspecten overstijgen het

Hoe zien de BSC's in Nederland eruit?

Wanneer is de beleggingsstudieclub opgericht?



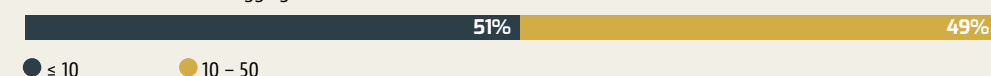
Totale vermogen van de beleggingsstudieclub.



Hoe vaak komt de beleggingsstudieclub bijeen?



Hoeveel leden heeft de beleggingsstudieclub?



Data per medio 2021: inventarisatie onder bij de VEB aangesloten beleggingsstudieclubs.

informele en educatieve karakter van een club en herbergen allerlei risico's. Ook willen veel banken BSC's niet langer als klant accepteren.

Gelukkig is er ook een (digitaal) alternatief voor de beleggingsstudieclub. Beleggers kunnen een informeel gezelschap vormen en een gezamenlijke schaduwportefeuille opstellen. Deze kunnen de 'leden' periodiek met elkaar bespreken. Ook kunnen zij afspraken maken over een taakverdeling met betrekking tot het selecteren en volgen van bepaalde beleggingen. Een aantal brokers biedt de mogelijkheid om met virtueel geld, zonder risico een schaduwportefeuille in te richten. Vanzelfsprekend staat het de clubleden vrij om (voor eigen rekening en risico) de schaduwportefeuille al of niet te volgen. Zo blijft het oorspronkelijke idee – samen op een informele manier leren over beleggen en interessante ideeën uitwisselen – nog altijd springlevend.

VERGOEDING WORDT PRIKKEL

Wat verdient een bestuurder en hoeveel krijgt hij betaald?

Het is een kwestie die al decennia voor ophef zorgt.

De doorbraak van de prestatiebeloning zorgt voor beloningsexplosie van Amerikaanse ceo's

Stijging gemiddelde beloning ceo's van de grootste 350 Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen (gerealiseerd).

Let wel: de vergelijking tussen beide perioden gaat enigszins mank omdat het tweede tijdvak veel meer jaren telt.

Periode: 1965 - 1978 1978 - 2020



Bron: Economic Policy Institute.

In 1999, ontvangen voor het eerst vijf Nederlandse ceo's (omgerekend) meer dan een miljoen euro aan honorarium. De hoogste beloning is voor Cor Boonstra van Philips: 4 miljoen gulden aan salaris plus bonus. Rijkman Groeninckx ontvangt ruim 3 miljoen gulden op zijn ABN Amro-rekening.

Deze bedragen steken armoedig af bij de beloning van (omgerekend) 600 miljoen gulden die Michael Dell van de gelijknamige Amerikaanse computergigant in datzelfde jaar ontvangt. Die Atlantische betalingskloof is vooral het gevolg van variabele beloningen, bonussen in aandelen en opties. Meer dan 95 procent van Dells miljoenen is hieraan te danken.

In Europa is variabel belonen op dat moment nog van zeer bescheiden omvang. Dat heeft niets te maken met onbekendheid. Europese bestuurders worden al voor de Eerste Wereldoorlog op bonussen getrakteerd. In de VS is een variabele vergoeding in die jaren veel minder gebruikelijk. Reden voor medelijden is dat niet, aangezien de meeste bestuurders ook (groot-) aandeelhouder zijn en daarmee profiteren van het ondernemingssucces.

**Positief
effect van
variabel
belonen is nooit
vastgesteld**

MINDER EIGENAREN, MEER BESTUURDERS

Gaandeweg groeien ondernemingen en maken directeur-groootaandeelhouders (dga's) plaats voor professionele bestuurders. Om de beste mensen aan te trekken zijn bonussen nodig, en de eisen van de beoogde bestuurders zijn hoog. Dankzij de groei van kapitaalmarkten groeit hun macht gestaag. Ze hoeven niet meer bij rijke families of banken geld op te halen, maar kunnen terecht bij miljoenen naamloze beleggers op de beurs.

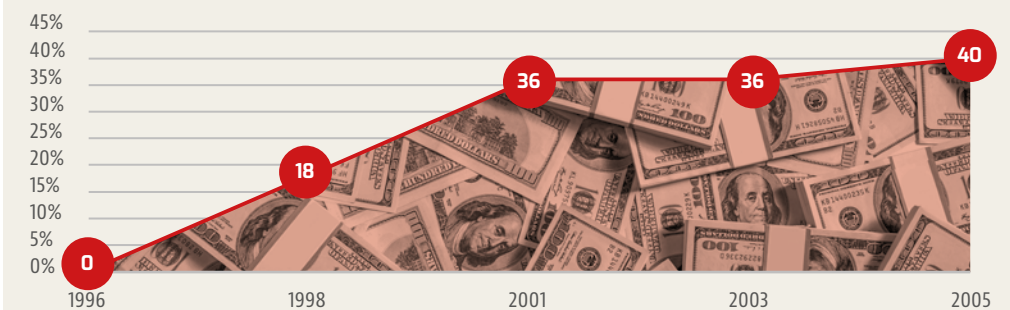
Amerikaanse ondernemingen groeien vanaf de jaren 50 explosief. Daarvan profiteren in eerste instantie vooral de werknemers. De beloning van de top houdt geen gelijke tred: de kloof tussen beloning van bestuurders en de mensen op de werkvloer wordt tot ver in de jaren 70 smaller.

PRIKKEL

Eind jaren 70 verandert dit radicaal. Belonen wordt niet langer alleen gezien als betaling voor gedane arbeid, maar ook als prikkel om de onderneming zo

Bonus steeds groter deel van de beloning

Vanaf midden jaren negentig raakt de variabele beloning in Nederland in zwang. Langetermijnbeloningen (in aandelen en opties) stijgen van nul procent in 1996 naar 40 procent in 2005.



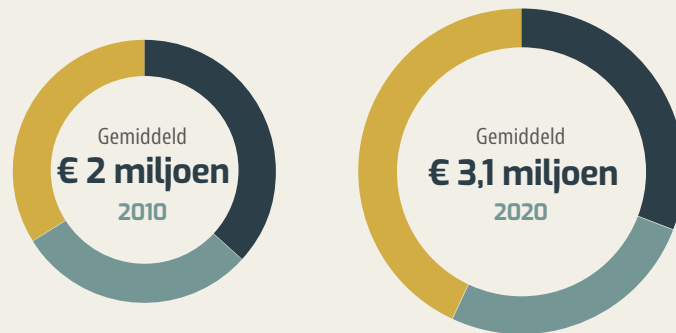
Bron: Towers Perrin Worldwide Total Remuneration Survey. Langetermijnbeloning als percentage van het basissalaris bestuurders.

CREATIEF MET BONUS

Miljoenen zijn de norm

Van 2010 tot 2020 is het gemiddelde salaris van Nederlandse ceo's met meer dan de helft gestegen. Ruim twee derde van de beloning is prestatie-afhankelijk. De langetermijnbeloning – vooral in aandelen – neemt in belang toe.

● Vast salaris ● Kortetermijnbeloning ● Langetermijnbeloning



Bron: Focus Orange. Samenstelling en hoogte gemiddelde salaris Nederlandse ceo's van beursgenoteerde bedrijven. Op basis van 17 bedrijven.

te besturen dat de aandeelhouderswaarde stijgt. Deze *pay for performance*-benadering zorgt voor een beloningsexplosie vanaf het begin van de jaren 90. Bestuurders ontvangen bonussen in de vorm van aandelen en opties en profiteren zo van stijgende beurskoersen. Commissarissen, die de beloningspakketten samenstellen, leggen de prestatie-lat niet te hoog, want anders zou talent weleens over kunnen stappen naar de concurrent.

Het Nederlandse bedrijfsleven neemt een wat langere aanloop. In 1996 wordt er nog nauwelijks variabel beloond, maar negen jaar later is 40 procent van de langetermijnbeloning van een AEX-topman variabel.

Pay for performance is nog steeds een leidend fenomeen in belonen, ook al is er veel bewijs voor de negatieve gevolgen, zoals het nemen van onverantwoorde risico's. Positieve effecten van prestatiebeloningen zijn nooit eenduidig vastgesteld.

Duidelijkheid over beloning van bestuurders: ondernemingen doen het liever niet. Maar sinds de *Corporate Governance Code* van Tabaksblat zijn ze steeds nadrukkelijker verplicht aan te geven hoe het management in klinkende munt wordt bedankt voor zijn diensten. Aandeelhouders hebben vanaf dat moment recht op uitleg over het beloningsbeleid.

Loonmatiging wordt daarmee lang niet altijd bereikt. Toch is meer transparantie en uitleg over de bezoldiging nuttig. Hoe kunnen aandeelhouders anders bepalen of de beloning van een ceo wel terecht is? De VEB volgt de beloningen van bestuurders al jaren nauwgezet. Steeds opnieuw blijken ondernemingen creatief in manieren om bestuurders variabele vergoedingen toe te schuiven. Afkeuring van aandeelhouders of maatschappelijke ophef lijkt daar maar beperkte invloed op te hebben. Een paar aselechte voorbeelden vertellen het verhaal.

SCHUIVEN MET DE BENCHMARK

Prestatiebeloningen dragen een belofte in zich. Alleen bij bovengemiddeld presteren is een extra beloning op zijn plaats. De praktijk is vaak anders. Met regelmaat blijken ook middelmatige prestaties al behoorlijke extra's op te leveren.

Voor veel ceo's hangt hun langetermijnbonus gedeeltelijk af van hoe de eigen aandelen hebben gepresteerd ten opzichte van een groep vergelijkbare bedrijven (de *benchmark*). Hoe hoger de plek in deze zogenoemde vergelijkingsgroep, hoe hoger de bonus uitvalt. Regelmatig blijkt ook een plaats in de middenmoot of lager al voldoende om een behoorlijke bonus te toucheren.



Jeroen van der Veer
ceo Shell
(2004-2009)

Shell is een van de vele bedrijven die op dit gebied zijn sporen heeft verdiend. Bijvoorbeeld als begin deze eeuw bepaald moet worden of de Shell-top een bonus definitief zou mogen ontvangen. Daartoe worden de prestaties van het energiebedrijf vergeleken met vier concurrenten. Als Shell in de groep van vijf bedrijven tot de top 3 zou behoren, levert dit de bestuurders een bonus op.

Shell eindigt uiteindelijk als vierde van de vijf, maar omdat het verschil met de nummer drie 'marginaal' is, wordt de bonus toch toegekend.

GOLDEN HELLO'S EN PARACHUTES

Het bedrijfsleven is geen omgeving voor tere zieltjes. Toch worden bestuurders regelmatig met zijden handschoentjes behandeld, ongeacht de geleverde prestaties. Een regelmatig terugkerend fenomeen is de *Golden Hello*, een tekenbonus die bestuurders krijgen nog voor er enige prestatie is geleverd. Onder andere KPN, Van Lanschot en Randstad bieden tussen 2010 en 2020 aankomende bestuurders forse bedragen aan tekengeld, boven op eventuele riante verhuisvergoedingen.

Ook bij vertrek wordt regelmatig afgeweken van het met aandeelhouders besproken beleid: de *Golden Parachute*. Heijmans geeft in de jaren tien van deze eeuw bestuurders tot bijna zes jaarsalarissen aan vertrekpremie mee, ook al verloopt het afscheid in goed overleg. De bouwer is bepaald niet de enige die de afspraken in de code voor goed ondernemingsbestuur over vertrekregelingen negeert. Meer bedrijven vergoeden boven het maximaal voorgeschreven (basis)jaarsalaris bij gedwongen vertrek. Dikwijls krijgen bestuurders tussen de aankondiging en het daadwerkelijke vertrek ook nog een goedbetaalde adviseursfunctie toebedeeld. In de praktijk blijkt die nauwelijks enige inhoud te hebben, afgezien van de betaling.



Maximo Ibarra
ceo KPN
(2018-2019)



Jan Bennink
ceo Numico
(2002-2007)

OVERNAMEBONUS

Overnames kunnen lucratief zijn voor aandeelhouders van het overgenomen bedrijf. Overnemers betalen vaak een 'premium' boven op de beurskoers. Niet zelden is het een goedmakertje voor een eerder achtergebleven waardering. Voor het management betekent een overname vaak *bonanza*. De overname van Numico door Danone leidt in 2007 tot ophef vanwege de bijna negentig miljoen euro die Numico-topman Jan Bennink mee naar huis krijgt. Die beloning is met name te danken aan de geëxplodeerde waarde van aandelen- en optiebeloningen. Commissarissen hadden bij het samenstellen van het pakket even geen rekening gehouden met de mogelijk extreme uitkomsten.

BLIJVEN IS LUCRATIEF

Een nieuwe baan betekent vaak een sprong in beloning. Bij bestuurders is dat niet altijd noodzakelijk. Daarvoor zijn zogenoemde aanblijfbonussen bedacht. De top van brillenbedrijf Grandvision worden ruim zes jaarsalarissen in het vooruitzicht gesteld om te blijven zitten na de overname door EssilorLuxottica. Heineken trakteert een inmiddels oud-bestuurder op een aanblijfbonus, nadat diezelfde topman jaren eerder al een extra bonus mocht ontvangen voor zijn harde werk bij een overname die tijdens zijn bestuurstermijn werd gedaan. Ook bij vertrek wordt er een bonus van meerdere miljoenen uitgekeerd.

Maar er is altijd baas boven baas. De in Amsterdam genoteerde muziekuitgever Universal Music Group laat in 2023 weten topman Lucian Grainge voor nog vijf jaar te willen binden met een bonus van 100 miljoen dollar boven op zijn reguliere beloning. Een jaar eerder levert de beursgang van platenproducent UMG in Amsterdam de topman al meer dan een kwart miljard euro op. Een teken te meer dat absurde beloningen geen fenomeen zijn uit vervlogen tijden.



Jean-François van Boxmeer
ceo Heineken
(2005-2020)

ONEERLIJKE PRAKTIJKEN

Handelen op basis van vertrouwelijke, niet openbare informatie levert oneerlijk voordeel op. Dat besef zit tegenwoordig diep verankerd in de geest van (bijna) alle beleggers. Maar dat is lang niet altijd zo geweest. In 1928 gaan beurshandelaren zelfs prat op hun voorkennis en adverteren ze ermee.

In de Verenigde Staten is de beurstoezichthouder al sinds de jaren dertig bezig om sancties te zetten op het verzilveren van vertrouwelijke informatie op de beurs. In Nederland worden pas in 1989 wetten uitgevaardigd die het misbruik van voorwetenschap strafbaar stellen. Het was voor die tijd vooral aan de beursuitbaters om handel met voorkennis tegen te gaan. Handhaving van het verbod op handel met voorkennis blijkt echter uitdagend. Het aantal veroordelingen is beperkt.

Handel met voor-kennis is in Nederland pas sinds 1989 strafbaar

Maar ook zonder veroordeling tot geldboetes of gevangenisstraf hebben rechtszaken over voorkennis een afschrikwekkende werking. Als de reputatie van grote partijen wordt verwoest in mediagenieke rechtszaken, dan krabben de kleinere beleggers zich wellicht nog eens achter de oren als ze op het punt staan om te profiteren van geheime kennis. De grenzen worden ook steeds wat duidelijker afgebakend.

Behalve bestuurders zijn ook toevallige luistervinken aan te spreken op handel met voorkennis, evengoed als tipgevers die handel in bepaalde aandelen afraden op basis van vertrouwelijke informatie.

GROTE SCHANDALEN

De grootste voorkennisschandalen in de Verenigde Staten halen ook hier de krantenkolommen. James McDermott van de gerenommeerde bank Keefe, Bruyette & Woods wordt als eerste Wall Street-topman aangeklaagd voor *insider trading*. McDermott blijkt vertrouwelijk fusie- en overnamenieuws

doorgesluist te hebben aan zijn maitresse, een pornoactrice die deze informatie weer deelt met een andere minnaar. In 2001 wordt McDermott veroordeeld tot een paar maanden gevangenisstraf en levenslange verbanning uit de financiële wereld.

Ook de zaak rond *junkbond*-koning Michael Milken is geruchtmakend. In 1990 krijgt hij 600 miljoen dollar boete vanwege grootschalige beleggingsfraude, plus tien jaar gevangenisstraf. *Lifestyle*-goeroe en tv-presentator Martha Stewart krijgt vijf maanden gevangenisstraf nadat ze in allerijl aandelen in de onderneming van een kennis (ImClone) verkoopt aan de vooravond van de publicatie van slecht nieuws.

In Nederland komt na de invoering van de nieuwe wet in de jaren negentig een hele trits aan voorkenniszaken op gang. Bekende voorbeelden zijn de fusie van Bols en Wessanen, de overname van Pie Medical door Philips en de zaken rond Begemann-ceo Joep van den Nieuwenhuyzen en Philips-topman Cor Boonstra.

De VEB zoekt regelmatig de publiciteit of spant rechtszaken aan bij transacties waarbij voorkennis een rol speelt. Bij de overname van Vedior door Randstad en die van Super de Boer door Jumbo blijkt de koers van het aandeel al te stijgen voordat het nieuws openbaar is gemaakt. Beleggers die hierdoor benadeeld zijn, krijgen uiteindelijk compensatie.

Een van de bekendste voorbeelden is World Online-kopstuk Nina Brink, die voor de beursgang aandelen World Online verkoopt zonder dat volledig te melden aan beleggers. Het OM besluit niettemin om Brink hiervoor niet te vervolgen. Beleggers worden, na een door de VEB aangespannen rechtszaak, wel gecompenseerd. Jaren later geeft de zakenvrouw een nieuwe dimensie aan het nut van kennis bij beleggen. Bij beleggingsbeslissingen consulteert ze eerst een helderziende.



Beeld: Advertentie in het *Algemeen Handelsblad*, 8 januari 1928. Voorkennis was blijkbaar niet iets om stiekem over te doen.

4 BUBBELS

Geen belegger kan zonder optimisme. Maar als collectief optimisme de overhand neemt en het zicht op risico's belemmert, is er sprake van een hype, oftewel een bubbel.

Bij hoorzittingen die de Amerikaanse senaat houdt in 1928, blijkt dat de banken in district New York 3,8 miljard dollar aan leningen hebben uitstaan voor "speculatie op de New York Stock Exchange". Achteraf is de krach van 1929 dus niet verrassend. Niettemin is de paniek in oktober 1929 groot.

Econoom Peter Garber beschrijft een bubbel als "een prijsbeweging die onverklaarbaar is op basis van fundamentele factoren". Het bekendste voorbeeld is de Tulpenmanie tijdens de Gouden Eeuw, waarin exorbitante prijzen worden betaald voor tulpenbollen. De gekte bereikt haar hoogtepunt in de winter van 1636-1637 waarna de zeepbel uiteenspat en de prijzen instorten. Vier bubbels uit de afgelopen eeuw:

DE KRACH VAN 1929

Het jaar 1924 is niet alleen het oprichtingsjaar van de VEB, het is ook het jaar dat de Dow Jones-index in de VS begint aan een flinke opmars. Stijgende lonen en een ruim monetair beleid wakkeren dat effect verder aan. Beleggers zien hun aandelen in één jaar met tientallen, soms met honderden procenten stijgen. Het zorgt ervoor dat men massaal de beurs op gaat, veelal met geleend geld. De Federal Reserve, de in 1913 opgerichte centrale bank van de VS, doet weinig tot niets om die speculatiedrift te beteugelen.

Op 3 september 1929 bereikt de Dow Jones-index een voorlopig hoogtepunt, op 381 punten. Steeds meer tekenen wijzen er echter op dat de markt verzadigd raakt. Een geleidelijke daling sinds die derde september slaat rond het einde van oktober 1929 om in regelrechte paniek als de koersen op verschillende dagen achter elkaar in een duikvlucht belanden. Op 13 november staat de Dow Jones op 195 punten. Het dieptepunt van de markt wordt uiteindelijk pas drie jaar later bereikt, 8 juli 1932, op een niveau van 41. Het uiteenspatten van de bubbel van 1929 luidt het begin in van de Grote Depressie,



De opbrengst van IOS verdween in de zakken van Cornfeld

een stevige economische crisis die jaren duurt en over de hele wereld voelbaar is. Deflatie, faillissementen en massale werkloosheid zijn aan de orde van de dag tijdens de ongekende economische krimp.

DE CORNFELD-BUBBEL

Rond 1960 is beleggen vooral een kwestie van *stockpicking* en obligaties. Etf's bestaan nog niet en beleggingsfondsen zijn schaars. De Amerikaanse playboy Bernard "Bernie" Cornfeld brengt daar eigenhandig verandering in.

Hij vestigt zich in 1955 in Parijs en stort zich met zijn bedrijf IOS (Investors Overseas Services) op de fondsenmarkt. Met duizenden huis-aan-huisverkopers en glanzende folders dringt hij zijn beleggingsfonds *Fund of Funds* op aan welgestelde particulieren in verschillende Europese landen, waaronder Nederland.

Eind jaren zestig, op het hoogtepunt van de *Cornfeld-bubbel*, heeft IOS 2,5 miljard dollar in beheer. De eerste verhalen doen dan reeds de ronde over boekhoudkundige malversaties, risicovolle beleggingen en torenhoge *fees* voor Cornfeld. Al in 1966 waarschuwt de Consumentenbond – met ondersteuning van de VEB – voor de ronselpraktijken van IOS. Cornfeld zelf gedraagt zich ondertussen als een regelrechte playboy. Hij koopt dure appartementen, geeft grote feesten en omringt zich met fotomodellen.

In 1969 loopt de bubbel leeg. Stilaan wordt duidelijk dat een groot deel van het geld van de fondsbeleggers is verdwenen in de zakken van Cornfeld en zijn trawanten. De koers van IOS dondert in het voorjaar van 1970 in elkaar. De Fund of Funds-deelnemers blijven achter met lege handen en Cornfeld moet halsoverkop Europa ontvluchten. Eind jaren zeventig wordt hij gearresteerd en moet hij alsnog een gevangenisstraf van elf maanden uitzitten wegens valsheid in geschrifte.



De beleggingsfondsen van Bernie Cornfeld werden huis-aan-huis verkocht door gladde verkopers. De zelf-benoemde 'profeet van het volkskapitalisme' smeeft het geld ondertussen enthousiast over de balk. Hij kocht appartementen in Parijs, Londen en New York en runde een balletschool, een modellenbureau en een mannequin-opleiding.



1989: Shoichiro Toyota (r), bestuursvoorzitter van Toyota Motor Corporation, schudt de hand van de Britse staatssecretaris voor Handel en Industrie. Met nieuwe productie-methoden en rigoreus kwaliteitsbeheer ontwikkelde Toyota zich tot de grootste automaker ter wereld.

automatisering, robotisering en efficiëntie. In mei 1989 bereikt de Nikkei-index een piek op 38.957 punten en wordt de Tokyo Stock Exchange de grootste beurs ter wereld, met een marktkapitalisatie van omgerekend 5.000 miljard dollar.

De beursuccessen hebben echter ook een keerzijde. Het ruime monetaire beleid van de Bank of Japan zet aan tot steeds meer enthousiasme onder beleggers. Dat leidt tot astronomische prijsstijgingen, met name van vastgoed. Het ontketent een speculatieve koopwoede op vrijwel alle delen van de markt. Pas vanaf mei 1989 begint de Bank of Japan met het verhogen van de rente, tot aan 6 procent in 1990. Ondertussen breekt in Koeweit de Golfoorlog uit. Beide ontwikkelingen zorgen ervoor dat de vastgoedmarkt instort en dat de aandelenmarkt met de helft daalt.

De daaropvolgende economische ineenstorting leidt een neerwaartse spiraal in van lage groei en deflatie die vele jaren duurt. Veel bedrijven weten alleen overeind te blijven dankzij leningen of verdeckte subsidies. Deze jaren staan in Japan bekend als de *verloren decennia*. Pas in het begin van de 21^e eeuw begint de Japanse economie langzaam te herstellen.

DE DOTCOM-BUBBEL

Internet bestaat al sinds 1969, maar is in de beginjaren vooral in gebruik bij het Amerikaanse leger en bij universiteiten. Halverwege de jaren negentig komt de groei er echter snel in als steeds meer particulieren de voordelen van

Na de fondsenbubbel wordt de Europese wetgeving een stuk steviger gemaakt, waarna ook de beleggingsfondsen weer aan een nieuwe opmars kunnen beginnen.

DE JAPANESE VASTGOEDCRISIS

In de late jaren tachtig bloeit de Japanse economie stevig op. Japanse auto's overtreffen de Amerikaanse marktleiders en Sony en Toshiba groeien uit tot wereldmerken. Gedreven door een dure yen lopen Japanse bedrijven voorop in

het *world wide web* ontdekken. De groei neemt het karakter aan van een regelrechte hype als bedrijven en beleggers zich storten op e-commerce, de handel via internet. Tech-bedrijven en online retailers groeien tegen de klippen op en verbranden in hoog tempo miljoenen om maar zoveel mogelijk marktaandeel te kunnen veroveren. De reactie van beleggers laat zich raden: de koersen spuiten omhoog. De index van de Nasdaq, een beurs waar veel technologie-aandelen staan genoteerd, breekt in 1995 door de magische 1.000-punten-grens – en vier jaar later zelfs door de 4.000 punten.

Marktonderzoekers en tech-evangelisten wakkeren de hype rondom de *nieuwe economie* aan met torenhoge groeivoorspellingen. Bedrijven met .com achter de naam krijgen een welhaast magische status. Gaten in de begroting worden gedekt door nieuwe geldschietters én door kooplustige aandeelhouders. Zoals bij elke bubbel, kan de klap niet uitblijven. In maart 2000 piekt de Nasdaq-index *intraday* op 5.132 punten, maar niet lang daarna gaan tot dan toe bewierookte online start-ups als Boo.com en Pets.com met donderend geraas failliet.

Eind 2000 is de Nasdaq-index meer dan gehalveerd: 2.470 punten. Ook de AEX (piek in september 2000 op 701 punten) belandt in het najaar van 2000 in een glijvlucht en zakt door tot 218 punten in maart 2003. Pas in maart 2021 breekt de AEX (prijs) index weer door de 700-puntengrens uit de tijd van de dotcom-bubbel. Het wrange is dat er in de jaren na het klappen van de internetzeepbel wel degelijk een paar dotcoms van het eerste uur succesvol en winstgevend worden – denk aan bedrijven als Amazon, eBay en Booking.com. Ook de goudgerande voorspellingen van de marktonderzoekers over e-business en e-commerce komen dubbel en dwars uit.



Ook amazon.com, opgericht in 1994 door Jeff Bezos, maakte gigantische aanloopverliezen. Toch overleefde het online warenhuis de *dotcom shake-out*. Amazon groeide uit tot een van de bekendste en grootste internetbedrijven wereldwijd.

DE WOLVEN VAN WALL STREET

Waar geld is, komt hebzucht om de hoek kijken. En hebzucht kan – zeker als het gaat om hoge bedragen – doorslaan in fraude en oplichting. Niet verwonderlijk dat de geschiedenis van de beurs van tijd tot tijd verweven is met fraude, malversatie en zwendel. Zes geruchtmakende zaken uit alle delen van de wereld.



Ontnuchterend feitje voor alle lezers die menen dat zij niet vatbaar zijn voor oplichting en fraude: hoogopgeleide mannen van middelbare leeftijd zijn bovengemiddeld vaak slachtoffer, zo leert onderzoek van de Britse financiële toezichthouder FCA. In de beleggingswereld kent fraude vele vormen.

In het geval van *boilerroom-fraude* melden oplichters zich (via de mail of de

telefoon) bij schijnbaar willekeurige beleggers met fraaie vergezichten over specifieke, vaak obscure beleggingen. De eerste belegging rendeert altijd en wekt vertrouwen, waarna fraudeurs genadeloos hun slag slaan met fictieve vervolgttransacties.

Wellicht de meest beruchte boilerroom is effectenmakelaar Stratton Oakmont, bekend geworden door de film *The Wolf of Wall Street*. Oprichter Jordan Belfort en consorten maken beleggers in de jaren negentig miljoenen dollars afhandig door ze waardeloze beleggingen aan te smeren. Boilerrooms komen verrassend vaak voor en toezichthouders waarschuwen dan ook met regelmaat voor deze praktijken. Vaak kan dat pas als het financiële leed al is geleden.

PIRAMIDESPELEN

Piramidespelen zijn nauw aan boilerrooms gelieerd: voor een project met ‘fantastische winstvooruitzichten’ worden continu nieuwe deelnemers geworven. De eerste instappers worden – kortstondig – betaald door de nieuwe deelnemers. Bernard Madoff beheerst deze oplichtingscarrousel tot zijn ontmaskering in 2008 op virtueuze wijze. Met zijn oplichtingspraktijken verspeelt de Amerikaan 65 miljard dollar aan beleggingsgeld. Daarmee is Madoff misschien wel de grootste financiële fraudeur uit de geschiedenis.

Boekhoudschandalen zullen veel aandeelhouders helaas bekend voorkomen. Steeds terugkerende onderdelen zijn het versluieren van de werkelijke waarde van bezittingen en schulden en het valselijk oppompen van winsten. De fraudebedragen lopen in de miljarden, de uiteindelijke schade van onder meer beleggers en werknemers is daarvan vaak een veelvoud. De lijst aan schandalen bij beursgenoteerde ondernemingen is deprimerend lang: van Ahold, Bankia, Carillion en Enron tot Shell, Parmalat, WorldCom, Tyco, Tesco en Wirecard.

Opvallend ingrediënt bij de vele gevallen van boekhoudfraude is het gebrekkige toezicht. Partijen die beter hadden moeten weten – commissarissen, banken, accountants en toezichthouders – letten niet op, laten zich zand in de ogen strooien of doen om andere redenen niet het werk waarvoor ze zijn ingehuurd.

Fraudezaken uit 6 werelddelen



NOORD-AMERIKA

Enron

Het is niet het eerste boekhoudschandaal, maar toch wordt Enron de moeder aller Amerikaanse fraudezaken genoemd. Het Amerikaanse energiebedrijf werd gezien als een voorbeeld van innovatie en succes in de energie-industrie en ontving van alle kanten lof voor zijn agressieve groeistrategie en het gebruik van complexe financiële instrumenten.

Het blijkt echter een luchtspiegeling van complexe boekhoudkundige trucs om schulden te verbergen en winsten te overdrijven. In 2001 stort het bedrijf in elkaar als frauduleuze praktijken aan het licht komen. Het grootste faillissement uit de Amerikaanse geschiedenis wordt

ingediend op 2 december 2001. De aandelen zijn op slag waardeloos en 21.000 banen en 74 miljard dollar aan beleggingsgeld (ook van personeel) gaan in rook op.

Enron is symbool geworden voor de gevaren van onethisch zakelijk gedrag en het falen van *corporate governance* en financieel toezicht. Het debacle vormde aanleiding voor grote veranderingen in regelgeving en toezicht. **Ken Lay**, oprichter en topman, wordt in 2006 schuldig bevonden aan meerdere aanklachten van fraude en samenzwering. Hij overlijdt een paar maanden later aan een hartaanval, nog voordat hij zijn gevangenisstraf kan uitzitten.

AFRIKA

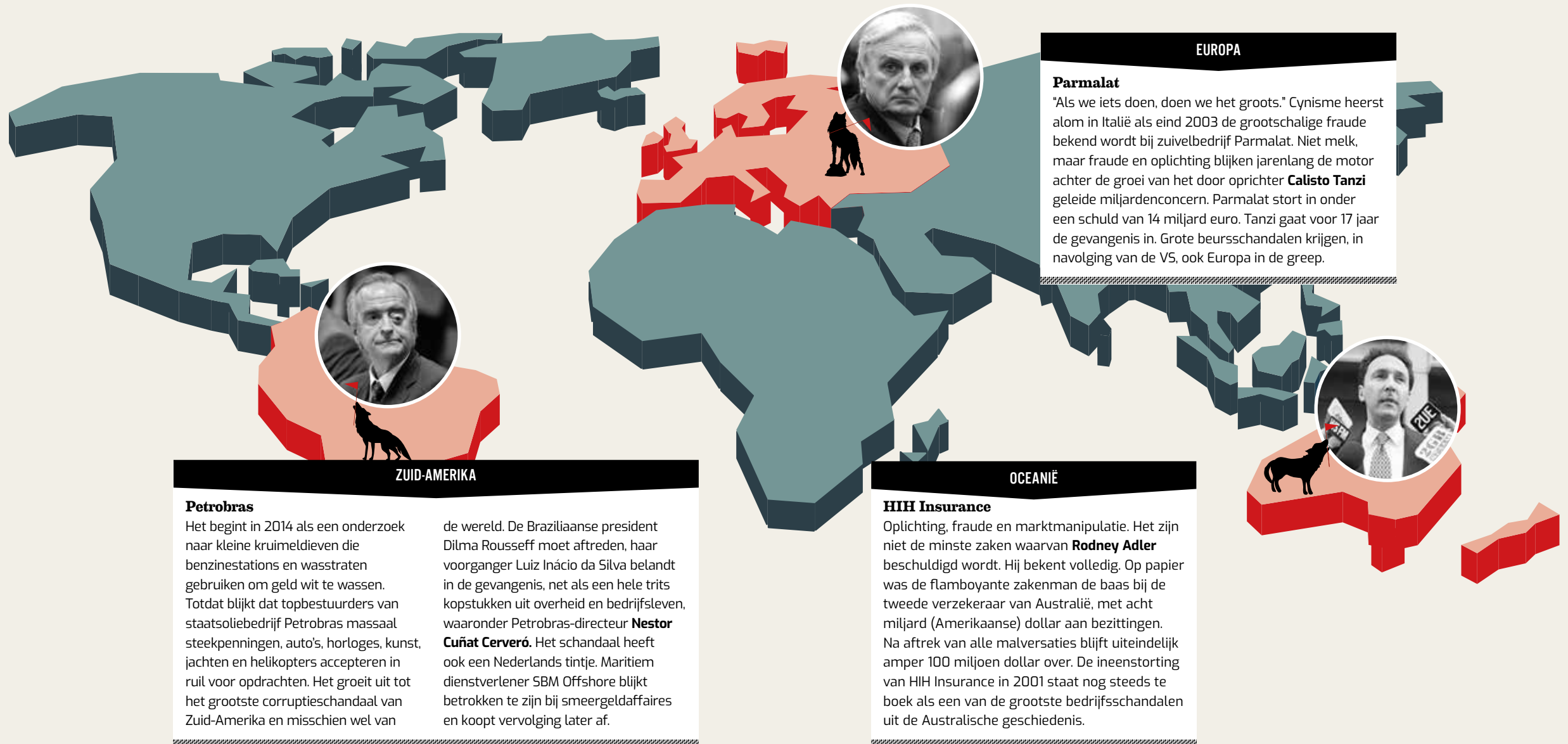
Steinhoff

Het Zuid-Afrikaanse meubelbedrijf Steinhoff stond bekend als de 'Ikea van Afrika'. Om de internationale ambities te ondersteunen, krijgt het bedrijf in 2015 een andere structuur met een Nederlandse brievenbusfirma en een beursnotering in Duitsland. Ruim twee jaar later blijkt de overname-machine Steinhoff grotendeels gebaseerd op lucht. Ceo **Markus Jooste**, een van de rijkste mannen van Afrika, wordt aangeklaagd en de beurskoers stort volledig in. De VEB bedingt later compensatie voor gedupeerde beleggers.

AZIË

1MDB

In 2009 zet de net aangetreden premier van Maleisië, Najib Razak, een staatsfonds op voor de ontwikkeling van zijn land. Al snel wordt het fonds, 1Malaysia Development Berhad, afgetapt door meerdere partijen die niet de ontwikkeling van de Maleisische economie voor ogen hebben, maar vooral eigen gewin. Meest in het oog springt **Jho Low**, die als consultant aanschuurt tegen de premier en het staatsfonds. Hij sluist meer dan 4 miljard dollar naar eigen rekeningen, laat het breed hangen in Amerikaanse society-kringen en maakt zich geliefd in Hollywood als financier van films, waaronder wrang genoeg *The Wolf of Wall Street*. Na jarenlang onderzoek valt het doek in 2016: Low wordt internationaal gezocht, maar is nog voortvluchtig. Wel worden enkele betrokken Goldman Sachs-bankiers opgepakt. De bank betaalt ook een miljardenschikking vanwege zijn rol in deze grote Aziatische fraude.



ZUID-AMERIKA

Petrobras

Het begint in 2014 als een onderzoek naar kleine kruimeldieven die benzinestations en wasstraten gebruiken om geld wit te wassen. Totdat blijkt dat topbestuurders van staatsoliebedrijf Petrobras massaal steekpenningen, auto's, horloges, kunst, jachten en helikopters accepteren in ruil voor opdrachten. Het groeit uit tot het grootste corruptieschandaal van Zuid-Amerika en misschien wel van

de wereld. De Braziliaanse president Dilma Rousseff moet aftreden, haar voorganger Luiz Inácio da Silva belandt in de gevangenis, net als een hele trits kopstukken uit overheid en bedrijfsleven, waaronder Petrobras-directeur **Nestor Cúñat Cerveró**. Het schandaal heeft ook een Nederlands tintje. Maritiem dienstverlener SBM Offshore blijkt betrokken te zijn bij smeergeldaffaires en koopt vervolging later af.

EUROPA

Parmalat

"Als we iets doen, doen we het groots." Cynisme heerst alom in Italië als eind 2003 de grootschalige fraude bekend wordt bij zuivelbedrijf Parmalat. Niet melk, maar fraude en oplichting blijken jarenlang de motor achter de groei van het door oprichter **Calisto Tanzi** geleide miljardenconcern. Parmalat stort in onder een schuld van 14 miljard euro. Tanzi gaat voor 17 jaar de gevangenis in. Grote beursschandalen krijgen, in navolging van de VS, ook Europa in de greep.

OCEANIË

HIH Insurance

Oplichting, fraude en marktmanipulatie. Het zijn niet de minste zaken waarvan **Rodney Adler** beschuldigd wordt. Hij bekend volledig. Op papier was de flamboyante zakenman de baas bij de tweede verzekeraar van Australië, met acht miljard (Amerikaanse) dollar aan bezittingen. Na aftrek van alle malversaties blijft uiteindelijk amper 100 miljoen dollar over. De ineenstorting van HIH Insurance in 2001 staat nog steeds te boek als een van de grootste bedrijfsschandalen uit de Australische geschiedenis.

DE DUTCH DISCOUNT

Uninvestable. Dat is het aandeel PostNL begin 2017 volgens Causeway Capital, destijds een van de grootste investeerders in het post- en pakkettenbedrijf.

Kort daarvoor wordt duidelijk dat PostNL als gevolg van een interventie door politiek Den Haag niet mag worden overgenomen door zijn Belgische evenknie Bpost. Aandeelhouders wordt een forse overnamepremie door de neus geboord. Causeway driupt af en neemt afscheid van de investering in PostNL.

Iedereen kan een aandeel van een Nederlands beursfonds kopen. Maar wie alle aandelen wil hebben, stuit weleens op barrières. In 2017 strandt een poging tot overname van AkzoNobel door het Amerikaanse PPG. Het Akzo-management ziet zelfs na drie verhogingen van de biedprijs geen heil in een samengaan. Het wijst onder meer op de vrees voor verlies van werkgelegenheid en minder aandacht voor duurzaamheid. Ook hier helpt politieke druk om de belagers buiten de deur te houden. Andere overnamepogingen – waaronder bij KPN en Unilever – lopen ook spaak, al dan niet door dreiging uit Den Haag.

Na de gesneefde overnamepogingen van Akzo en Unilever gaat de politiek

overstag. Bedrijven krijgen een extra beschermingsinstrument: de wettelijke bedenktijd. Die geeft het bestuur de mogelijkheid maximaal 250 dagen rust te kopen bij een agenderingsverzoek dat gaat over het ontslag of schorsing van bestuurders, of bij een vijandig overnamebod. Nederland is van oudsher al berucht vanwege een waaier aan mogelijke beschermingsconstructies. Een groot deel van de beursfondsen heeft bijvoorbeeld een slapende beschermingsstichting die in actie kan komen zodra de 'continuïteit' in gevaar dreigt te komen.

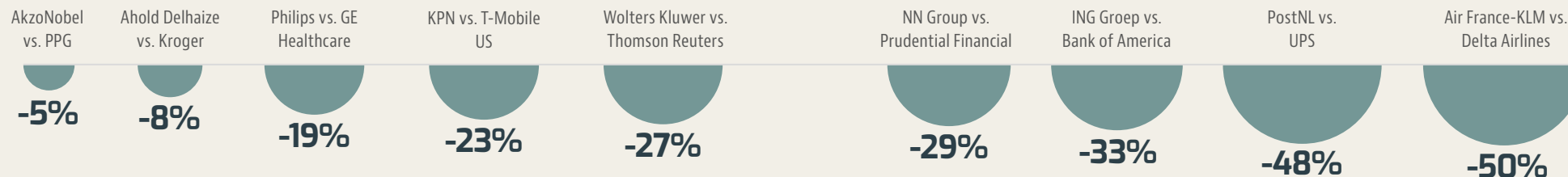
De hoge beschermingswallen ontmoedigen overnames en mondige aandeelhouders die bij ingedutte bedrijven aandringen op actie. Het gevolg is – in meer of mindere mate – een machtsvacuüm voor bestuurders die zich weinig hoeven aan te trekken van de wensen van aandeelhouders. En dat leidt weer tot een lage waardering voor Nederlandse beursfondsen, in ieder geval ten opzichte van bijvoorbeeld Amerikaanse bedrijven.

Het is lastig een exact percentage op de *Dutch discount* te plakken, maar het valt op dat de Amerikaanse *peers* van Nederlandse bedrijven veelal hoger gewaardeerd worden op de beurs. Ook op het niveau van de grote indices (de AEX en de S&P 500) blijkt dit. De verschillen in samenstelling en groeivoorzichten zijn natuurlijk een deel van de verklaring, maar de onderwaardering heeft evenzeer te maken met de Nederlandse beschermingswallen.

**Fikse
korting op
Nederlandse
aandelen**

De Dutch discount in beeld

Korting in waardering van Nederlandse beursfondsen ten opzichte van Amerikaanse peers



Bron: Bloomberg, berekening VEB. Korting Nederlandse onderneming t.o.v. Amerikaanse peer op basis

van gemiddelde van de koers-winstverhouding en ondernemingswaarde/EBITDA.

‘PAS TOE OF LEG UIT’

Een aandeelhouder is mede-eigenaar van een bedrijf, hoe klein het belang ook is. De Corporate Governance Code schrijft voor dat bestuurders serieus rekening houden met hun kapitaalverschaffers.



November 2004: Dag van de Belegger. Uit handen van VEB-directeur Peter Paul de Vries ontvangt Morris Tabaksblat, voorzitter van de Commissie Corporate Governance, het Blauwe Bord voor zijn inzet voor de belangen van beleggers.

Vanaf de jaren negentig wordt een voor Nederland nieuw begrip geïmporteerd: corporate governance. Ondernemingen en aandeelhouders zoeken daarbij naar manieren om onderling afspraken vast te leggen over deugdelijk bestuur en over de manier waarop aandeelhouders dat kunnen controleren. Ontwikkelingen in Groot-Brittannië dienen daarbij als voorbeeld. In 1992 ziet daar de *Cadbury Code*

het licht, een serie vrijwillige aanbevelingen over de (scheiding van) rollen van bestuurders en commissarissen, transparantie over financiële rapportages, beloningen, audits en de verantwoording hierover aan aandeelhouders.

AANBEVELINGEN

Nederland volgt in 1997 het Britse voorbeeld met een serie adviezen. Deze ‘*Veertig aanbevelingen voor corporate governance*’, opgesteld onder leiding van voormalig Aegon-topman Jaap Peters, blijken echter te vrijblijvend om veel effect te hebben.

Nieuwe crises blijken nodig om tot een volwaardige Code te komen. Aandeelhouders lijden grote verliezen bij beursschandalen rond Enron, WorldCom, Parmalat en Ahold en wensen inspraak die ze tot dan toe nauwelijks hadden. Toenmalig minister van Financiën Hans Hoogervorst benadert voormalig Unilever-topman Morris Tabaksblat om voorzitter te worden van een corporate-governancecommissie die regels moet opstellen voor deugdelijk ondernemingsbestuur.

Tabaksblat geniet veel vertrouwen en aanzien bij collega’s uit het bedrijfsleven, politiek en beleggers. Hij zal het nodig hebben, zo blijkt al snel, want de belangen van de partijen die mee moeten gaan praten over de regels lopen niet per definitie parallel. Tot deze zogenoemde *schragende partijen* behoren de VEB en Eumedion namens beleggers, VNO-NCW en de VEIO (Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen) namens de werkgevers, Euronext als beursuitbater en FNV en CNV namens werknemers.

CODE-TABAKSBLAT

Op 9 december 2003 presenteert de commissie-Tabaksblat een gedragscode voor beursgenoteerde bedrijven en hun aandeelhouders, in 21 principes en 113 *best practice*-bepalingen. Niet langer kunnen ondernemingen onbelemmerd beschermingsconstructies optuigen om de invloed van aandeelhouders te kraken. Aandeelhouders krijgen meer inspraak bij de beloning en benoeming van bestuurders en commissarissen. Eindelijk moeten bestuurders serieus rekening gaan houden met de kapitaalverschaffers.

Beursgenoteerde bedrijven in Nederland zijn wettelijk verplicht de Code na te leven. Zij moeten dit doen volgens de *'pas toe of leg uit'*-regel. Ze kunnen de codebepalingen een-op-een gebruiken. Volgen ze een regel niet? Dan moeten zij in het jaarverslag uitleggen waarom niet.

'Tabaksblat' leidt tot veel kritiek uit de kringen van bestuurders van bedrijven die vinden dat de invloed van aandeelhouders te ver reikt. Beleggers daarentegen vinden de maatregelen nog niet ver genoeg gaan. Het lijkt daarmee een echt Nederlands compromis, dat sindsdien doorlopend wordt getoetst door volgende governance-commissies en – na overleg – wordt aangepast.

Dat gebeurt bijvoorbeeld in **2008** als de vakbonden vrezen voor banenverlies na grootschalige reorganisaties zoals die bij industrieel concern Stork en bij ABN Amro, dat de regie verliest na een brief van een assertieve aandeelhouder. In **2016** verbreedt de dan zittende governance-commissie onder leiding van hoogleraar accountancy Jaap van Manen de Code door het succes van een onderneming te koppelen aan meer stakeholders dan alleen aandeelhouders. Eind **2022** wordt een nieuwe Code gepresenteerd, opnieuw het resultaat van indringende gesprekken tussen de betrokken partijen. In deze Code komt veel nadruk te liggen op duurzaamheid.

Kritiek op de Code is vanaf het begin een constante. Bestuurders klagen over regelzucht en te bemoeizuchtige aandeelhouders, terwijl beleggers zich ergeren aan de slechte naleving en de afvinkcultuur bij het volgen van principes. *Niemand echt tevreden* lijkt een ideale basis voor een werkbaar compromis. Ondanks de toenemende druk van Europese regels die raken aan principes van de Code, blijven de schragers van het eerste uur zich inspannen om in onderling overleg afspraken vast te leggen.

**Niemand
echt tevreden
is de basis van
een werkbaar
compromis**



Vijf grondleggers van corporate governance in Nederland

ADRIAN CADBURY



Hij neemt als roeier deel aan de Olympische Spelen van 1952 en leidt jarenlang het familiebedrijf in chocolade. In het collectieve geheugen zal de in 2015 overleden Brit vooral herinnerd worden vanwege zijn baanbrekende werk op het gebied van corporate governance en zijn rol als de voorzitter van de commissie die de moeder aller Codes ontwikkelt.

DE AANDEELHOUDER



De roep om meer zeggenschap komt mede van de particuliere aandeelhouders. Eind jaren 80 wordt beleggen een volkssport. De beursintroductions van DAF (1989) en de PTT (1994) zorgen voor de toeloop van vele nieuwe beleggers. De heersende cultuur van het *old boys network* en van beschermingsconstructies wordt met name door de nieuwe generatie beleggers niet geaccepteerd. VEB-voorzitters als Robert de Haze Winkelman en Peter Paul de Vries laten zich horen op aandeelhoudersvergaderingen en hebben goede ingangen bij de media om hun standpunten over te brengen. Begin jaren 90 weten aandeelhouders ook succes te boeken door bijvoorbeeld een beter bod af te dwingen bij overnames, zoals die van Verkade. Het is de opmaat naar meer regelgeving.

MORRIS TABAKSBLAT



Veel vrienden maakt hij in eerste instantie niet in de bestuurskamers met zijn regels voor goed bestuur. Ineens mag er van alles niet 'van Tabaksblat'. Maar na zijn overlijden in 2011 wordt hij alom gerespecteerd als aartsvader van de governance in Nederland.

JEAN FRIJNS



Midden in de kredietcrisis wordt in 2008 de Governance Code voor het eerst herzien. Voormalig ABP-belegger Jean Frijns en zijn commissie nemen de regels rond beloningen op de schop en geven bestuurders weer iets meer de vrije teugel. Zo introduceren ze bijvoorbeeld de 'pauzeknop', waarmee bestuurders 180 dagen bepaalde voorstellen van aandeelhouders kunnen blokkeren. Die tijd moet het bestuur gebruiken om in overleg te treden met rebellerende beleggers. Ook het gedrag van bestuurders rond overnames wordt bekeken, maar slechts beperkt aangepast. Duidelijker wordt wat aandeelhouders wel en niet op de agenda mogen zetten.

PAULINE VAN DER MEER MOHR



Na de commissies Frijns (2008) en Van Manen (2016) is het Pauline van der Meer Mohr die alle neuzen dezelfde kant op moet krijgen voor een herziening van de Code. "Het gemopper was oorverdovend", laat ze in een interview weten na publicatie van de nieuwe principes in 2022. Voor het eerst wordt het succes van een onderneming nadrukkelijk gerelateerd aan verduurzaming.

JAARVERSLAG WORDT DIKKE PIL

Veertien. Zoveel pagina's telt het jaarverslag van bierbrouwer Heineken in 1938. In 2022 zijn dat er precies 201. De toename van het aantal pagina's bij Heineken geeft het toegenomen belang van governance goed weer.



Waar ooit een verkorte balans en resultatenrekening voldoende was, is het jaarlijkse verantwoordingsdocument onder druk van codes, wetten en allerlei andere regelgeving alsmat uitgedijd. Bedrijven moeten op verschillende deelreinen meer openheid geven dan in het verleden. Gevolg: in 2022 is er maar één AEX-bedrijf (Adyen) dat het jaarverslag onder de 200 kantjes weet te houden.

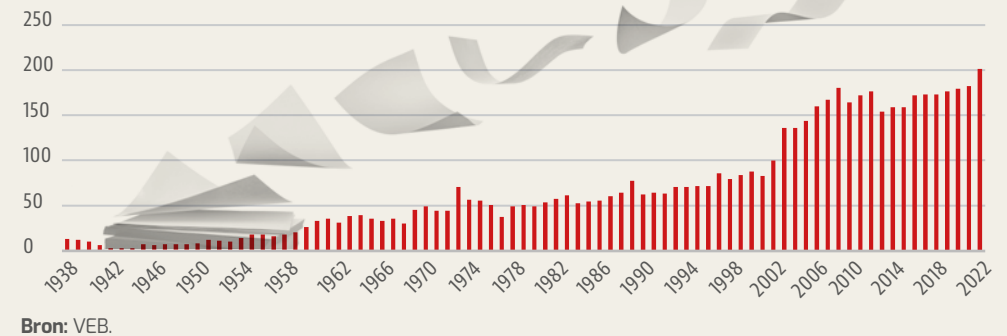
Het verslag van bestuur en commissarissen over het reilen en zeilen van het bedrijf en het gehouden toezicht daarop is, net als het hoofdstuk over bestuurdersbeloningen, fors uitgebreid na de invoering van codes voor goed ondernemingsbestuur in 1997 en vooral 2003 met de Code-Tabaksblat. Meer recent zijn er vanuit Brussel nieuwe richtsnoeren gekomen die nog meer inzage in de totstandkoming van de variabele beloning van bestuurders afdwingen.

Tot ongeveer twintig jaar geleden blijft het een geheim binnen de bestuurskamer wat de beloningen zijn. Heineken heeft over 2022 tien pagina's nodig om de totale beloning van ceo Dolf van den Brink van 9 miljoen euro te onderbouwen. Het beloningsverslag van RELX is nog extremer. Dat telt 21 pagina's en staat vol met tabellen, cursieve lappen tekst en voetnoten.

Ook de controleverklaring van de accountant beslaat veel meer pagina's. Tot diep in de jaren 90 wordt die verklaring nog afgedaan met minder dan honderd woorden, inclusief de handtekening van de accountant. Nu gaat het al snel om tien pagina's. Bij Heineken staat de boekencontroleur stil bij zaken als de goodwillwaardering en voorwaartse verliesverrekening. De accountant gaat verder in standaardzinnen in op frauderisico's en op Heinekens omgang met wet- en regelgeving.

Maar het meest uitgebreid is de duurzaamheidsparagraaf: die omvat circa 60 pagina's; bijna een derde van het jaarverslag. Het concern gaat onder meer in op allerlei klimaatrisico's, waaronder mislukte oogsten en steeds schaarsere waterbronnen, en de eigen inspanning om te verduurzamen. Door de recente invoering van Europese regels zal deze zogeheten ESG-paragraaf, waar naast duurzaamheid ook *governance* en sociale aspecten onder vallen, waarschijnlijk alleen maar omvangrijker worden.

Aantal pagina's in jaarverslag van Heineken



CIJFERS IN PERSPECTIEF

De aandelenbeurs is een wereld van de grote getallen. Voor wie door alle miljarden en biljoenen het perspectief even kwijt is: een beknopte beschrijving van de basiscijfers van de beurs.

Van het bruto binnenlands product (bbp) van hele landen tot de beurswaarde van wereldwijde markten: economische grootheden zijn de maatstaf voor welvaart, groei en financiële gezondheid. Maar wanneer het gaat over honderden miljoenen aan handel in een aandeel of duizenden miljarden aan marktkapitalisatie, kan het moeilijk zijn om deze cijfers te duiden.

Dergelijke getallen vragen om context en een referentiekader. Het kunnen interpreteren van economische grootheden is essentieel om te begrijpen hoe de wereldwijde economie functioneert en hoe prestaties van bedrijven zich verhouden.

PRODUCTIE PER LAND

Laten we beginnen met de Nederlandse economie, en dan om precies te zijn het bruto binnenlands product (bbp). Dit meet de totale toegevoegde waarde van economische output – goederen en diensten – geproduceerd binnen de grenzen van een land in een bepaald tijdsbestek (doorgaans een jaar). Het omvat alles, van consumptiegoederen tot investeringen, overheidsuitgaven en netto-export (het verschil tussen export en import). Het bbp geeft zo een indicatie van de omvang van een economie.

Het bbp van Nederland ging in 2023 door de grens van 1 biljoen euro. Dat is 6 procent van dat van China, maar daar wonen uiteraard veel meer mensen. Het *bbp per hoofd van de bevolking* is in ons land bijna 5 keer zo hoog als in China. Het is een ruwe maatstaf voor gemiddelde materiële welvaart.

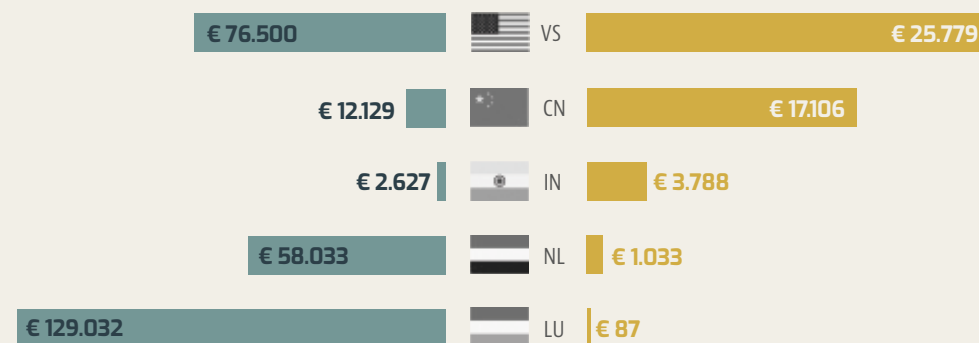
Wat betreft het bbp per inwoner staat Nederland volgens het IMF op de elfde plaats van de mondiale ranglijst. Luxemburg staat op nummer 1, met meer dan 129 duizend euro. In een land als India is dat slechts 2.600 euro.

OMZET

Een bedrijf als Ahold Delhaize genereerde over de twaalf maanden tot 30 september 2023 een omzet van 89 miljard euro. Bij een bedrijf dat supermarkten en het online platform Bol uitbaat, is dit cijfer vrij rechttoe rechtaan: de verkopen in de vestigingen en via internet van allerlei boodschappen en producten. Dat is dus bijna 10 procent van de Nederlandse economie. Die omzet wordt echter voor een deel ook buiten Nederland gerealiseerd – Ahold zit ook in de Verenigde Staten en Oost-Europa – dus het telt maar voor een beperkt deel mee in het Nederlandse bbp.

De inkomens van landen, in totaal en per hoofd van de bevolking

● bbp totaal (bedragen in miljarden) ● bbp per hoofd



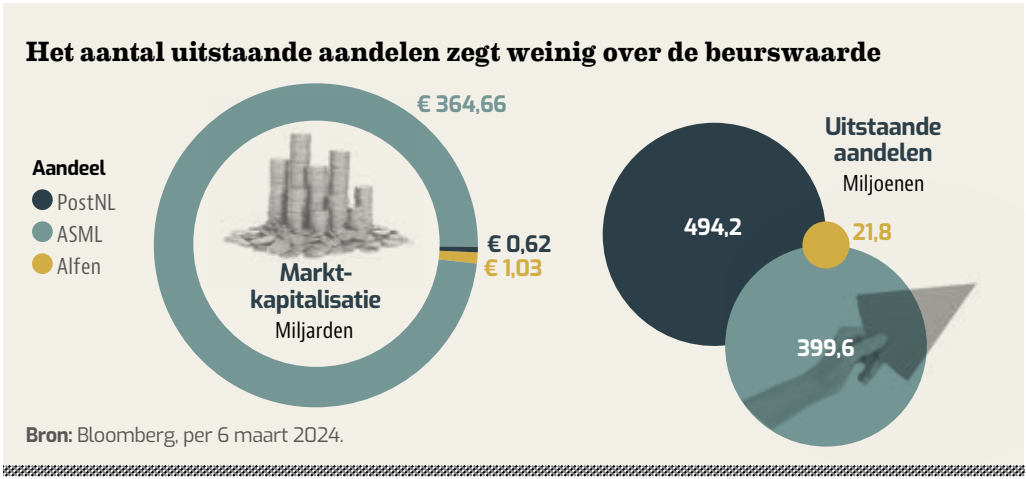
Bron: CBS, IMF, Eurostat. Cijfers in 2023.

Ahold Delhaize is met die 89 miljard euro wel het bedrijf met de hoogste omzet van de Nederlandse beurs. Op wereldschaal zijn er echter nog veel grotere spelers. Zo heeft Saudi Aramco, de nationale aardolie- en aardgasmaatschappij van Saoedi-Arabië, een omzet van 470,5 miljard euro. Dat is bijna de helft van het bbp van Nederland. Het is het op twee na hoogste omzetcijfer ter wereld, als grootste producerende bedrijf na twee retailers.

DE BEURS

Op de markt worden aandelen verhandeld, tegen een beurskoers. Samen bepalen ze de zogenoemde marktkapitalisatie van een bedrijf.

Het aantal aandelen kan daarbij misleidend zijn. PostNL heeft bijvoorbeeld meer aandelen uitstaan dan ASML, terwijl de beurswaarde van de chipmachinefabrikant 588 keer zo groot is als die van het post- en pakkettenbedrijf. Die beurswaarde is immers gelijk aan het aantal uitstaande aandelen maal de beurskoers. ASML heeft simpelweg een veel 'hogere' koers.

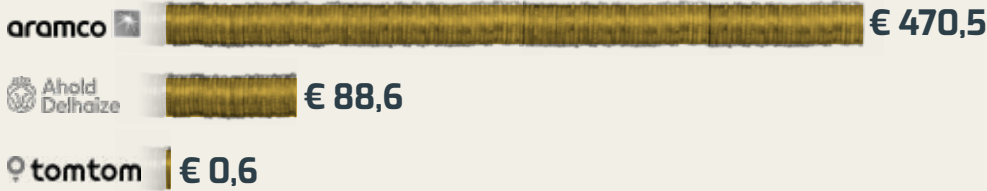


Daarentegen heeft laadpalenfabrikant Alfen 'slechts' 21,8 miljoen aandelen uitgegeven. Toch is de marktkapitalisatie van dat bedrijf ook een stuk groter dan die van PostNL.

ASML is veruit het grootste bedrijf van Euronext Amsterdam. De beurswaarde bedraagt 365 miljard euro. Dat valt echter in het niet bij die van Microsoft (op het moment van schrijven het waardevolste bedrijf ter

De grote spelers mondiaal en in Nederland, en een smallcapper

Omzet (verkopen), bedragen in miljarden.



Bron: Bloomberg. Twaalf maanden tot en met september 2023.

wereld): omgerekend 2.750 miljard euro. Bijna acht keer zoveel dus. PostNL past met zijn 625 miljoen euro marktkapitalisatie 4.400 keer in Microsoft. Het Amerikaanse techbedrijf is bijna het dubbele waard van alle aan de Nederlandse beurs genoteerde bedrijven bij elkaar.

HANDEL

Hoeveel wordt er gehandeld in verschillende beursfondsen? Twee maatstaven geven een beeld. Het volume is het aantal aandelen dat dagelijks van eigenaar wisselt, de omzet is het volume maal de gewogen gemiddelde koers.

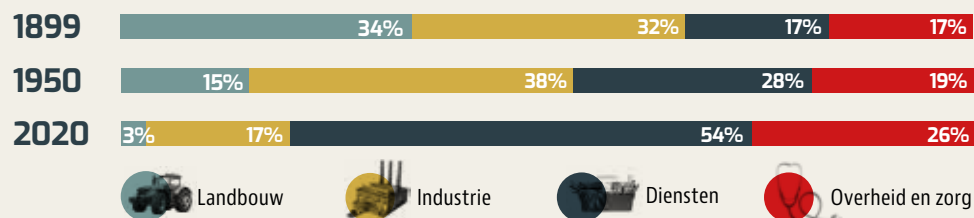
Qua volume springt KPN eruit met erg hoge cijfers. Het gemiddelde volume over 20 handelsdagen eind 2023 komt uit op 13,5 miljoen aandelen. Het aandeel zit in de hoofdindex AEX en heeft daar de laagste nominale koers, van enkele euro's. Hoe lager de koers, hoe meer stukken een belegger moet verhandelen om op dezelfde orde van grootte wat betreft het transactiebedrag uit te komen.

Van een veel groter fonds als Adyen – koers boven de 1.000 euro – worden over dezelfde periode per dag maar 91 duizend stukken verhandeld. Toch is de gemiddelde dagelijkse omzet daar een stuk hoger dan bij KPN: 106 miljoen euro tegenover 42 miljoen euro.

VAN INDUSTRIE NAAR DIENSTEN

Lantaarnopstokers, ijsdragers of kolenboeren kom je vandaag de dag niet meer tegen in Nederland, maar dat was een eeuw geleden wel anders. Heel veel beroepen zijn verdwenen door de technologische veranderingen, maar er zijn er minstens zoveel voor in de plaats gekomen. Reden voor beleggers om de macrotrends goed in de gaten te houden.

Bedrijfstakken: verdeling werkgelegenheid in procenten



Bron: CPB, De Nederlandse economie in historisch perspectief, juli 2023.

In de afgelopen eeuw – en met name sinds 1950 – is een flinke groeiversnelling opgetreden in de economie, naar gemiddeld 2,3 procent per jaar. Ook het inkomen per hoofd van de bevolking is hard gestegen. Gedurende die periode maakt de Nederlandse economie een sterke transformatie door. Het aandeel van werkgelegenheid in de landbouw en industrie neemt steeds verder af, terwijl de dienstensector een steeds belangrijkere rol krijgt.

Onder de dienstensector vallen commerciële diensten als handel, vervoer, horeca en financiële diensten. Ook niet-commerciële diensten zoals openbaar bestuur, veiligheid, onderwijs en zorg (in de grafiek apart aangegeven) zijn hier onderdeel van. Nederland is weliswaar een klein land, maar geldt – met name door de hoge productiviteit – als een belangrijke economie in de wereld. De Nederlandse economie is ook ‘open’: sterk gericht op handel met andere landen.

TRENDS

Voor beleggers zijn grotere trends in de economie belangrijk. Zo heeft de economische groei een impuls gegeven aan het inkomen en is het bestedingspatroon veranderd. Het aandeel van voeding in de consumptie van huishoudens is gedaald, waardoor meer geld beschikbaar is voor kleding, huisvesting en amusement, en om te sparen en beleggen.

Daarnaast zorgen verschuivingen in de bedrijvigheid voor kansen en bedreigingen. Welke ondernemingen spelen goed in op een nieuwe trend, welke blijven achter en gaan uiteindelijk ter ziele of worden overgenomen?

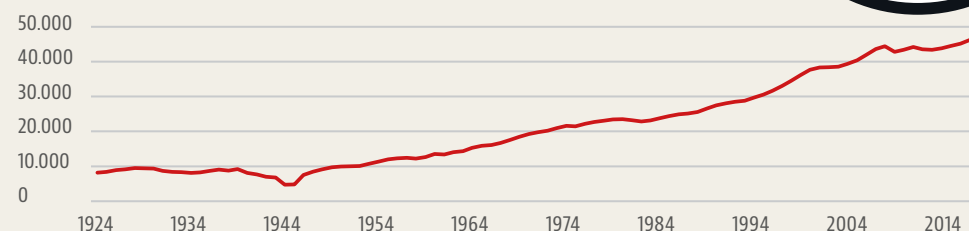
Kijkend naar alleen de Nederlandse beurs, zijn er grote namen verdwenen. Fokker, ooit een wereldberoemde vliegtuigfabrikant, autofabrikant DAF en energiebedrijf OGEM hebben het, evenals veel andere bedrijven, niet gered.

Er zijn ook nieuwe beeldbepalende bedrijven opgekomen. Dat kan zijn als afsplitsing van een andere onderneming, zoals chipmachinefabrikant ASML van Philips, of als geheel nieuwe speler, zoals de in 2006 opgerichte betalingsverwerker Adyen. Andere bedrijven gaan al heel lang mee en hebben zich goed weten aan te passen aan de tijd, zoals Unilever. Voor een concern als Shell liggen er uitdagingen in het verschiet.

Geen bedrijf heeft het eeuwige leven; het is voor beleggers belangrijk om steeds te kijken naar hoe het speelveld eruit ziet en verandert.

Bbp per hoofd van de bevolking, Nederland

Uitgedrukt in Amerikaanse dollar 2011 op basis van koopkrachtpariteit.



Bron: Maddison Project Database (MPD) 2020. Bbp-volume per persoon.

BELEGGEN IS GEEN ELITE-SPEELTJE

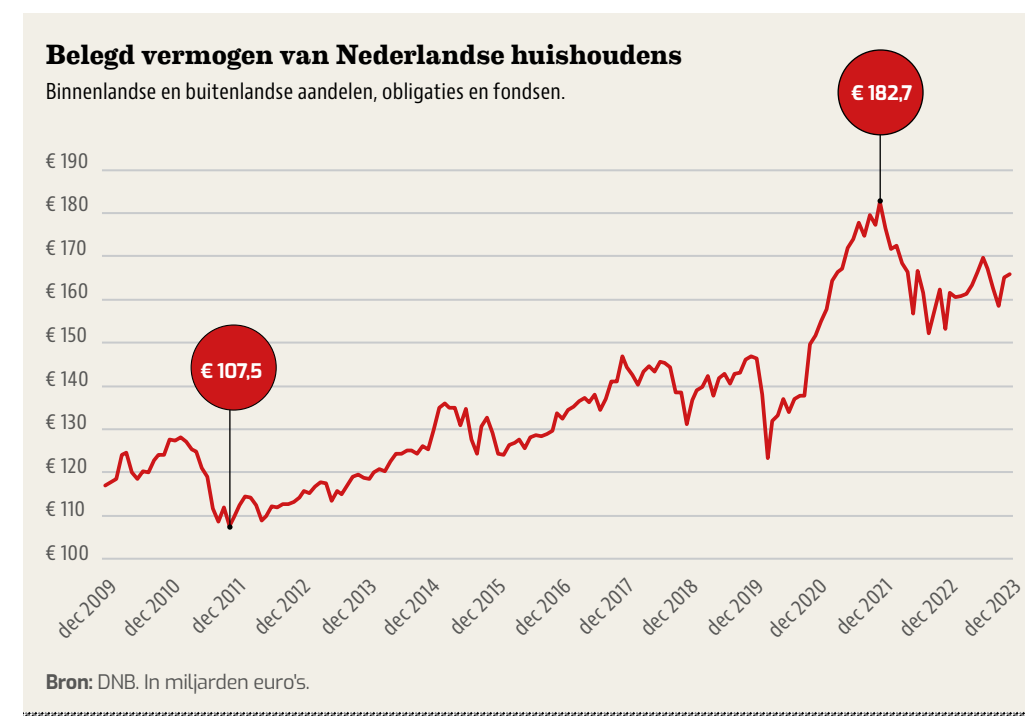
Aan beleggen kleeft nog altijd een beetje het imago van een ondoordringbaar speeltje voor de rijke bovenlaag, maar de cijfers wijzen uit dat een grote en brede bevolkingsgroep vermogen opbouwt via effecten.



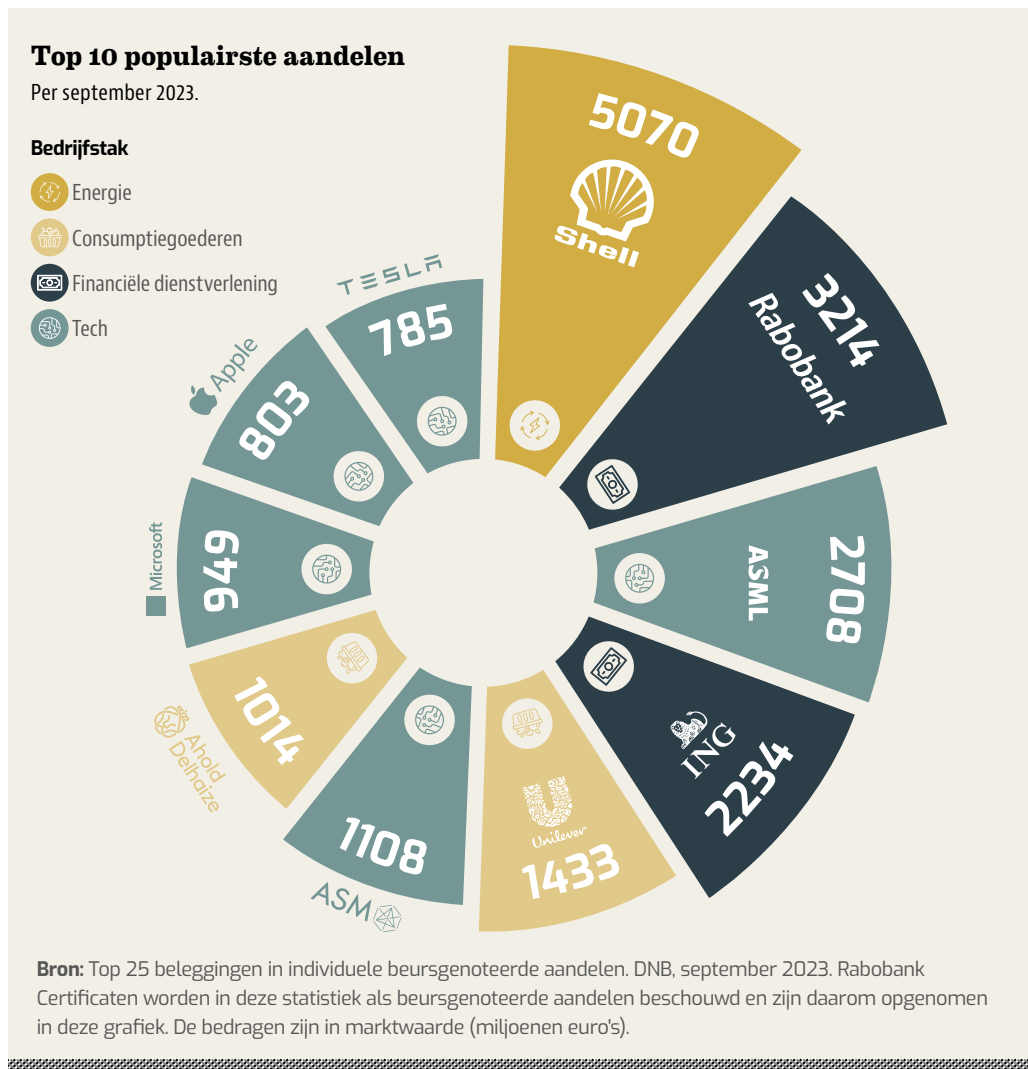
Nederland telt ongeveer 8,1 miljoen huishoudens. Daarvan zijn er in 2022 volgens toezichthouder AFM 1,9 miljoen actief bezig met beleggen in beursgenoteerde aandelen, obligaties en beleggingsfondsen. Aan het begin van dat jaar tellen de totale beleggingen van Nederlandse huishoudens op tot een record van 182,7 miljard euro.

De populariteit van beleggen gaat overigens, net als de beurs, met pieken en dalen. In de jaren na de Tweede Wereldoorlog is de interesse voor beleggen bij particulieren laag. Maar in de jaren tachtig en negentig van de

vorige eeuw neemt de belangstelling fors toe: meer besteedbaar inkomen, dalende rente en de intrede van de pc en de mobiele telefoon brengen beleggen dichterbij. In 1985 belegt volgens onderzoek van de VEB ongeveer 14 procent van de Nederlandse huishoudens; ten tijde van de *campinghausse* in 1997 is dat percentage opgelopen naar 25. Na een dip rond de jaren van de eurocrisis, is dat percentage met 23 inmiddels weer bijna terug op het campinghausse-niveau.

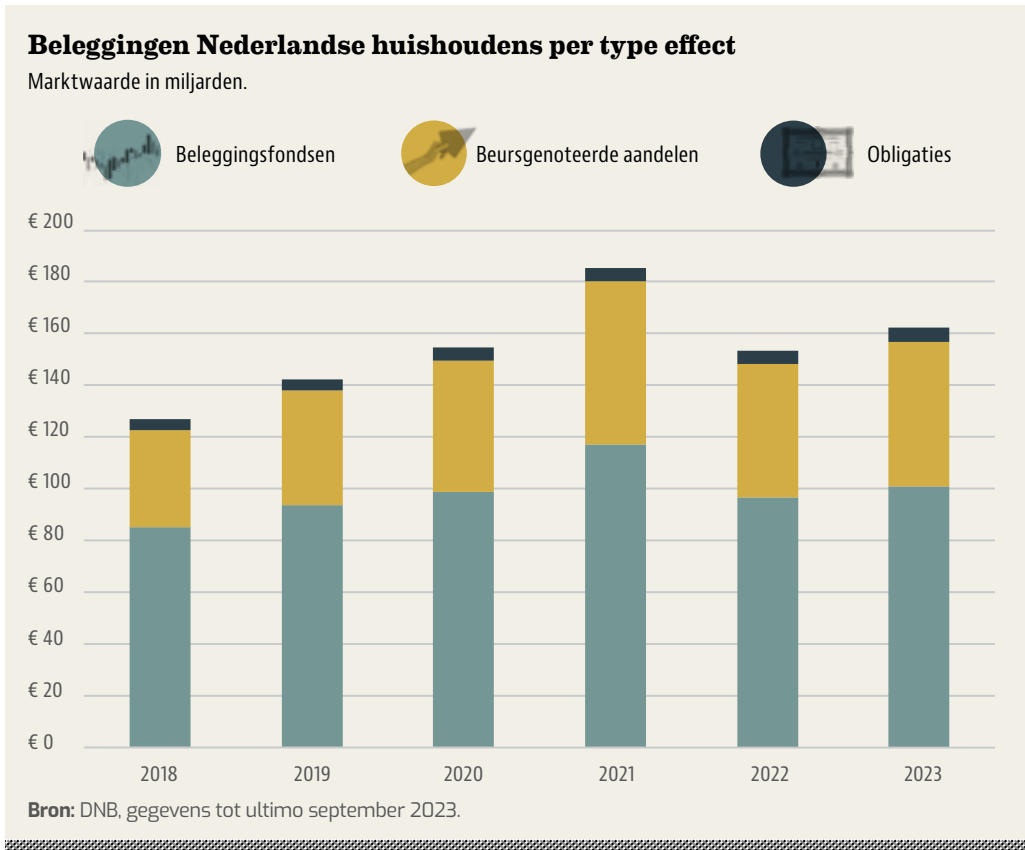


WAARIN BELEGT NEDERLAND



BELEGGINGSFONDSEN POPULAIR

Hoewel het percentage individuele aandelen relatief licht stijgt, kiezen Nederlandse beleggers en masse voor beleggingsfondsen. Met voordelen als automatische spreiding en minder benodigde transacties is dat ook goed te begrijpen.

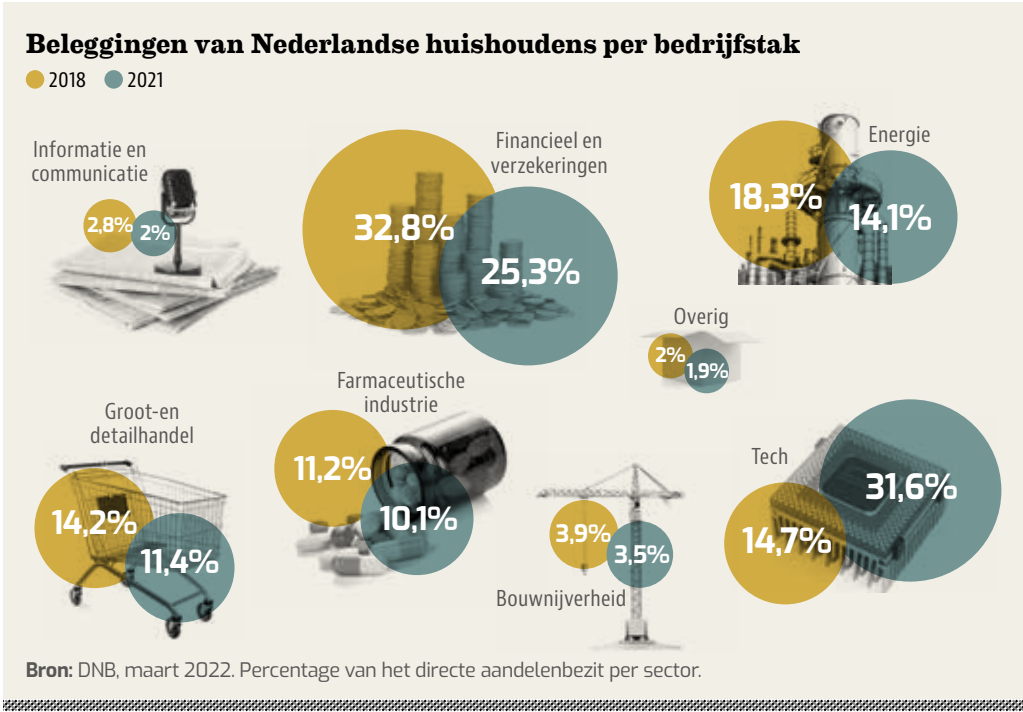
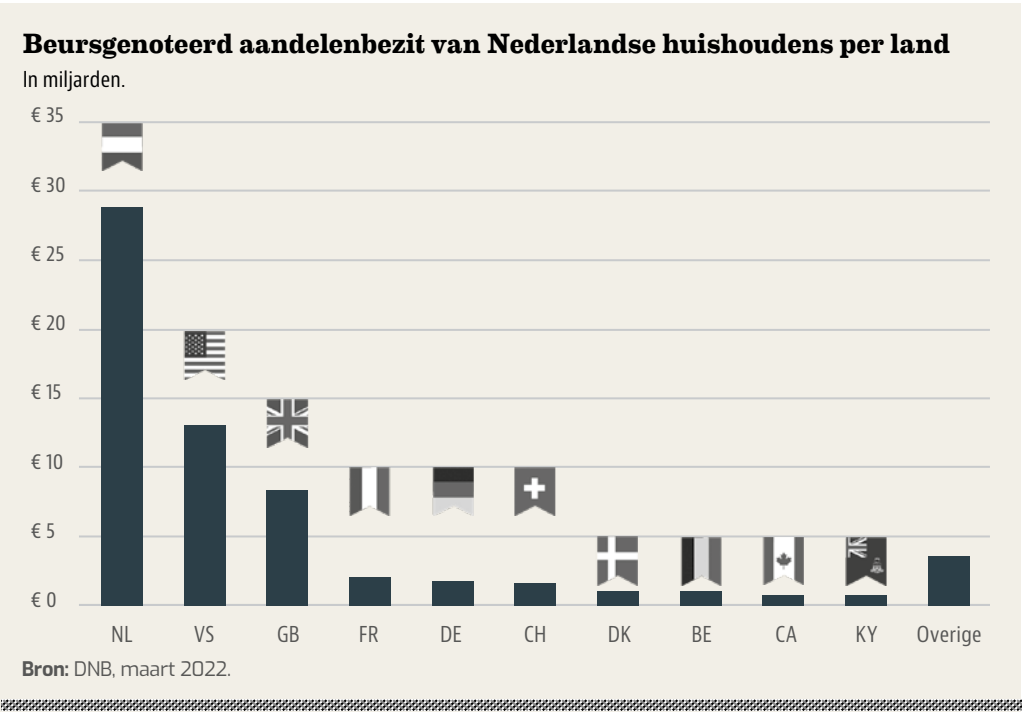


KOOPT HOLLANDSCHE WAAR...

Als het gaat om individuele aandelen, kiezen beleggers in hoofdzaak nog steeds voor bedrijven van eigen bodem. Ook de (tech)aandelen uit de VS zijn populair. Aandelen uit Groot-Brittannië zijn eveneens goed vertegenwoordigd in de Nederlandse portefeuilles, maar dat komt voornamelijk doordat de ook in Nederland genoteerde bedrijven Shell en Unilever hun hoofdkantoor inmiddels in Londen hebben en dus tot de Britse aandelen worden gerekend.

TECH-AANDELEN DOEN HET GOED

Chipfabrikanten en bedrijven als Alphabet en Apple doen het goed bij Nederlandse beleggers, maar vooral ASML gooit hoge ogen: het is de nummer drie bij de grootste individuele aandelenposities. Techbedrijven zijn al lang niet meer voorbehouden aan jonge beleggers of nerds. In 2018 bestond nog 15 procent van de Nederlandse portefeuilles uit tech-aandelen, maar in 2021 is de tech-sector al goed voor 32 procent van de portefeuilles. Deze stijging is in belangrijke mate toe te rekenen aan de sterke prestaties van de tech-grootmachten op de financiële markten in die periode.



SPES PATRIAE

Hoe zit het met jongeren op de beurs? Zijn die alleen maar lichtzinnig aan het gokken met crypto's? Dat valt erg mee. Ook onder jongeren is sparen de norm, maar de risicobereidheid is groter dan bij oudere beleggers.

Van de jongvolwassenen die zelfstandig wonen, heeft een kleine 40 procent inmiddels een vermogen opgebouwd van meer dan 10.000 euro. In deze groep (leeftijd tussen 18 en 30 jaar) is beleggen populair. Van de 1568 ondervraagde jongeren belegt maar liefst 31 procent middels één of meer 'traditionele' vormen van beleggen zoals aandelen, obligaties, fondsen en/of etf's.

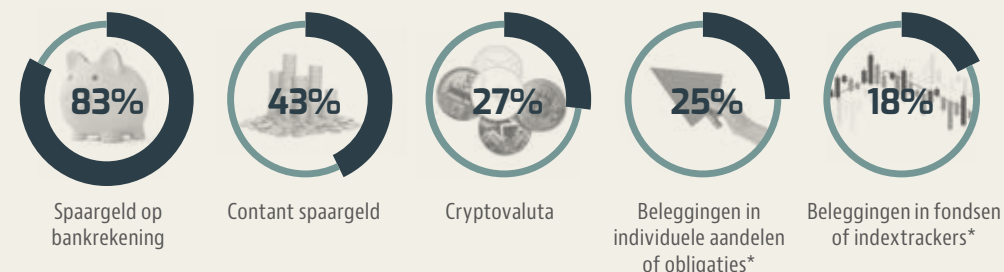
**31 procent
van de
jongeren belegt
'traditioneel'**

Toch is, ook onder jongeren, sparen nog steeds de meest voorkomende vorm van vermogensopbouw: 83 procent heeft spaargeld op een bankrekening staan. Opvallend is dat jongeren risico's bij het beleggen niet mijden: 27 procent heeft (ook) crypto. Van de jongvolwassenen belegt zelfs 10 procent uitsluitend in cryptovaluta. Overigens geeft ook 14 procent van de cryptobeleggers aan dat ze deze vermogenscategorie geen goede manier van vermogensopbouw vinden.

Ondanks de grotere risicobereidheid is de belangrijkste beleggers-wijsheid goed doorgedrongen: 77 procent van de ondervraagden is het roerend eens met de stelling "**Je moet alleen beleggen met geld dat je kunt missen**".

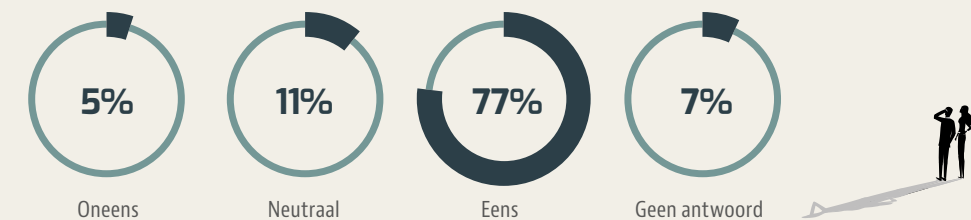
Het traditionele beleggen is sterker ingeburgerd bij hoogopgeleiden (hbo of universiteit). Uit die groep is 41 procent van de respondenten actief op de beurs. Bij de laag- en middelbaar opgeleiden is dat minder dan 30 procent. Opvallend is dat er bij crypto's juist nauwelijks verschillen zijn. Tussen de 25 en 28 procent van de jongeren in iedere opleidingsgroep bezit cryptovaluta.

Vermogensopbouw bij jongvolwassenen



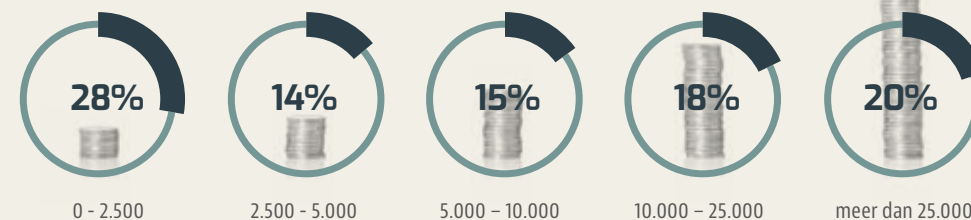
*= anders dan de pensioenopbouw bij werkgever of via een pensioenproduct

Stelling: Je moet alleen beleggen met geld dat je kunt missen



Waarde spaargeld/beleggingen van zelfstandig wonenden (euro's)

5% wil geen antwoord geven op deze vraag.



Bron: Jongvolwassenen en beleggen 2021, Nibud / RaboResearch, november 2021.

SCHULDPAPIER EXPLOSIEF GEGROEID

De schulden van de een, zijn de bezittingen van de ander.

Schuldpapier (lees: obligaties) is dan ook een enorme beleggingscategorie met een grotere uitstaande waarde dan aandelen.

Waar op de Euronext Amsterdam genoteerde aandelen in 2023 een totale beurswaarde hebben van zo'n 1.400 miljard euro, bedragen de uitstaande schulden aan het eind van dat jaar bijna 2.200 miljard euro. Het gaat hierbij om handelbare schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door Nederlandse ingezetenen.

Schuldpapier in niet-euro valuta's (dus ook de Nederlandse gulden voor de invoering van de eenheidsmunt) is hierbij omgerekend naar euro's.

Het overgrote deel van de uitstaande schuldpapieren heeft een oorspronkelijke looptijd van langer dan één jaar, waarbij het voornamelijk gaat om obligaties. Dit betreft 94 procent van het totaal. Langlopende schulden met een hoofdsom van 1.669 miljard euro bieden een vaste couponrente, de rest heeft een variabele coupon of bestaat uit nulcoupon-obligaties.

Banken en financiële holdings – kredietverstrekkers binnen concernverband – geven het grootste deel van het schuldpapier uit. Maar ook de Nederlandse overheid heeft honderden miljarden aan schulden uitstaan. In december 2023 staat ongeveer 405 miljard euro aan obligaties en ander (kortlopend) waardepapier uit (zie in grafiek: overheid). Dat is niet hetzelfde als de totale staatsschuld; die bestaat ook uit niet-verhandelbare leningen.

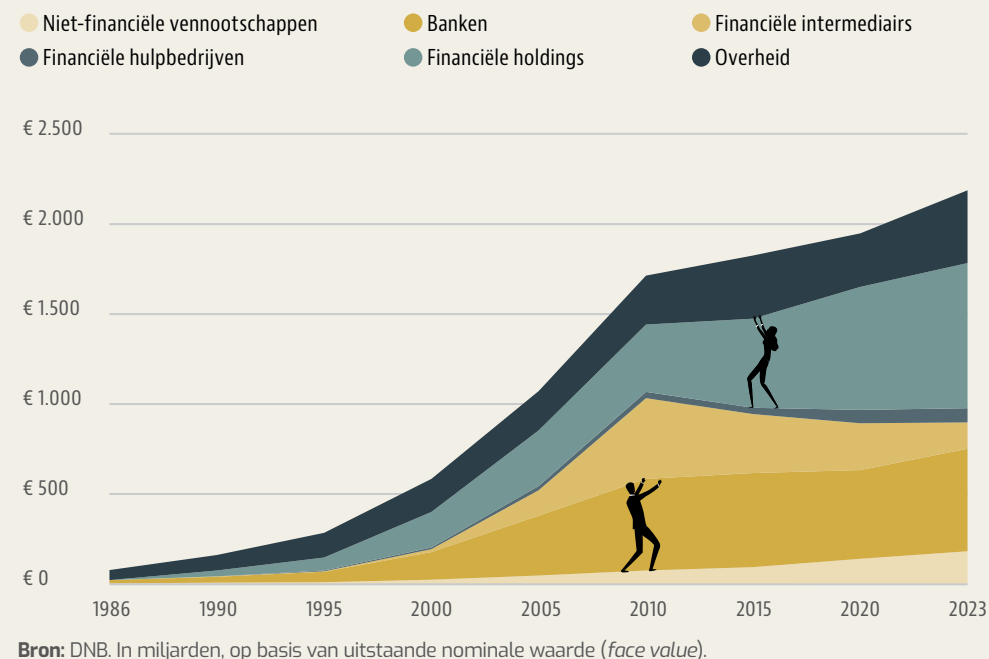
In de eerdere infographic *Waarom belegt Nederland?* (pagina 63) zagen we dat Nederlandse huishoudens 'slechts' 5,6 miljard euro aan individuele obligaties in hun portefeuilles hebben, waarvan slechts een deel van Nederlandse uitgevers zal zijn. Wie bezit de rest?

Een groot deel van de obligaties zit bij institutionele beleggers: vermogensbeheerders, etf-aanbieders en natuurlijk pensioenfondsen. Die

**Eind
2023 staat
€ 2.185 miljard
aan verhandel-
baar schuld-
papier uit**

Vooraf financiële bedrijven en holdings geven veel schuldpapier uit

Verhandelbare schuldinstrumenten per sector, Nederland.



laatste partijen gebruiken schuldpapier om rendement te behalen en voor het afdekken van verplichtingen in de toekomst. Zij hebben eind 2023 volgens DNB in ieder geval 70 miljard euro van het Nederlandse staatspapier in bezit (ruim 17 procent). De Nederlandsche Bank zelf heeft op dat moment 134 miljard euro aan Nederlandse staatsschulden op de balans, wat 33 procent is van het uitstaande bedrag. In 2014 was dit nog maar 3 miljard, toentertijd 0,9 procent van het totaal. Het heeft alles te maken met het massale opkopen van staatsobligaties dat in 2015 begon en nu slechts langzaam wordt afgebouwd.

DE AEX VERANDERT

De samenstelling van de beurs verandert vrijwel met het jaar, maar de grote verschuivingen zijn op langere termijn te zien. Dat blijkt wel uit de AEX-index. Nog niet zo lang geleden bestond de hoofdgraadmeter nog vooral uit banken en grondstof-fondsen. **Maar vanaf het eind van vorig decennium overheersen de techbedrijven.**



Begin jaren 90 is de AEX-index nog rijk aan verschillende industriële bedrijven, zoals vliegtuigbouwer Fokker, vrachtwagenfabrikant DAF en papierfabrikant KNP. De beurs is een afspiegeling van de economie, dus ook op het Damrak is zichtbaar dat de maakindustrie langzaam verdwijnt en de dienstensector steeds groter wordt. Inmiddels zitten er in de Amsterdamse hoofdgraadmeter helemaal geen industriële bedrijven meer.

Vanaf de jaren 90 tot aan de kredietcrisis stijgt het aandeel van de financiële sector in snel tempo. ABN Amro, ING, Fortis en Aegon willen de wereld veroveren en zetten zwaar in op groei, onder meer door veel acquisities over de grens. In 2005 heeft dit viertal zelfs een gewicht van meer dan 40 procent in de AEX. Niet eerder was een sector zo dominant in de Amsterdamse hoofdindex.

Inmiddels is na de bankencrisis het aandeel van financiële bedrijven op de

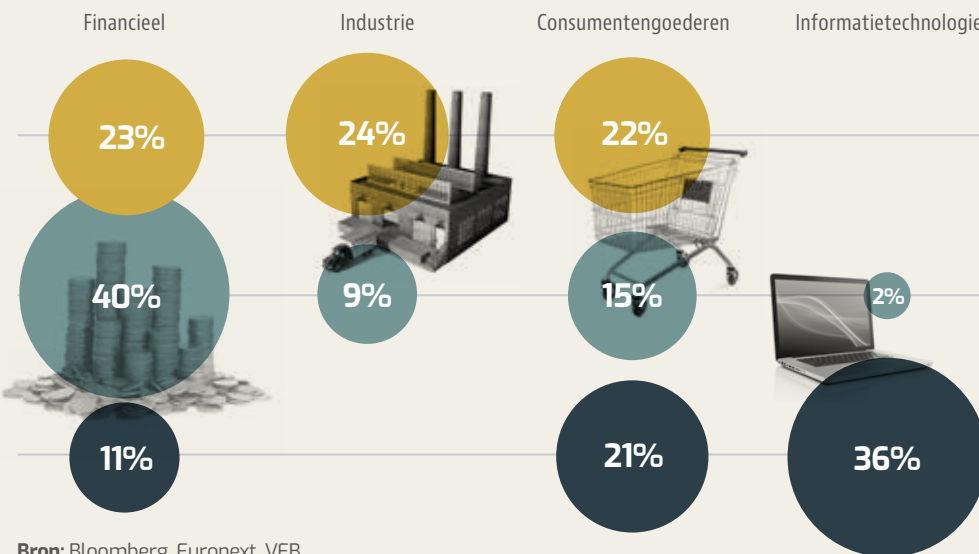
Nederlandse beurs sterk afgenomen naar rond de 11 procent in 2023.

Anno 2024 is de AEX vooral een technologie-index. Deze bevat maar liefst drie leidende chipfondsen: ASML, ASM International en Besi. Met ook fondsen als Adyen en dataleveranciers RELX en Wolters Kluwer is informatietechnologie goed voor ruim een derde van de AEX. En dan tellen we investeringsmaatschappij Prosus, die zich met name toelegt op deelnemingen in technologiebedrijven, nog niet eens mee.

Wat verder opvalt: de bedrijven in consumentengoederen – denk aan Ahold Delhaize, Heineken en Unilever – hebben sinds het ontstaan van de AEX een stabiel aandeel van rond de 20 procent. Het is een van de weinige bestendige factoren in een index die steeds van gedaante verandert.

AEX steeds meer een technologiebeurs

● 1990 ● 2005 ● 2023



Bron: Bloomberg, Euronext, VEB.

DE WAARDE VAN AANDELEN WERELDWIJD

Een slordige 109 biljoen dollar. Dat is de totale waarde van de mondiale aandelenmarkten, gemeten op basis van de marktkapitalisatie (het aantal uitstaande aandelen maal de beurskoers).

Dat is een verdrievoudiging ten opzichte van 2003. Een biljoen is duizend miljard, dus het gaat om 109 duizend miljard dollar. Om het in perspectief te plaatsen, dat is grofweg honderd keer het bruto binnenlands product (bbp) van Nederland in 2023.

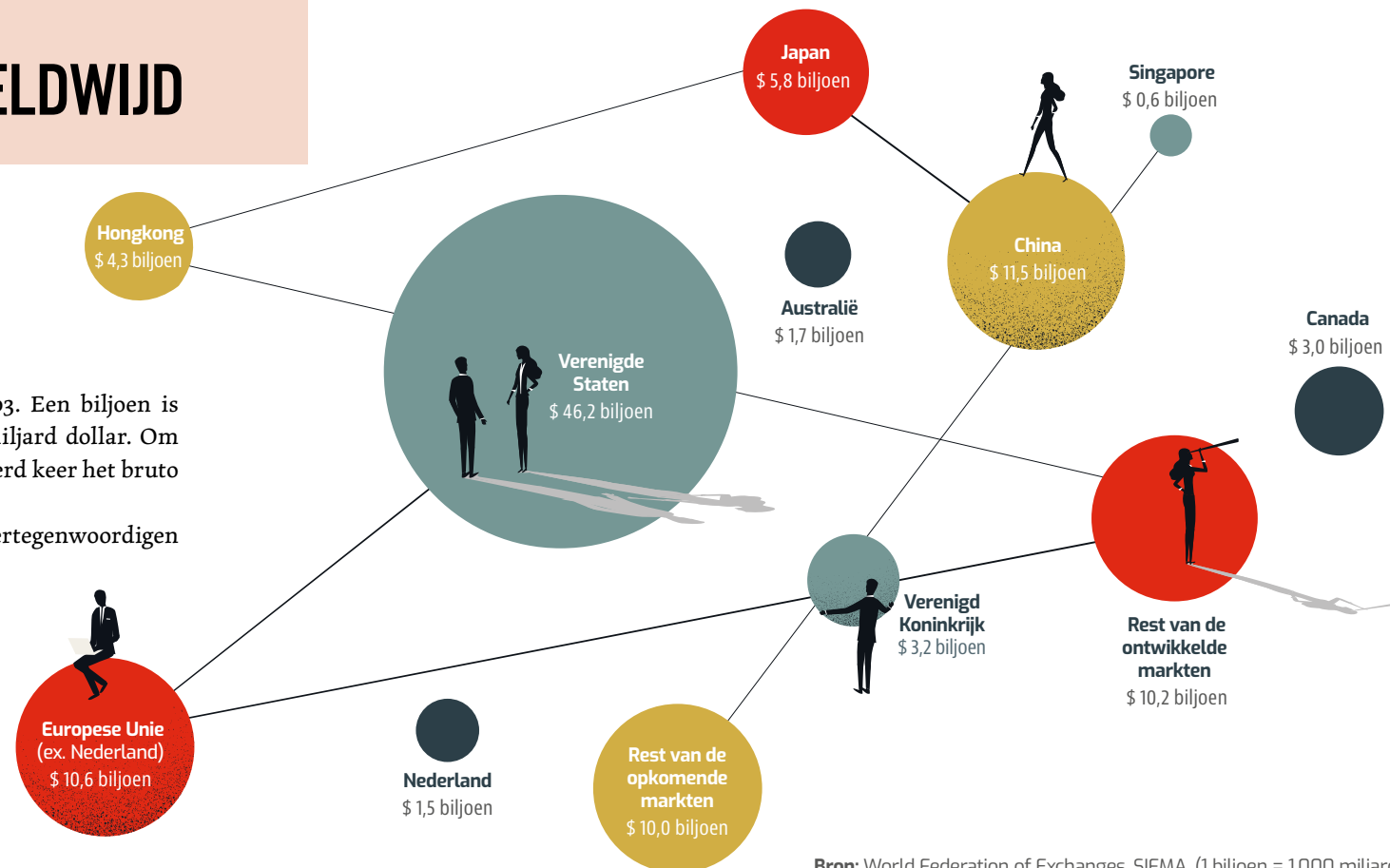
De Amerikaanse beurzen zijn al lange tijd dominant; zij vertegenwoordigen 42,5 procent van het totaal en zijn goed voor 46,2 biljoen dollar. Die markt is liquide en uitstekend toegankelijk voor beleggers wereldwijd. De Verenigde Staten herbergt 61 van de 100 grootste beursbedrijven ter wereld.

China rammelt wel aan de poort, maar heeft nog altijd maar een kwart van de beurswaarde die Amerika heeft. Het is wel het land dat de dominante positie van de VS richting 2050 het meest zal bedreigen. Volgens onderzoek van zakenbank Goldman Sachs kan het aandeel van de VS in de wereldwijde marktkapitalisatie tegen die tijd zijn gedaald naar 26,9 procent, terwijl dat van China groeit naar 15 procent.

Het is een logische ontwikkeling dat bepaalde landen aan belang winnen op de mondiale kapitaalmarkt ten koste van andere. De aandelenmarkten van opkomende economieën zullen groter worden, zowel absoluut als relatief.

Dat komt allereerst natuurlijk door de snelle economische groei in die landen. Daarnaast worden kapitaalmarkten historisch gezien geavanceerder en belangrijker naarmate het bbp per hoofd in een land hoger wordt: de verhouding tussen de marktkapitalisatie en het bbp neemt dan ook toe.

Kapitaalmarkten worden belangrijker als het bbp toeneemt



Bron: World Federation of Exchanges, SIFMA. (1 biljoen = 1.000 miljard).

Goldman Sachs voorspelt dat aandelen uit opkomende landen in 2050 al 47 procent van de mondiale beurswaarde zullen vertegenwoordigen. Dat betekent niet per se dat die markten ook beter zullen presteren dan die van de huidige ontwikkelde economieën. Er zullen vooral meer en grotere bedrijven de beurs op gaan.

Alle aandelenmarkten kunnen blijven groeien in waarde, maar het is ook onvermijdelijk dat er verschuivingen zullen komen in de portefeuilles van beleggers. Via etf's die markten wereldwijd volgen, kunnen beleggers de veranderende landenwelingen automatisch meekrijgen.

HOE SPY DE WERELD VEROVERT

Waarom tijd en moeite besteden aan stockpicking als je met één muisklik het risico kunt spreiden? In 1993 is de SPY de eerste echte etf ter wereld; sindsdien is het aanbod geëxplodeerd.

De moeder aller etf's, de SPDR S&P 500 ETF, vierde in 2023 haar dertigste verjaardag. Deze Amerikaanse etf (*exchange traded fund*) is uitgegroeid tot de grootste op de markt, met een beheerd vermogen van 492 miljard dollar. Op basis van een idee van financieel expert Nathan Most wordt het product ontwikkeld door fondsbeheerder State Street Global Advisors. Niet eerder was er een instrument dat een beursindex volgt, dat de onderliggende beleggingen in bezit heeft en dat realtime verhandelbaar is tegen – of dicht bij – de intrinsieke waarde.

De zogenoemde *spider* wordt in januari 1993 op de Amerikaanse beurs geïntroduceerd, met de ticker SPY. Het is een mijlpaal in de beleggingswereld.

Vóór 1993 bestaat er geen simpele manier om direct een belegging te doen in een beursindex. Er zijn beleggingsfondsen, maar het aankopen daarvan is omslachtig. De etf introduceert een toegankelijk alternatief voor de particuliere belegger: een product met een beursnotering en dagelijkse verhandelbaarheid gedurende de openingstijden van de markt.

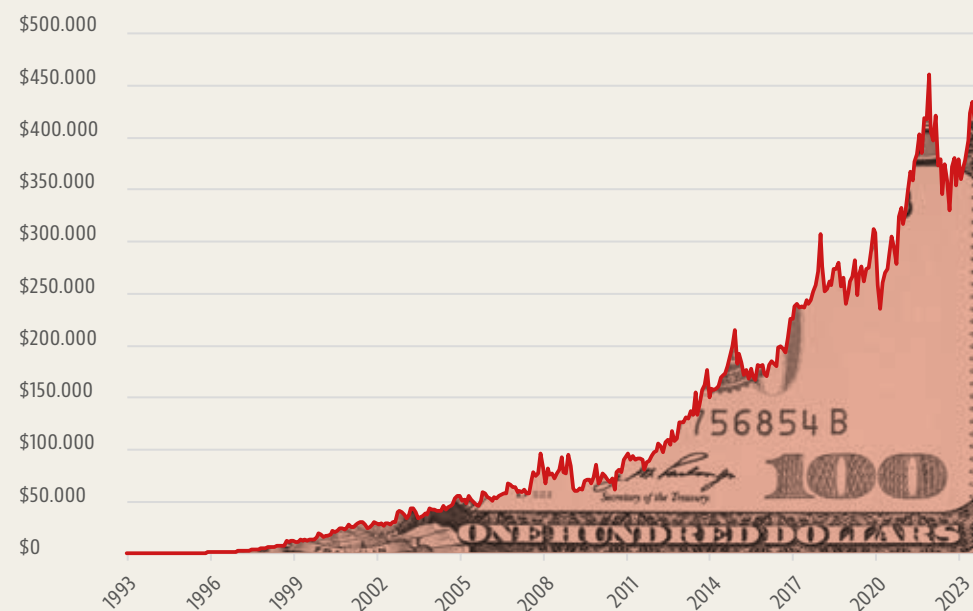
Bij de SPY blijkt sprake van een flink *first mover advantage*: deze etf is over de jaren uitgegroeid tot de grootste ter wereld op basis van beheerd vermogen.

Sinds de introductie van de SPY is het etf-universum geëxplodeerd. Steeds meer exotische varianten drijven af van het eerste idee: een belegging in een brede index via één product, met een beheerder die de fysieke effecten aanhoudt. Juist omdat de drie pijlers van beleggen – spreiden, lage kosten en de lange termijn – bij veel etf's voorhanden zijn, is de VEB een warm voorstander van beleggen middels deze producten. Zo ontwikkelde de vereniging onder andere een online tool die beleggers helpt om een selectie te maken uit driehonderd in Nederland verkrijgbare etf's.

De eerste
etf ter
wereld wordt
gelanceerd in
1993

SPDR S&P 500 ETF

Sinds de oprichting in januari 1993.



Bron: Bloomberg. Fondsgrootte van de SPDR S&P 500 ETF in miljoenen Amerikaanse dollars.

De SPY is met 0,09 procent lopende kosten niet eens de goedkoopste S&P 500-volger, maar de grote aantrekkingskracht van deze etf is de liquiditeit. Het afgelopen jaar haalde de SPY dagelijks gemiddeld een omzet van 34 miljard dollar. Dit is vooral een grote magneet voor institutionele beleggers. Nederlandse particuliere beleggers kunnen het product – helaas – niet kopen. De grootste etf op de S&P 500 die hier verkrijgbaar is, komt van iShares: ticker CSPX. Het Europese broertje van de SPY, de SPY5, is een stuk kleiner.

GROTE BEWEGINGEN HOREN ERBIJ

De rendementen op de lange termijn zijn glashelder. Maar dat neemt niet weg dat beleggen altijd gepaard gaat met ups en downs. Vooral bij aandelen; ze vereisen af en toe een sterke maag.

De beweeglijkheid van een belegging heet ook wel de volatiliteit. Het is een risico-indicator die goed te meten is, en makkelijk te vergelijken. Toch heeft deze indicator ook zijn beperkingen. Hevig bewegende koersen hoeven niet per definitie een permanent verlies te betekenen. Maar voor een belegger die de fluctuaties van dag tot dag meemaakt, zullen deze wel degelijk aanvoelen als echt risico.

De standaarddeviatie is de statistische term voor de afwijkingen rond de gemiddelde koersuitslag in procenten. Hoe hoger het getal, hoe meer variatie in de koersbewegingen. Het is bijvoorbeeld een belangrijk getal in de Sharpe-ratio, een veelgebruikte maatstaf die het rendement van een beleggingsproduct afzet tegen risico. Een hogere standaarddeviatie zorgt voor een lagere ratio, wat zegt dat het rendement op een minder efficiënte manier behaald is.

In theorie zijn obligaties minder volatiel dan aandelen: er zijn minder grote uitschieters van het rendement. Het maakt schuldpapier minder risicovol, wat ook zou betekenen dat het verwachte rendement beperkter is.

OP EN NEER

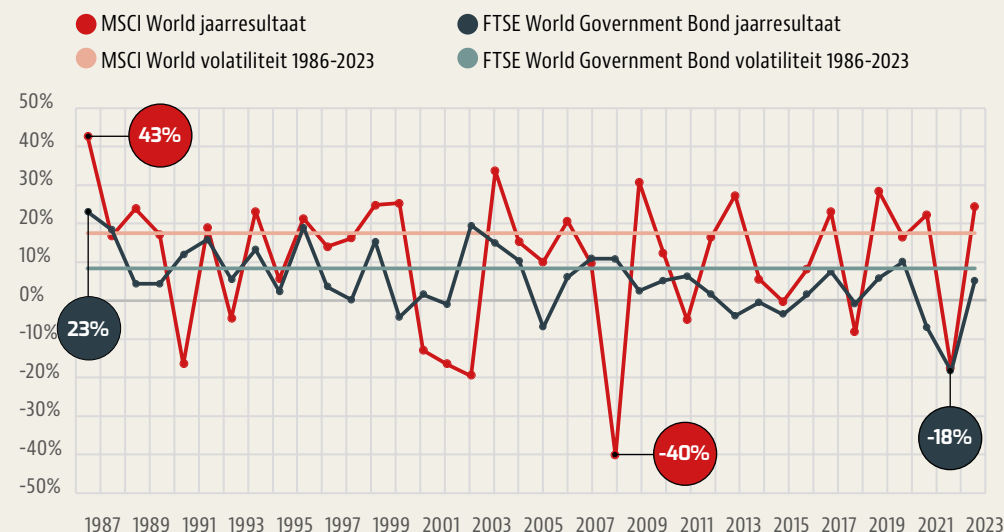
Hoe was dit in het verleden? We kunnen terug naar medio jaren tachtig, het decennium waarin twee grote wereldwijde indices voor de staatsobligatie- en aandelenmarkt zijn geïntroduceerd. Zijn obligaties inderdaad minder volatiel?

In de FTSE World Government Bond Index zitten de meest kredietwaardige (*investment grade*) staatsobligaties van meer dan twintig landen. Die vergelijken we met de MSCI World, een index van large- en midcapaandelen uit 23 landen. Ze zijn representatief voor grote beleggingscategorieën.

**Aandelen
gaan harder
omhoog – en
omlaag – dan
obligaties**

Jaarlijkse koersfluctuaties aandelen en obligaties

De slotkoers in jaar x ten opzichte van de slotkoers in het jaar ervoor.



Bron: Bloomberg. Jaarlijks totaalrendement en standaarddeviatie van jaarlijkse rendementen. Negatieve en positieve uitschieters uitgelicht.

Het is evident dat aandelen harder op en neer gaan dan obligaties: dat blijkt uit de jaarlijkse rendementsgrafiek. Deze laat voor aandelen grote uitschieters zien, ten tijde van bijvoorbeeld de kredietcrisis. De standaarddeviatie over de hele periode is dan ook meer dan twee keer zo hoog als die voor obligaties.

Wordt dat beloond? Zeker. De MSCI World gaat in 38 jaar 29 keer over de kop (gemiddeld rendement: 9,3 procent per jaar), de FTSE World Government Bond Index is 'maar' 5,6 keer zo hoog geworden (gemiddeld rendement 4,6 procent per jaar). Daarbij kon de aandelenbelegger echter wel meer dan 40 procent van zijn vermogen in een jaar verliezen, in 2008. Voor de obligatiebelegger was dat maximaal 18 procent (in 2022).

ACTIEVE FONDSEN LEGGEN HET AF

Indexbeleggen groeit, en voor beleggers blijkt dat een goede zaak. Uiteindelijk is er maar één aspect dat telt: het vermogen van een beleggingsfonds om herhaaldelijk betere resultaten te behalen dan een objectieve benchmark. Voor actieve beheerders blijkt dat erg moeilijk.

Volgens data van Trackinsight zat er eind 2023 een bedrag van 10.215 miljard dollar in indexvolgende etf's. Er zit tegelijkertijd nog meer dan 14.000 miljard dollar in actieve beleggingsfondsen. De geldstromen laten echter een duidelijke richting zien: van actief naar passief. Dat lijkt een goede keuze.

Keer op keer blijkt dat actieve fondsen – waar een beheerder keuzes maakt welke effecten met welke weging op te nemen in de portefeuille – als groep slechter presteren dan de markt. Aangezien alle fondsen en individuele beleggers samen de markt vormen, zal hun gemiddelde rendement ook uitkomen op dat van alle beleggingen samen. Dat is echter gerekend vóór kosten, en die spelen een cruciale rol.

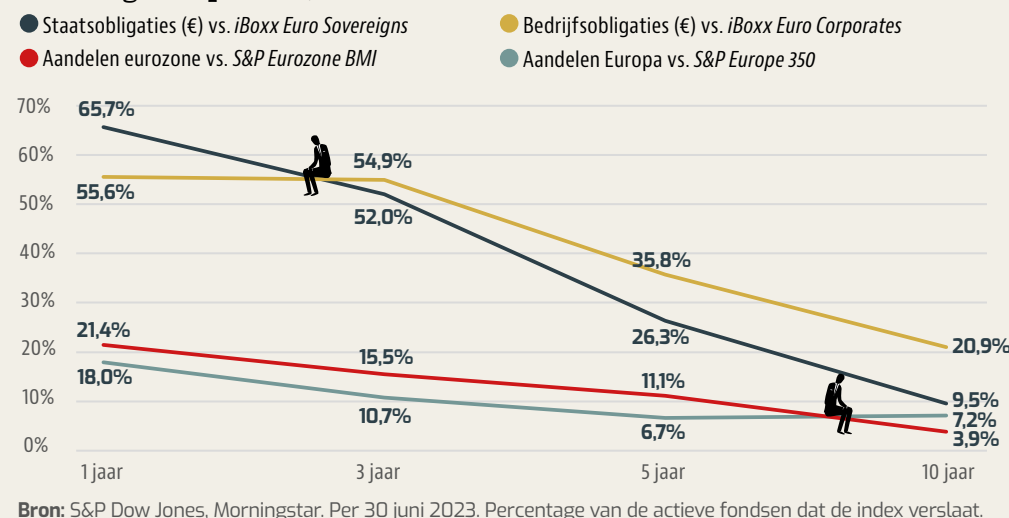
Voor een eerlijke vergelijking is het natuurlijk zaak om appels naast appels te leggen. Dat wil zeggen dat de prestaties van fondsen in bijvoorbeeld Europese aandelen worden afgemeten aan een zogeheten benchmark (een index) die ook beursbedrijven uit Europa bevat. Het is niet mogelijk om direct in zo'n index te beleggen, maar etf's maken het wel mogelijk om die tegen lage kosten zo goed mogelijk te volgen.

Een langlopende studie naar dit onderwerp is de SPIVA Scorecard van S&P Dow Jones. Het voordeel daarvan is dat over een langere periode kan worden bekeken of fondsbeheerders niet alleen sporadisch, maar ook jaar na jaar beter weten te presteren dan de index.

De SPIVA Europe Scorecard geeft aan hoeveel procent van de fondsen uiteindelijk over een periode van één tot tien jaar de relevante benchmark weet te verslaan, voor verschillende beleggingen in Europa en de eurozone.

Daarbij is ook gecontroleerd voor de *survivorship bias*. Dat houdt in dat veel

Hoe langer de periode, hoe minder fondsen de benchmark verslaan



fondsen worden opgedoekt, meestal naar aanleiding van aanhoudend slechte prestaties. Als alleen wordt gekeken naar fondsen die nog bestaan, valt de vergelijking gunstiger uit voor de actieve fondsen. Daarom neemt SPIVA alle fondsen mee die te koop waren aan het begin van een periode. Een belegger kan namelijk dan nog niet weten welke daarvan zullen overleven.

Duidelijke conclusie: het is steeds moeilijker om de index te verslaan als de meetperiode langer wordt. Oftewel: ieder jaar zijn er wel een paar fondsen die het beter doen, maar dat lukt bijna nooit consequent. Uiteindelijk is er bij de actieve fondsen die in bedrijfsobligaties beleggen het grootste deel dat over een periode van tien jaar de benchmark nog weet te verslaan: zo'n 21 procent. Maar ook dat cijfer is niet om over naar huis te schrijven. Bij de andere drie beleggingscategorieën presteert – gemeten over tien jaar – nog geen 10 procent van de actief beheerde fondsen beter dan de index. Bij de aandelen uit de eurozone is dat zelfs maar een schamele 4 procent.

TRENDBREUK IN DE LANGE RENTE

Rente heeft impact op de waarde van alle effecten. De lange staatsrente staat daarbij aan de basis als het 'risicovrije' tarief. Deze heeft voor Nederland sinds de 16e eeuw duidelijk een neerwaartse trend, maar vanaf de jaren 60 van de vorige eeuw gaat dat wel met flinke pieken en dalen.

Wie de grafiek maar lang genoeg maakt, kan met gemak de conclusie trekken dat de lange rente al eeuwenlang daalt. De Nederlandse rentehistorie begint in 1541, nadat het renteverbod van de rooms-katholieke kerk wordt ingetrokken. Bij het uitbreken van de Tachtigjarige Oorlog bereikt deze met bijna 17 procent het hoogste niveau ooit. In 1924, het jaar waarin de VEB wordt opgericht, is de lange rente ongeveer 5 procent.

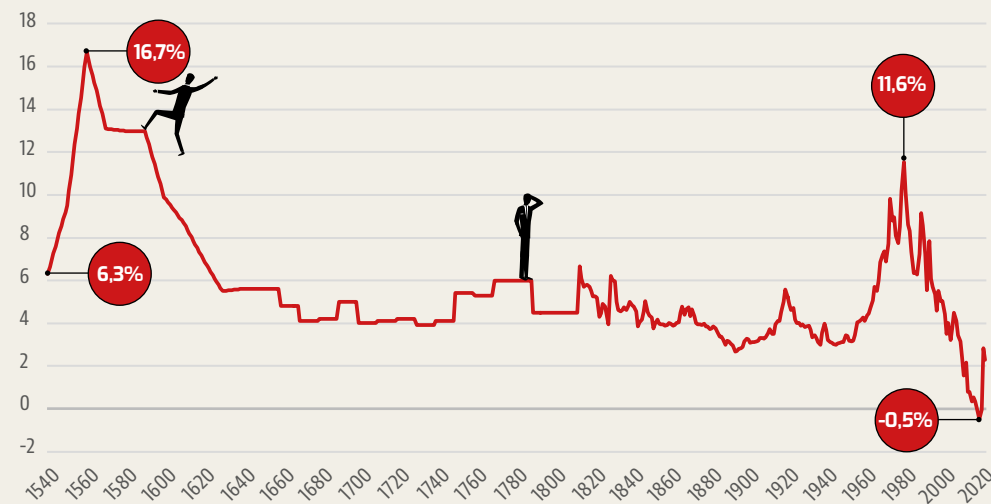
De laatste grote rentepiek die veel mensen zich nog kunnen herinneren, is in 1981, wanneer de Nederlandse staat een obligatie uit geeft met een looptijd van tien jaar en een couponrente van 12,75 procent. Deze staatslening markeert het einde van twee decennia rentestijgingen; een periode die wordt gekenmerkt door hoge inflatie (de befaamde loon-prijsspiraal), een economie die in het slop zit, dalende huizenprijzen en slecht presterende aandelen.

De Vereniging Effectenbescherming geeft in 1981 zelfs een extra editie uit, *Effect Actueel*, om de situatie op financiële markten onder de aandacht te brengen. Voorzitter J.J. Hogetoorn is dan optimistisch: "Laat het een troost zijn dat de Nederlandse beurs inmiddels het dieptepunt heeft gepasseerd. Er zijn namelijk geen verkopers meer; ieder die moest of wilde verkopen heeft het al gedaan."

Het tij keert inderdaad: in de jaren 80 nemen de overheidstekorten en de inflatie af. De lange rente begint aan een flinke rit omlaag. Deze houdt meer dan een generatie stand en bereikt het laagste punt ooit tijdens de coronapandemie. De Nederlandse staat krijgt dan geld toe voor het lenen van geld. De wereld op zijn kop.

Lange rente Nederland vanaf 1540

In procenten.



Bron: Martien van Winden / Hoofbosch.

De impact van rente kan niet worden overschat. Normaal gesproken is een euro vandaag meer waard dan een euro morgen. Bij een positieve rente kan die euro namelijk aangroeien tot een groter bedrag in de toekomst. Het speelt een essentiële rol in waarderingsmodellen, die ook de VEB gebruikt bij analyses van beursbedrijven. Tegen een bepaalde rentevoet worden de in de toekomst verwachte winsten of vrije kasstromen teruggerekend om de waarde vandaag te bepalen.

Centrale bankiers krijgen zo steeds meer invloed. Zij dicteren de korte rente, maar proberen vaak ook de lange rente te beïnvloeden, bijvoorbeeld via het opkopen van staatsobligaties. De afgelopen decennia zijn centrale banken steeds actiever gaan interveniëren; ook beleggers kunnen daar niet meer omheen.

DE AMSTERDAM-INDEX 1924-2023

De beurzen deden het in 2023 prima, maar er komt uiteraard weer een moment dat de koersen in elkaar klappen, dat de bomen niet meer tot aan de hemel groeien en dat de Kees-de-Kort-commentaren de boventoon voeren.

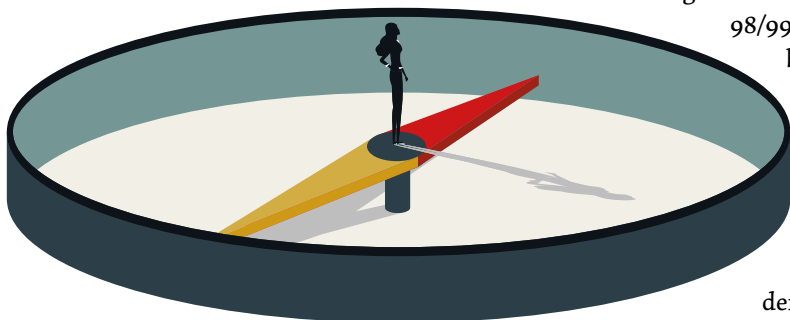
* De *prijscourant* verscheen voor het eerst in 1796 en bevatte prijs- en koerslijsten van Nederlandse effecten. De laatste papieren editie verscheen in 2005.

Beleggers doen er op dat soort momenten goed aan om nog even te kijken naar de grafiek op deze pagina. Het is een weergave van de index van de Amsterdamse beurs van 1924 tot eind 2023. Voor de meeste beleggers zal de afdronk daarvan geen verrassing zijn: er zijn pieken en dalen, maar in de loop der jaren is de richting glashelder: omhoog.

Meestal gaan dergelijke Nederlandse koersgrafieken terug tot 1983, toen de AEX-index in het leven werd geroepen. In dit geval is de lijn verder doorgetrokken, en wel naar 1924: het oprichtingsjaar van de VEB. De grafiek is gebaseerd op cijfers van Martien van Winden, medeoprichter van beleggingsfonds Hoofbosch. Van Winden heeft met behulp van CBS-cijfers, *prijscouranten** en andere historische bronnen een index samengesteld van aan de Amsterdamse beurs genoteerde aandelen. De beweging noordwaarts is onmiskenbaar. De index is in die honderd jaar gestegen van startpunt 100 naar afgerond 8.630 ultimo 2023. Dat komt neer op een rendement van gemiddeld 4,6 procent per jaar. En dat is nog tamelijk bescheiden gerekend, want

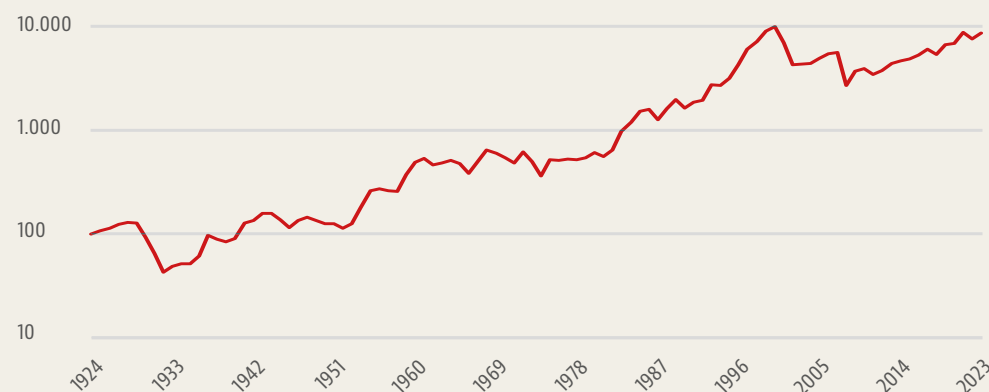
deze grafiek is niet 'herbelegd' (zie pagina 98/99). Ter vergelijking: de AEX-brutoherbeleggingsindex van 1983 tot eind 2023 komt uit op een rendement van 10 procent per jaar.

Daarmee staat de Amsterdamse index niet alleen. Ook in andere landen zijn de rendementen op de



Amsterdam-index sinds de oprichting van de VEB

Index van aan de Amsterdamse beurs genoteerde aandelen vanaf 1924 tot en met 2023, op logaritmische schaal (procentuele veranderingen worden evenredig weergegeven).



Bron: Martien van Winden / Hoofbosch.

lange termijn bijzonder solide. De Zwitserse bank Credit Suisse (nu UBS) stelt jaarlijks het *Global Investment Returns Yearbook* samen met berekeningen van het reële rendement (dus herbelegd en gecorrigeerd voor inflatie) op verschillende beleggingscategorieën sinds 1900. In de grafieken komt het wereldwijde reële rendement op aandelen, gemeten over 123 jaar, neer op 5 procent per jaar.

Prachtig, die cijfers. Dat neemt echter niet weg dat er, over die honderd jaar bekeken, wel degelijk perioden zijn dat aandelen minder goed presteren. Het duurt bijvoorbeeld tot 2021 voor de AEX-index de eerdere piek van de dotcom-bubbel (701, september 2000) weer weet te passeren. En ook tussen 1920 en 1940 en in de jaren 70 is het geen feest op de Amsterdamse beurs. Het goede nieuws is wel dat, in ieder geval in de afgelopen honderd jaar, de weg omhoog altijd weer gevonden wordt.

TORENHOGHE OVERNAMEPREMIES

De afgelopen twintig jaar zijn tientallen bedrijven op de Amsterdamse beurs overgenomen. Meestal betaalt de bieder daarbij een premie ten opzichte van de beurskoers, in de regel tussen de 20 en 30 procent. Soms gaan alle registers open, maar feestpremies boven de 60 procent klinken vaak leuker dan ze in werkelijkheid zijn.

Beleggers die de aandelen recent kochten, profiteren. Maar een nadere blik op de cijfers laat zien dat de koers van de prooi vaak in de periode vóór dat bod hard gedaald is. De hoge biedpremie is in dat geval vooral optisch bedrog. De bieder slaat op precies het goede moment toe en voor de langetermijnbelegger is er weinig meer dan een doekje voor het bloeden.

De casus van Wavin uit Zwolle is hiervoor exemplarisch. Beleggers incasseren op het oog een flinke premie als de fabrikant van kunststof

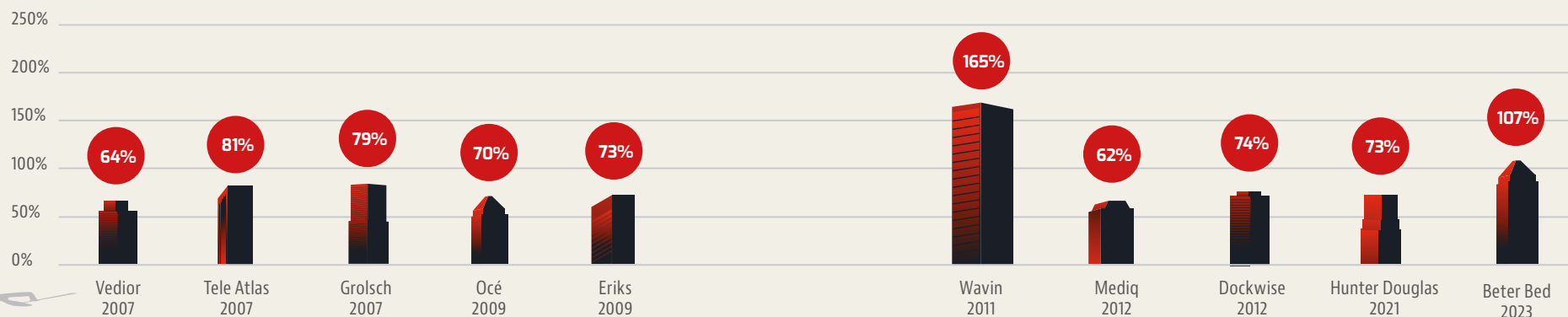
leidingen in 2011 in Mexicaanse handen komt. Dat komt echter vooral doordat Wavins inkomsten sterk onder druk staan ten tijde van de eurocrisis. Dat brengt de koers in een vrije val. De bieder, branchegenoot Mexichem, wil aanvankelijk 8,50 euro per aandeel betalen, maar dat vindt het Wavin-bestuur te laag. Het woord “onacceptabel” wordt zelfs in de mond genomen. Uiteindelijk wordt het bod in stapjes verhoogd naar 10,50 euro.

De koers voor het uitbrengen van het eerste bod lag onder de 4 euro, dus het bod van Mexichem komt neer op een premie van 165 procent. Toch hebben Wavin-aandeelhouders van het eerste uur een flinke scheur in de broek. De introductiekoers van Wavin, gecorrigeerd voor splitsingen, was destijds 35,85 euro. Beleggers die toen zijn ingestapt, verliezen bij een overnamekoers van 10,50 euro dus ruim twee derde van hun inleg in vijf jaar.

Het beeld bij andere overnames is niet veel anders. Torenhoge premies zijn veelal vooral het gevolg van een extreem lage koers van de prooi, door al dan niet tijdelijke interne problemen of algehele economische malaise.

Hoge premies zijn vaak een doekje voor het bloeden

Hoogste premies bij overnames op de Amsterdamse beurs



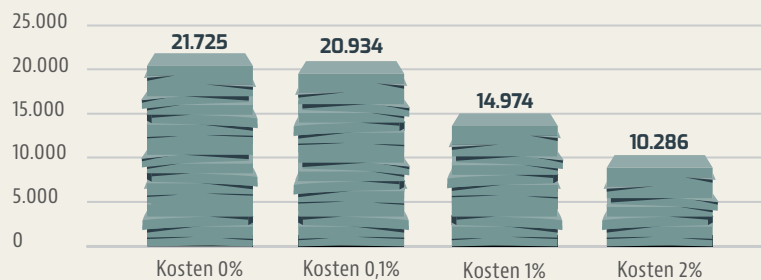
Bron: AFM, Bloomberg. Periode 2002 t/m 2023.

KLEINE KOSTEN, GROOT VERSCHIL

De statistieken zijn bekend. Historisch gezien leveren breed gespreide aandelenindices over de lange termijn een procent of 8 per jaar op. Bij dit soort percentages is tijd de beste vriend van een belegger.

Veertig jaar aan kosten blijft niet onopgemerkt

Opbrengst van 1000 euro na een looptijd van 40 jaar, uitgaande van een rendement van 8 procent jaar op jaar (herbelegd).



Bron: Berekening VEB.

In een wereld zonder kosten en belastingen zou een belegging van duizend euro bij 8 procent rendement per jaar – inclusief herbelegde dividenden – na veertig jaar bijna 22 duizend euro waard zijn.

Maar dat is niet het bedrag dat netto overblijft. Ook bij kosten gaat het rente-op-rente-effect op, maar in dat geval is het een nadeel. Zo vreten kosten disproportioneel aan het rendement. Gelukkig zijn in de afgelopen decennia de kosten voor beleggers significant omlaag gebracht.

Tot de eeuwwisseling was het niet ongebruikelijk dat zo'n 2 procent per jaar aan beheerkosten in rekening werd gebracht. Bij een jaarlijks kostenpercentage van 2 – en dus 6 procent rendement in plaats van 8 procent – pot het eindbedrag

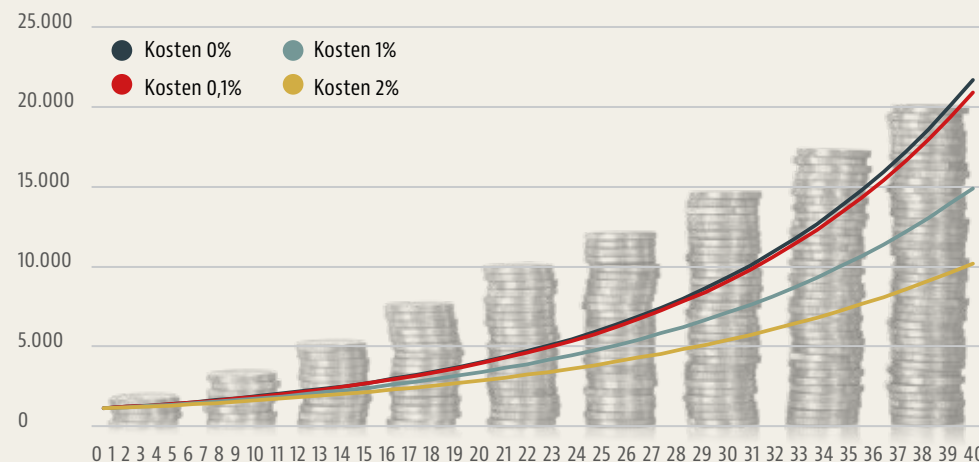
in veertig jaar op tot iets meer dan tienduizend euro. Dat is veel minder dan de 21.725 euro die gerealiseerd zou worden in een wereld zonder beleggingskosten.

Bij het selecteren van beleggingsfondsen is het dus nog steeds uitermate belangrijk om goed naar de kosten te kijken, vooral bij de veelal duurder actief beheerde of exotische fondsen. Hoewel er veel te klagen valt, staat als een paal boven water dat de kosten voor beleggen doorlopend lager zijn geworden en anno 2024 lager zijn dan ooit – mede dankzij initiatieven van de VEB.

Een breed gespreide etf op een grote index is momenteel tegen lopende kosten van zo'n 0,10 procent aan te kopen. Ten opzichte van de duurder varianten scheelt dat in euro's enorme bedragen voor de belegger die over veertig jaar met pensioen wil. In de grafiek is glashelder hoe de verschillen in kostenpercentages uitpakken over een looptijd van veertig jaar.

Hoge kosten vreten aan rendement van de langetermijnbelegger

Verskil in rendement bij verschillende kostenpercentages op een belegging van 1000 euro, uitgaande van een rendement van 8 procent jaar op jaar. Y-as: opbrengst in euro's, X-as: looptijd in jaren.



Bron: Berekening VEB.

BOTTOMLINE

Vanaf de jaren zestig wordt de effectenhandel stapje voor stapje vereenvoudigd; in 2013 gaan de laatste papieren aandelen en obligaties in de versnipperaar. Deze ontwikkeling van de beurshandel heeft enorme kostenbesparingen opgeleverd. Het maakt de weg vrij voor online prijsvechters en doe-het-zelf-brokers. De VEB speelt een belangrijke rol met de Bottomline-rekening.

VAN RUIM 1,5 PROCENT PROVISIEKOSTEN IN 1989 NAAR 0,06 PROCENT IN 2024

1989: Aandelenorder Nederland ter waarde van 5.000 gulden

(gebruikelijke kosten)

- * Provisie aan- en verkoop: 1,5 procent
- * Toeslag voor de afhandeling van minimaal 7,50 gulden
- * Bewaarloon 3,50 gulden + btw
(sommige banken rekenen meer dan 10 gulden)
- * 0,12 procent belasting op effectentransacties

2024: Aandelenorder Nederland ter waarde van 5.000 euro (bij de voordeligste broker)

- * Provisie aan- en verkoop: 3 euro
- * Geen bewaarloon of servicekosten
- * Geen kosten voor de verwerking van dividend

De tijd waarin letterlijk de schaar in een aandeel ging om een coupon te knippen en daarmee dividend te ontvangen, ligt ver achter ons. Ook zijn effecten niet meer fysiek in grote en beveiligde kluizen opgeslagen. Ze kunnen nu in minder dan een milliseconde van eigenaar verwisselen. Het afscheid van het papieren aandeel en de digitaliseringsslag die daaraan vooraf is gegaan, heeft gezorgd voor een flinke daling in de kosten.

Regelmatig doet de VEB onderzoek naar onder meer de tarieven die banken en brokers hanteren voor effectentransacties. Zo kunnen beleggers een weloverwogen besluit nemen bij het kiezen van een (nieuwe) dienstverlener.

Een ander doel is de markt scherp te houden. Dat was volgens de VEB op meerdere momenten nodig. Zo uit de vereniging in 1972 via de media kritiek op de actie van een grote bank om het minimumtarief voor de afrekening van coupons en dividenden te verdrievoudigen, gecombineerd met de invoering van een toeslag van 15 gulden op de provisie bij orders tot 2.000 gulden.

In 1989 presenteert de VEB in *Effect* een vergelijkend onderzoek naar de kosten van banken en brokers. Conclusie: beleggers betalen hoge kosten voor aandelen en obligaties die op een buitenlandse beurs genoteerd staan. Bij zowel aan- als verkoop is zo'n 3,5 procent aan kosten verschuldigd. "Het fonds moet dus minimaal 7 procent stijgen, wilt u zonder verlies kunnen verkopen", zo vat *Effect* samen.

Maar ook de kosten voor een transactie in Nederlandse effecten zijn in die tijd niet mals. De VEB vindt de tarieven al lange tijd te hoog en bereikt samen met Bank Labouchere een doorbraak op het gebied van effectendienstverlening.

Op 2 januari 1996 wordt VEB Bottomline geïntroduceerd. Leden van de VEB krijgen de mogelijkheid om tegen een eenmalige (en fiscaal aftrekbare) afkoopsom levenslang te beleggen, zonder in de toekomst nog bewaarloon te betalen. Daarnaast worden transacties tegen kostprijs afgerekend. De Bottomline-rekening wordt een groot succes.

In de decennia erna treden veel nieuwe partijen tot de markt toe. Een aantal daarvan, zoals BinckBank en daarna DeGiro, weet de markt verder open te breken met lage kosten en gebruiksvriendelijke online platforms. Diverse andere brokers hebben het niet gered, en zijn gestopt of overgenomen.

De rek richting nog lagere kosten lijkt er inmiddels wel uit; beleggen is al fors voordeliger geworden. Dat is een voordeel voor de consument, want de kosten vreten direct aan het rendement. Dat wil overigens niet zeggen dat het ook beter is om meer te gaan handelen. Daar profiteert vooral de bank of broker van, niet de belegger.



DE AANTREKKINGSKRACHT VAN GOUD

Naast aandelen en obligaties zijn er natuurlijk ook niet-beursgenoteerde alternatieven in de beleggingswereld. **Kunst, wijn en vastgoed zijn sprekende voorbeelden, maar goud is daarbij misschien wel het populairst.**

De meningen over goud zijn verdeeld. Voor de een is het ‘gestold angstzweet’, voor de ander een middel om zich in te dekken tegen geldontwaarding. Hedendaags geld kan vrij makkelijk worden bijgedrukt (tegenwoordig vaak digitaal), terwijl dat bij goud niet kan.

Dat volop kunnen creëren van nieuw geld is eigenlijk een vrij recent fenomeen. Goud heeft namelijk een zeer rijke geschiedenis, waarin het een monetaire functie vervult. Zo wordt tot in de twintigste eeuw nog geregeld met gouden munten betaald. Daarna krijgen papiergeld en munten van andere metalen de overhand. Goud blijft niettemin nog lange tijd een grote rol spelen.

Als de VEB wordt opgericht in 1924, is er nog een gouden standaard: in de deelnemende landen is sprake van een koppeling tussen de valuta en een zekere hoeveelheid goud. Tijdens de Grote Depressie van de jaren 30 laten landen deze koppeling los, zodat ze meer bewegingsvrijheid krijgen om extra geld en krediet te kunnen creëren om de economie en het financiële systeem te ondersteunen.

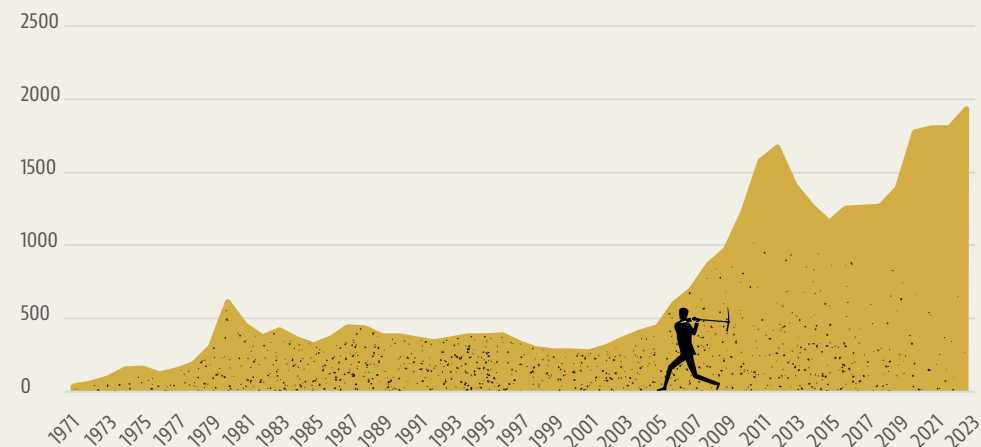
In 1944 breekt, na de torenhoge inflatie van de oorlogsjaren, een belangrijk nieuw monetair tijdperk aan. De Amerikaanse dollar – die al dominant was voor internationale transacties – wordt officieel de wereldreservemunt.

Er ontstaat een systeem van vaste wisselkoersen, waarbij alleen de dollar in een vaste verhouding (35 dollar per troy ounce; dat is 31,1 gram) inwisselbaar is tegen goud.

Dat systeem houdt stand tot 1971. Op 15 augustus besluit de toenmalige Amerikaanse president Richard Nixon om deze band met goud te verbreken. De Amerikaanse geldhoeveelheid neemt toe als gevolg



Goudkoers in Amerikaanse dollar per troy ounce



Bron: MacroTrends.net. Gemiddelde slotkoers per jaar.

van financiering van verschillende overheidsprogramma's, waardoor de gouddekking geleidelijk afneemt. Diverse landen, waaronder Nederland, vragen veel goud op uit de VS. De Amerikaanse goudvoorraad loopt daardoor sterk terug; dat zorgt voor de beslissing om te ontkoppelen.

Helemaal nutteloos is goud niet: veel centrale banken hebben nog altijd goudreserves, en met name in opkomende economieën breiden ze hun reserves uit. De Nederlandsche Bank (DNB) geeft aan nog 600 ton goud te bezitten (waarde: ruim 35 miljard euro eind 2023). Het goud wordt volgens DNB vooral aangehouden als reserve en is van oudsher een vertrouwensanker.

Sinds de ontkoppeling is de goudprijs gestegen van 35 dollar per troy ounce naar boven de 2.000 dollar. Dat komt neer op een gemiddeld rendement van ongeveer 8 procent per jaar – al zijn er lange perioden geweest waarin goud nauwelijks rendeert. Het blijft een indrukwekkende prestatie voor een metaal dat vooral in kluizen ligt opgeslagen en zelf helemaal niets produceert.

DE LANGE TREND OMLAAG

De kosten van passieve en actief beheerde beleggingsproducten dalen al jaren, en fondsbeleggers kiezen voor de voordeligste varianten in beide categorieën. **Daardoor betalen zij veel minder dan 30 jaar geleden.**

Bedroegen de gewogen gemiddelde kosten over alle beleggingsfondsen en etf's in 1994 nog net iets minder dan 1 procent, in 2022 is dat al gedaald naar 0,37 procent.

Bij passieve fondsen (bijvoorbeeld etf's) is dat slechts 0,12 procent; een daling van 60 procent ten opzichte van 1994. Opvallend genoeg zijn de gemiddelde kosten – dus zonder te kijken naar het belegd vermogen – van passieve fondsen sinds 1994 amper gedaald.

Beleggers hebben dus ook vooral zelf gezorgd dat zij minder betalen, door de verschuiving naar de goedkopere fondsen binnen zowel actief als passief. Het is de belangrijkste drijvende kracht achter de daling geweest.

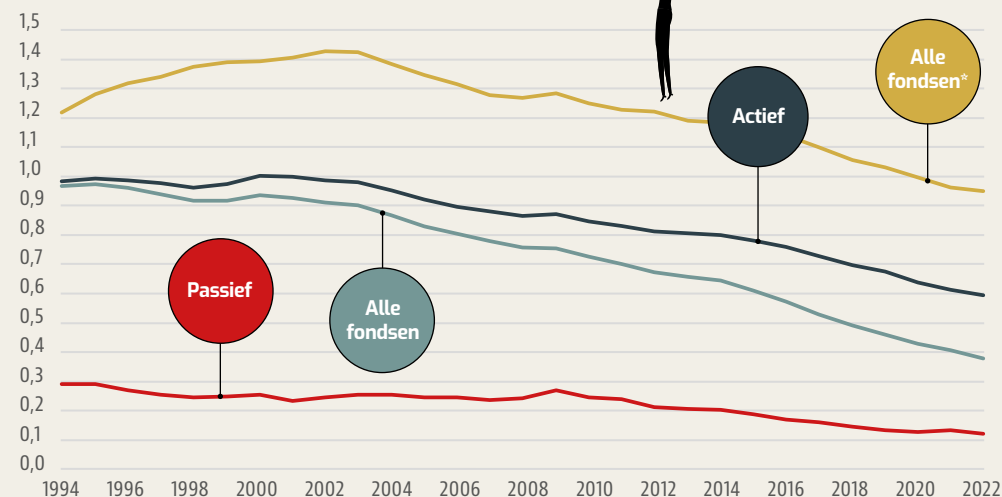
Beleggers kunnen nog weleens wispelturig zijn, maar de trend richting passief beleggen lijkt toch een blijvende te zijn. Door tegenvallende prestaties van actieve beheerders (het is lastig om de index te verslaan) en door de hoge kosten, zijn beleggers massaal overgestapt naar de goedkopere indexvolgende fondsen. Daardoor is de gewogen gemiddelde kostenratio over het totale belegde vermogen in fondsen een heel stuk opgeschoven richting die van de passieve fondsen. In 1994 was die nog vrijwel gelijk aan die van actieve fondsen, wat wil zeggen dat passief toen nog nauwelijks een rol speelde.

Het laat zien hoe prijsgevoelig beleggers zijn. Breed gespreide indexfondsen zijn de basis van menige portefeuille. Data van Morningstar laten bovendien zien dat sinds 2014 consistent geld in de 20 procent goedkoopste producten is gestroomd, terwijl aan de overige 80 procent voornamelijk geld is onttrokken.

KOSTEN EUROPA

Hoe zit het in Europa? Niet alle fondsen en etf's zijn hier beschikbaar. Op 1 januari 2018 schudt de PRIIPs-regelgeving de markt op. Het *Essentiële-*

De kosten van fondsen blijven dalen



Bron: Morningstar. De y-as toont de gemiddelde kosten van fondsen in de VS. Het percentage (behalve bij de gele lijn) is gewogen op basis van fondsvermogen, dus fondsen met een groter beheerd vermogen wegen zwaarder mee. *= (gelijke weging).

informatiedocument moet in de eigen taal van een Europees land beschikbaar zijn om een product daar aan te kunnen bieden aan particuliere beleggers. Veel Amerikaanse fondsen zijn hierdoor niet meer te koop. Jammer, aangezien die in veel gevallen lagere kosten hebben.

Toch neemt passief beleggen ook hier een vlucht, vooral in etf's. Het vermogen onder beheer op de Europese etf-markt is eind september 2023 gegroeid naar een record van 1.810 miljard euro.

De neerwaartse druk op fondskosten zal naar verwachting blijven. Concurrentie heeft ervoor gezorgd dat de kosten voor etf's op grote indices als de S&P 500 richting nul gaan. Die trend verspreidt zich ook naar andere delen van de markt. Allemaal in het voordeel van de passieve langetermijnbelegger.

DON'T PANIC!

Het is voor veel beleggers een instinctieve reactie bij een stevige koersdaling: **uitstappen**. Een onderzoek van de VEB wijst echter uit dat dit de minst lucratieve strategie is.

IN HET ONDERZOEK IS HET RENDEMENT BEREKEND VAN DRIE SOORTEN BELEGERS:

- 1 Een aandelenbelegger die niets doet (*buy and hold*)
- 2 Een belegger die ieder jaar balans aanbrengt in de weging van obligaties en aandelen (50 procent om 50 procent)
- 3 Een belegger die in paniek raakt als de beurs fors daalt (meer dan 25 procent). De laatste groep beleggers verkoopt op dat moment alle aandelen en stopt de opbrengst in de minder risicovolle obligaties om een jaar later weer vol in aandelen te stappen

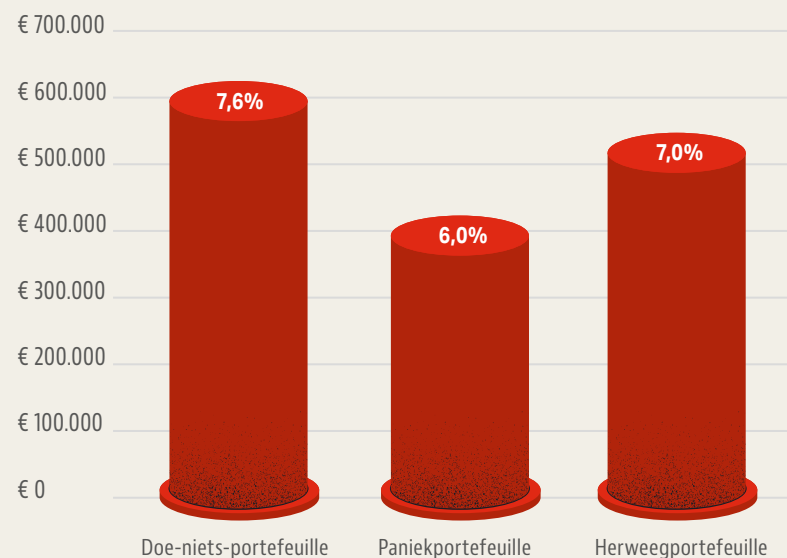
Het startpunt van het onderzoek (uit 2022) is oktober 1997 met een belegd vermogen van 100.000 euro. Voor de aandelenportefeuille is het uitgangspunt de S&P 500-index, waarbij dividenden worden herbelegd. Voor de obligatieportefeuille wordt een mandje genomen met Amerikaanse staatsobligaties met een gemiddelde looptijd van circa acht jaar.

1. In paniek verkopen levert met afstand het beroedste rendement op. De paniekportefeuille groeit van een ton naar circa 428 duizend euro (gemiddeld 6 procent per jaar). De doe-niets-portefeuille en de herweegportefeuille stijgen tot respectievelijk 619 duizend euro (7,6 procent per jaar) en 545 duizend euro (7 procent per jaar). Valuta-effecten zijn buiten beschouwing gelaten.

2. Het risicoprofiel – gedefinieerd als de beweeglijkheid van portefeuillerendementen – van de paniekportefeuille ligt lager dan van de buy-and-hold-portefeuille, maar dit wordt ruimschoots gecompenseerd door het hogere rendement. Het risico van de herweegportefeuille ligt wel substantieel lager.

Het eindbedrag over een periode van 25 jaar blijft flink achter bij paniekbelegger

De waarde van een portefeuille van 100.000 euro uit oktober 1997 na 25 jaar. Het percentage geeft het gemiddelde rendement op jaarbasis weer. Valuta-effecten zijn niet meegenomen.



Bron: Bloomberg, berekeningen VEB. Rendement inclusief herbelegd dividend.

3. In de analyse is geen rekening gehouden met transactiekosten. Door de sterk gedaalde handelsprovisies zullen rendementen niet significant veranderen. Het neemt niet weg dat de belegger die jaarlijks herweegt of in paniek verkoopt, een fractioneel lager resultaat zal boeken.

DE WAARDE VAN WAARDERING

De eeuwige vraag bij beleggen: zijn aandelen duur of juist een koopje?

En helaas: één maatstaf om die vraag te beantwoorden is er niet. Toch kan de CAPE-ratio een glimp geven van de staat en de toekomst van de aandelenmarkt.

De Amerikaanse econoom en Nobelprijswinnaar Robert Shiller introduceert eind jaren tachtig een waarderingsindicator die de Amerikaanse S&P 500 afzet tegen de gemiddelde winst van de bedrijven in die index over de afgelopen tien jaar. Voluit: de *Cyclically Adjusted Price-to-Earnings*-(CAPE)ratio. Hoewel de S&P 500-index pas in 1957 voor het eerst wordt gepubliceerd, maken historische data het mogelijk de CAPE-ratio voor een langere periode te berekenen. Die gegevens gaan terug tot 1871. De CAPE heeft tien jaar aan winstgegevens nodig, en op deze ratio is daarom een waarde te plakken vanaf de jaren 80 van de negentiende eeuw.

Waarom een tienjaarsperiode? Uitschieters in bepaalde jaren vertekenen zo minder; de winst wordt gemiddeld over economische cycli: periodes met groei, met een stagnerende economie en recessies.

De ruim 140 jaar aan gegevens bieden een uitkijkpunt over een heel lange termijn. Zo is de gemiddelde CAPE-ratio voor de Amerikaanse aandelenmarkt 17,4 sinds januari 1881. Over de twintigste eeuw is dat 15,5 en in de laatste twintig jaar 26,2.

Er gloort een trend richting een hogere waardering, maar met een CAPE van 30,8 eind september 2023 zijn de aandelen uit de VS behoorlijk duur; hoe je het ook bekijkt. Slechts in 89 van de 1712 voorgaande maanden is de ratio hoger.

Let wel: ook de CAPE-ratio is geen absolute voorspellende factor. Het cijfer ligt al sinds augustus 2009 boven het langetermijngemiddelde, maar de S&P 500 is in die periode verviervoudigd. En dat is nog zonder rekening te houden met dividend. Het is dus geen ratio die bijvoorbeeld het signaal

**CAPE:
geen
voorspeller,
wel signaal**

De CAPE-ratio in historisch perspectief

Tot en met september 2023.



Bron: Robert J. Shillers datapagina <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>. Koers van de S&P 500 afgezet tegen de gemiddelde winst over de voorgaande tien jaar.

geeft dat het tijd is om te verkopen. Onderzoek na onderzoek wijst uit dat het verstandig is om de portefeuille breed te spreiden, ook over de tijd heen, en dan rustig te blijven zitten.

Waarderingen zijn belangrijk en kunnen iets zeggen bij extremen – zoals in 1929 en eind 1999, waarna jaren van koersdaling volgden – maar beleggers met de lange termijn voor ogen hoeven er hun beslissingen niet van te laten afhangen. Zelfs wie de S&P 500 kocht op de hoogste CAPE ooit, december 1999, kon tot eind december 2023 nog een rendement inclusief herbelegde dividenden (in dollar) van gemiddeld 7 procent per jaar behalen.

KIJK VERDER DAN ALLEEN DE PRIJSINDEX

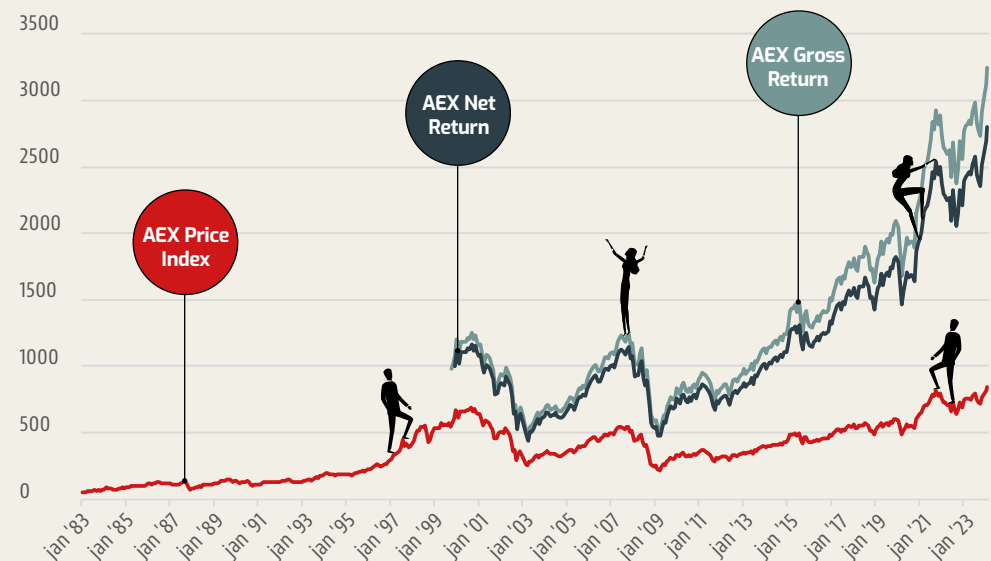
De AEX-prijsindex noteert op het moment van schrijven 858 punten. Een record, maar niet héél veel hoger dan in september 2000. Zo bezien lijkt het of beleggers in 23 jaar vrijwel niets zijn opgeschoten, maar die constatering is niet terecht. Het (herbelegd) dividend wordt in de prijsindex namelijk niet meegeteld. Daarom zijn er meer AEX-indices.

De AEX-index is dé indicator die het dagelijkse wel en wee van grote Nederlandse beursbedrijven – en het sentiment onder beleggers – weergeeft. Financiële media vestigen de aandacht op honderdpuntengrenzen, en pieken of dalen dienen als mijlpaal: 701 in september 2000 (hoogtepunt van de dotcom-bubbel), 858 in februari 2024 (de hoogste stand ooit op het moment van schrijven) tot bodems van 218 in maart 2003 en 199 in maart 2009 (dotcom-crash en kredietcrisis). Ze lopen parallel met de grote ontwikkelingen in de wereldeconomie.

De AEX is bedacht door de in 2023 overleden oud-minister Tjerk Westerterp, in zijn tijd als directeur van de optiebeurs in Amsterdam. De daadwerkelijke introductie is op 3 januari 1983. Daarbij worden er drie varianten gelanceerd: de prijsindex, de *Net Return* (NR) en de *Gross Return* (GR). Alle drie met een startwaarde van 45,38 (destijds: 100 gulden). De prijsindex is het cijfer dat vooral in de media gebruikt wordt om de dagkoers op de Nederlandse beurs aan te duiden. Voor dat doel is de index ook prima geschikt: de verandering in die index reflecteert hoe de onderliggende aandelen het die dag doen.

Maar op de lange termijn zegt de prijsindex – het meestgebruikte cijfer – steeds minder over het rendement dat een belegger behaalt. Daarvoor zijn de brutoherbeleggingsindex (*Gross Return*) en de nettoherbeleggingsindex (*Net Return*) beter geschikt. In de Net Return-index is het dividend uit de onderliggende aandelen netto na belasting weer terug bij de waarde opgeteld. Wie individuele aandelen koopt en dividendbelasting kan verrekenen, komt zelfs in de buurt bij het rendement van de Gross Return-variant, met herbelegd brutodividend.

Dividend maakt een gigantisch verschil



Bron: Bloomberg. Ontwikkeling van de AEX-prijsindex sinds 1983 en de AEX NR en de AEX GR sinds 1999.

En dat maakt verschil. De stand van de GR- en NR-variant is pas weer gepubliceerd vanaf 1999, maar daaruit blijkt wel dat dividend – vanzelfsprekend – sterk bijdraagt aan het resultaat. Een aandeel is uiteindelijk zijn dividend. Bovendien is duidelijk dat een belegger vanaf 2000 het vermogen dik heeft kunnen verdubbelen, terwijl de prijsindex in die periode slechts 16 procent is gestegen.

De stijging van de AEX GR met 148 procent sinds de eeuwwisseling is nog steeds niet een rendement om over naar huis te schrijven – slechts zo'n 3,9 procent per jaar – maar het is dus niet zo dat de indices nauwelijks van hun plaats zijn gekomen.

DURE ZAAK

Het beursdebuut van een bedrijf wordt stevast omgeven met rumoer, tamtam en champagne. Strak geregisseerde pr-campagnes moeten bij beleggers het gevoel aanwakkeren dat ze echt gek zijn als ze dit beurspareltje laten lopen. De koele cijfers wijzen echter anders uit.

“Niemand kan de waarde van een bedrijf beter beoordelen dan de verkopende eigenaren. En de verkoper bepaalt wanneer hij naar de beurs gaat.” Is getekend: Warren Buffett. De waardebelegger pur sang wijst erop dat dit niet “per se een moment is dat ook goed is voor beleggers”. Bij een IPO – *Initial Public Offering* – wordt het te verkopen bedrijf zo mooi mogelijk voorgesteld. Een bataljon aan juristen, zakenbankiers en natuurlijk de bestuurders: iedereen trekt alles uit de kast om het debuterende bedrijf in de best ogende staat te brengen. De afkorting IPO krijgt in de wandelgangen dan ook snel een alternatieve uitleg: *It's Probably Overpriced*.

In Amsterdam is het verband tussen het aantal beursgangen en de stand van de hoofdgraadmeter AEX groot, zo blijkt uit een analyse over de laatste dertig jaar. Als beurzen in de lift zitten, is veelal ook een toename van het aantal IPO's zichtbaar. Zo gaan enkele jaren voor of net na de millenniumwisseling tientallen bedrijven naar de beurs. Een deel van die IPO's – bijvoorbeeld die van spraaktechnologiebedrijf Baan (mei 1995) – wordt geen onverdeeld succes.

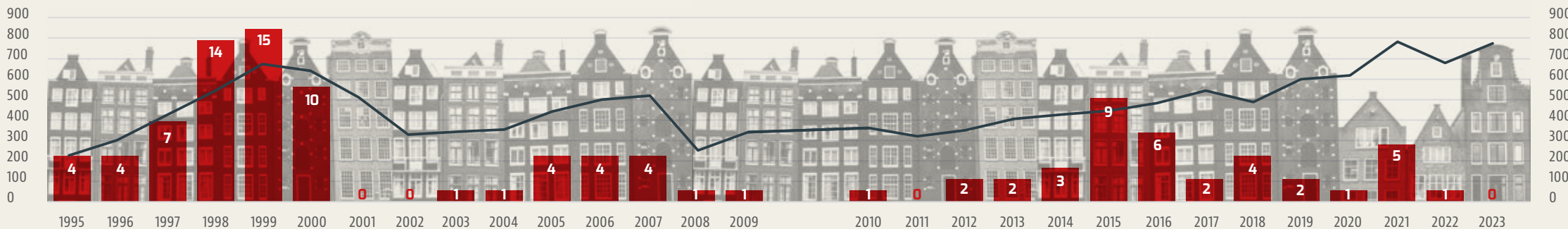
Bij rampspoed op financiële markten – denk aan het knappen van de internetbubbel, of de krediet- en eurocrisis – droogt het aantal beursgangen juist snel weer op. IPO's worden uitgesteld of zelfs helemaal afgeblazen vanwege de “uitdagende marktomstandigheden”. De verkopers vrezen dat beleggers niet tegen de door hen beoogde prijs op de aandelen willen inschrijven, nu de hele beurs lager is gewaardeerd.

Buffett mijdt al zijn hele beleggingscarrière beursgangen. Onderzoek laat ook zien dat aandelen in de eerste jaren na de IPO veelal matig presteren.

**IPO:
It's Probably
Overpriced**

Aantal debutanten volgt het sentiment op de beurs

De piek in beursgangen van eind jaren 90 is daarna nooit meer gehaald.



Bron: Bloomberg en Euronext. Aantal IPO's aan de Amsterdamse beurs afgezet tegen de AEX-index.

Grijze lijn: koers AEX. Rode staven: aantal IPO's per jaar.

LEGENDARISCHE BELEGGERS

Acht klinkende namen die een blijvend stempel hebben gedrukt op beleggen en het bepalen van een duurzaam renderende beleggingsstrategie.

JESSE LIVERMORE



1877-1940

Een echte zelfopgeleide daghandelaar. Vanaf zijn veertiende begint hij met handelen. Daarbij maakt hij gebruik van psychologie en van prijspatronen in de markt. Wordt gezien als pionier op het gebied van technische analyse.

Op zijn hoogtepunt bezit Livermore 100 miljoen dollar, wat overeenkomt met enkele miljarden nu. In zijn biografie *Reminiscences of a Stock Operator* (1923) worden zijn successen maar ook verliezen opgetekend. Livermore schuwde marktmanipulatie niet, een praktijk die in de jaren 20 van de vorige eeuw nog niet verboden was. Nadat toezichthouder SEC wordt opgericht in 1934, gaat zijn carrière bergafwaarts. Toch zijn Livermores lessen over gedrag op de beurs nog steeds relevant.

BENJAMIN GRAHAM



1894-1976

Grondlegger van het analyseren van effecten. Zijn boek *Security Analysis*, oorspronkelijk gepubliceerd in 1934 samen met David Dodd, is het eerste boek dat grondige logica en objectieve maatstaven toepast op het waarderen van aandelen en obligaties.

Benjamin Graham wordt wel gezien als de vader van het waardebeleggen. Hij is de mentor van Warren Buffett, die van hem college kreeg op Columbia University. Grahams fonds, de Graham-Newman Corporation, behaalt een gemiddeld jaarlijks rendement van 21 procent over een periode van twintig jaar. Zijn boek *The Intelligent Investor* uit 1949 geldt als een standaardwerk. De begrippen die Graham introduceerde, zoals *Mr. Market* en de *margin of safety*, zijn nog steeds actueel.

JOHN TEMPLETON



1912-2008

Beheerder en oprichter van het Templeton Growth Fund. Hoewel die naam anders doet vermoeden, is Templeton belangrijk geweest in de ontwikkeling van het wereldwijde waardebeleggen.

Aan de vooravond van de Tweede Wereldoorlog koopt Templeton voor 10.000 dollar aandelen van elk bedrijf op de beurs van New York dat voor minder dan 1 dollar wordt verhandeld. Na vier jaar verkoopt hij die weer voor 40.000 dollar. Templeton muntte beurswijsheden die ook nu nog steeds opgeld doen, zoals "De tijd van maximaal pessimisme is het beste moment om aandelen te kopen" en "De vier gevaarlijkste woorden bij beleggen zijn: *this time it's different*". Met zijn fonds behaalt hij een netto rendement van gemiddeld 16 procent per jaar over de periode 1954 tot 1992.

JOHN BOGLE



1929-2019

Bogle richt in 1974 vermogensbeheerder Vanguard op. Daarmee lanceert hij in 1976 het eerste indexfonds voor particuliere beleggers, de First Index Investment Trust, tegenwoordig het Vanguard 500 Index Fund.

Bogle is groot voorstander van het bouwen van een gediversifieerde portefeuille via fondsen met lage kosten en van het vermijden van overmatige handel en timing van de markt. Warren Buffett eert hem in zijn aandeelhoudersbrief van 2016: "Als ooit een standbeeld wordt opgericht om de persoon te eren die het meest heeft gedaan voor Amerikaanse beleggers, dan zou de keuze zonder enige twijfel op Jack Bogle moeten vallen."

WARREN BUFFETT



1930-

Mede-oprichter, voorzitter en ceo van Berkshire Hathaway dat met 885 miljard dollar aan beurswaarde een van de tien grootste beursfondsen ter wereld is.

.....

Met 120 miljard dollar aan vermogen is Buffett de negende rijkste persoon ter wereld (december 2023). Vanaf 1965, wanneer Buffett een controlerend belang in Berkshire Hathaway verkrijgt, weet hij de koers op te werken naar 615.000 dollar. Een rendement van meer dan 4 miljoen procent. Jaarlijks is dat een dikke 19 procent gemiddeld. Geen enkel ander aandeel of fonds kan over zo'n lange tijdsspanne dergelijke cijfers overleggen.

PETER LYNCH



1944-

Tussen 1977 en 1990 is Lynch beheerder van het Fidelity Magellan Fund, een fonds gericht op groeiaandelen. In die periode behaalt het fonds een gemiddeld rendement van 29,2 procent per jaar.

.....

Lynch is een voorstander van beleggen in bedrijven die je begrijpt. Zijn filosofie: "Kies voor een bedrijf dat door elke idioot kan worden gerund – want vroeg of laat zal waarschijnlijk toch een idioot het gaan runnen."

JIM CHANOS



1957-

Chanos is de oprichter van Kynikos Associates, een hedgefonds dat zich specialiseert in shortselling, waarmee geld verdiend wordt bij de daling van een beurskoers.

.....

Chanos' analyses van de financiële verslaggeving bij Enron hebben bijgedragen aan het blootleggen van een van de grootste boekhoudschandalen in de geschiedenis.

Chanos casht ook met een shortpositie in het Duitse betalingsbedrijf Wirecard, dat in 2020 faillissement aanvraagt. Niet alle posities zijn echter winstgevend geweest. Een short op Tesla in 2016 is geen succes.

NICOLAI TANGEN



1966-

Sinds september 2020 is Tangen ceo van het Noorse staatsfonds Government Pension Fund Global bij Norges Bank, het grootste investeringsfonds ter wereld.

.....

Het doel van het fonds is te zorgen voor een verantwoord lange-termijnbeheer van de inkomsten uit de Noorse olie- en gasvoorraden. Het fonds heeft 1.400 miljard euro onder beheer en plaatst 36 miljoen beursorders per jaar.

Met een jaarlijks gemiddeld rendement van 6 procent tussen 1998 en 2023 presteert het fonds niet slecht. De ware kracht schuilt echter in de invloed; het bezit ongeveer 1,5 procent van de aandelen in de wereld en kan via zijn beleggingskeuzes grote invloed uitoefenen.

TUSSEN AANHALINGSTEEKS

Bestuurders en commissarissen drukken zich bij voorkeur diplomatiek uit. Zeker als het gaat om bedrijven met een beursnotering. Gelukkig zijn er ook genoeg die niet bang zijn om stevige of openhartige uitlatingen te doen. Een eeuw beurs en business in elf krasse uitspraken.

ALBERT PLESMAN



Oprichter en voormalig president-directeur KLM

“Men vergaderde een keer per maand. Vader nam dan na het ontbijt een glas melk met Sanatogen, een versterkend middel, en ging naar kantoor. Moeder fluisterde hem bij de deur toe: ‘Wind je niet op, dan kun je rustiger de vragen beantwoorden’.”

Direct vanaf de oprichting van de Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V. in 1919, werkt KLM met een raad van commissarissen (rvc) en een raad van bestuur. Een unicum in die tijd. Oprichter Albert Plesman neemt genoeg met de titel van administrateur. In een boek over zijn vader tekent Albert Plesman junior op dat de ‘administrateur’ zich gruwelijk kon opwinden over de besprekingen met de rvc. KLM ging overigens pas na de dood van Plesman naar de beurs, in 1957.

“Nee, de balans is in orde, absoluut.”

Toenmalig Fortis-ceo Jean-Paul Votron in VEB-magazine *Effect* (april 2008) op de vraag of de balans van Fortis geen versterking behoeft. Begin oktober van datzelfde jaar wordt Fortis door de Nederlandse en Belgische staat genationaliseerd.

JEAN-PAUL VOTRON



voormalig ceo Fortis

“Ik werkte zelden ‘s avonds. Ook niet in de drukste tijden. Nachtwerk is er nooit van gekomen. Dat kan ook heel goed als je systematisch werkt. In wezen is een bedrijf als Shell niet anders dan de winkel van een kruidenier. Alleen iets groter.”

Gerrit Wagner is van 1971 tot en met 1977 ceo van Shell. Het is de tijd van hoofdpijndossiers als de oliecrisis en protesten tegen de aanwezigheid van Shell in Zuid-Afrika. Niettemin stelt Wagner in zijn biografie de zaken graag voor als niet al te ingewikkeld.

GERRIT WAGNER



voormalig president-directeur van Shell

FRITS PHILIPS



voormalig ceo Philips

“In ons laboratorium had een groep als een van de eersten in de wereld een eigen computer gemaakt. Het werkte met radiobuizen. Wij deden er proeven mee en gebruikten het voor allerlei berekeningen. Onze tweede computer werkte met transistors, wat een grote vooruitgang betekende.”

In zijn memoires tekent Frits Philips op dat zijn bedrijf al in een vroeg stadium bezig was met de bouw van computersystemen. Toch mist Philips in de jaren 80 de ICT-hausse grotendeels.

“Asperges van je bord nemen is eenvoudiger dan een sliert spaghetti.”

Topman Cor Boonstra vergelijkt in 1997 de kluwen van activiteiten van Philips met spaghetti. Hij zou liever een bord met enkele asperges zien. De uitspraak maakt de weg vrij voor zijn opvolgers om verschillende activiteiten af te stoten, waaronder de chipdivisie, beeldschermen en de lichtdivisie. Inmiddels concentreert Philips zich hoofdzakelijk op medische technologie.

COR BOONSTRA



voormalig ceo Philips

WIM KOK

voormalig
minister-president
en commissaris
bij o.a. ING, Shell,
KLM en TPG Post

“Een duivels dilemma.”

.....

ING-commissaris Wim Kok in 2004 tijdens de aandeelhoudersvergadering van ING. Beleggers uiten daar felle kritiek op een nieuw beloningsbeleid. ING-bestuurders gaan hierdoor fors meer verdienen. Voormalig vakbondsman Kok heeft als premier in 1998 de optiepakketten bij Philips bekritiseerd met zijn tijdloos geworden uithaal “exhibitionistische zelfverrijking”.

“Jij probeert ons zo hard als je kunt te beschadigen.”

.....

Ahold-topman Anders Moberg tegen toenmalig VEB-directeur Peter Paul de Vries na afloop van de aandeelhoudersvergadering van het supermarktconcern op 3 maart 2004. Tijdens die bijeenkomst uiten de VEB en institutionele beleggers scherpe kritiek op het beloningspakket van Moberg. Dat bestaat onder andere uit een gegarandeerde bonus, een fors optiepakket, een toekenning van gratis aandelen en een voor Nederlandse begrippen uitzonderlijk hoge ontslagvergoeding.

**ANDERS
MOBERG**

voormalig ceo
Ahold

**PETER
WENNINK**

ceo ASML

“Dik, dom en blij.”

.....

ASML-ceo Peter Wennink uit in september 2023 bij de opening van het academisch jaar zijn bezorgdheid over de verdien capaciteit van Europa. Hij pleit voor “een structurele aanpak in Europa om alle uitdagingen het hoofd te bieden”. Er is te veel zelfgenoegzaamheid, en volgens Wennink zijn we “dik, dom en blij” geworden. “Als we niet uitkijken, rijden we straks in een Chinese auto, gebruiken we alleen nog Amerikaanse technologie en halen we materialen uit Japan.”

“Managers van publieke ondernemingen doen wat zij private equity verwijten: kortetermijndenken. Optie- en aandelenregelingen in het beloningspakket trekken de blik niet echt naar de lange termijn.”

.....

Naamgever van de Nederlandse Corporate Governance Code, Morris Tabaksblat, in *De regels en het spel, gesprekken met Morris Tabaksblat* (2007), een boek van Pieter Couwenbergh en Hein Haenen.

**MORRIS
TABAKSBLAT**

voormalig ceo
Unilever, beroeps-
commissaris en voor-
zitter Commissie
Tabaksblat

**RENÉ VAN DER
BRUGGEN**

voormalig ceo
Imtech

“Ik was in 2001 de oprichter van Imtech. Het moge duidelijk zijn dat ik zeer betreurt wat er in 2015 is gebeurd.”

.....

In een rechtszitting in april 2021 spreken oud-bestuurders van Imtech zich voor het eerst uit over hun rol in de ondergang van de technisch dienstverlener. Van der Bruggen bezigt slechts twee zinnen in de rechtszaal. Kort en wel betreurt hij het faillissement, maar zou hem geen blaam treffen.

*“Jij beweert toch dat je zo snel kunt schakelen?
Dat kun je dan nu laten zien.”*

.....

SNS Reaal-ceo Sjoerd van Keulen krijgt in de zomer van 2006 op vakantie in Zuid-Afrika een telefoontje van de doorgewinterde zakenbankier Wilco Jiskoot van ABN Amro. Die bank wil zijn vastgoedfinancier Bouwfonds aan SNS Reaal verkopen. Van Keulen hapt toe. Nauwelijks zeven jaar later, begin 2013, zijn de verliezen van SNS Reaal dusdanig opgelopen dat de bank moet worden genationaliseerd.

**WILCO
JISKOOT**

voormalig
dealmaker
ABN Amro

KOERSDREUNEN

De rendementen van een brede index verhullen soms dalingen bij individuele bedrijven. Koersdreunen van tientallen procenten zijn geen uitzondering, ook niet bij Nederlandse beursfondsen.

Afgaand op de grafiek van de AEX-index hebben beleggers sinds 1983 ogenschijnlijk probleemloos een keurig gemiddeld rendement kunnen bijschrijven van 10 procent per jaar. Maar schijn bedriegt.

Veel bedrijven die ooit in de Amsterdamse hoofdingex zaten, kregen rake klappen. En ook nog eens op één handelsdag. Het is een beruchte lijst met bedrijfsnamen, waarvan een deel inmiddels niet meer bestaat. In bijna alle gevallen is de malaise te wijten aan mismanagement of fraude. De VEB heeft in veel van die zaken een actieve rol gespeeld bij het bereiken van compensatie voor gedupeerde beleggers.

De twijfelachtige eer van grootste daler uit de AEX-index ooit is aan **Fortis**. De financiële instelling maakt rond de eeuwwisseling furore door – via overnames – uit te groeien tot een van de grootste spelers in de Benelux. De megalomane

acquisitie van ABN Amro is het Waterloo van de Belgisch-Nederlandse bank. Tijdens de kredietcrisis gaat het mis. Fortis moet worden gered door de overheden van België, Nederland en Luxemburg en wordt in drieën opgeknipt. De eerste handelsdag nadat de staat de bank volledig inlijft, daalt de koers bijna 80 procent.

Beleggers in handelshuis **Van der Moolen** en technisch dienstverlener **Imtech** zien circa 70 procent van hun belegging in rook opgaan op de dag dat het faillissement wordt aangekondigd. Beide bedrijven zaten daarvoor al in zwaar weer. Imtech overleeft in 2014 ternauwernood een boekhoudschandaal door kapitaal op te halen, maar dit kan het bedrijf niet redden.

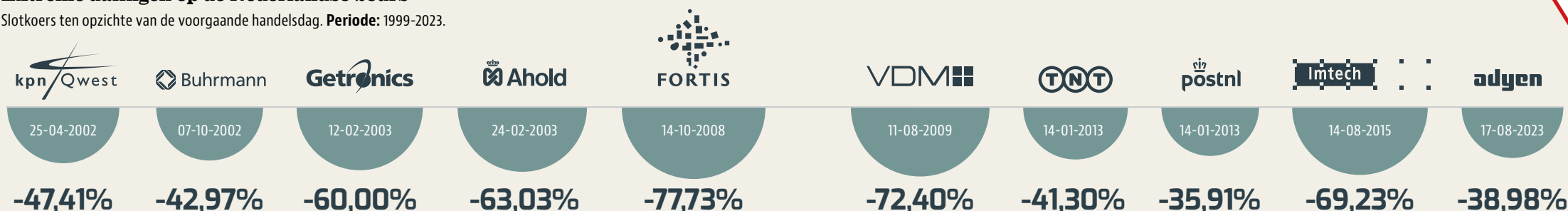
Ahold is een van de weinige bedrijven die herstellen van een grote afstraffing en zelfs sterker terugkomen. In 2003 raakt de koers in een vrije val nadat een grootscheepse boekhoudfraude bij dochterondernemingen aan het licht komt.

14 januari 2013 verdient een speciale vermelding. Die dag krijgen twee aandelen een dreun. De overname van **TNT Express** door het Amerikaanse UPS wordt door de Europese Commissie geblokkeerd, waardoor het Nederlandse transportbedrijf plotsklaps veel minder waard wordt. **PostNL** heeft op dat moment een groot belang in TNT Express, en wordt mee naar beneden gezogen.

Fortis is de grootste daler uit de AEX op één dag: -77.7%

Extreme dalingen op de Nederlandse beurs

Slotkoers ten opzichte van de voorgaande handelsdag. Periode: 1999-2023.



Bron: Bloomberg. Op chronologische volgorde. Een aantal beursfondsen in de top 10 daalde op meerdere dagen substantieel.

In dat geval hebben we de eerste grootste koersdaling opgenomen.

VIJF SMAKEN BEURS-EXITS

Champagne, lachende gezichten en een klap op de gong.

Nieuwkomers worden meestal ontvangen met een feestje op de beurs. Het vertrek gaat ook bepaald niet altijd geruisloos, zeker als aandeelhouders een ondermaats bod gepresenteerd krijgen en dat willen aanvechten. Een overzicht in vijf varianten.

1. STRATEGISCHE OVERNAMES

Het grootste deel van de beurs-exits is het gevolg van een strategische overname door een concurrent.

De rationale is dan vaak het jagen op een dominantere marktpositie, schaalgrootte en lagere kosten door inkoopvoordelen en het snoeien in (management)functies. Vrijwel alle grote Nederlandse beursbedrijven zijn het product van fusies of overnames.

Vanwege synergievoordelen kunnen strategische bidders – in theorie – vaak net wat meer betalen voor een prooi. Dat is vooral gunstig voor aandeelhouders van het bedrijf dat wordt gekocht. De praktijk laat wel zien dat samenwerkingsvoordelen er op papier vaak mooi uitzien, maar dat de realiteit toch wat weerbarstiger kan zijn; denk aan botsende culturen die de uitvoering flink in de weg kunnen zitten, zoals bij Air France en KLM.

Ook vinden transacties vaak plaats op het hoogtepunt van de cyclus, waardoor (te) hoge overnamepremies worden betaald. Denk aan de overnames van ABN Amro (bankentrio), Tele Atlas (TomTom) en Vedior (Randstad) in 2007, vlak voor het uitbreken van de kredietcrisis. Al snel na deze deals moest de overnemer zijn balans schoonvegen en de betaalde goodwill rigoureus uit de boeken elimineren.

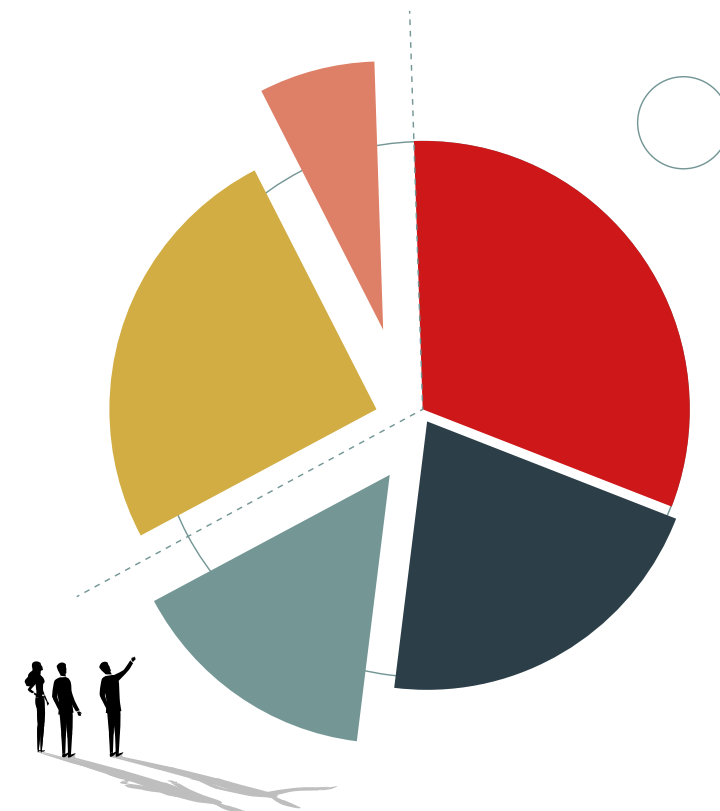
2. DURFKAPITALIST

Het is een beproefd concept van investeringsfondsen. Zoek een bedrijf dat kampt met tijdelijke tegenwind, met een bij voorkeur robuuste balans en een lage waardering op de beurs.

Zittende beleggers moeten oppassen. Als durfkapitalisten zich melden, vindt er vrijwel zeker een waarde-overdracht plaats van de argeloze aandeelhouder naar professionele investeerders. Zij verleiden beleggers met een bescheiden premie op de beurskoers. Indien bestaande grootaandeelhouders niet direct staan te trappelen om hun aandelen in te leveren, kan de mogelijkheid worden geboden om te blijven na de overname.

Die handelwijze komt steeds meer in zwang, getuige de overnames van Reesink, ICT Group en recent nog Beter Bed. Het management wordt gemasseerd met de toezegging dat het mag aanblijven en mee kan investeren in het niet-beursgenoteerde vehikel. De durfinvesteerder lapt het bedrijf in de jaren na de beurs-exit op en stopt er meer schuld in om uitzicht te hebben op een hoger rendement. Na enkele jaren wil de *private equity*-partij weer van het bedrijf af. Dat komt dan terug naar de beurs, of het gaat al eerder onderhands in de verkoop (geheel of in delen) tegen een dikke winst.

De laatste jaren zijn hier diverse voorbeelden van. Tot de verbeelding sprekende gevallen – in negatieve zin – zijn Vendex KBB en kunstvezelproducent TenCate. Beide bedrijven worden al kort na de overname ontmanteld en in delen verkocht. De totale verkoopopbrengst is een veelvoud van de overnamesom.



3. EIGENAAR SLAAT TOE

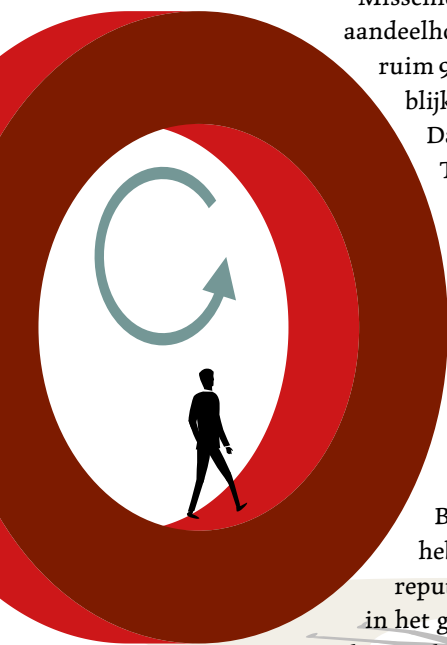
Soms is een overnemer een insider pur sang. De overtreffende trap daarvan is als een voormalig eigenaar 'zijn' bedrijf terugkoopt. Soms tot drie keer toe. Vooral wijlen bouwmaatschappij Dik Wessels was bedreven in het spelletje om zijn bouwbedrijf via de beurs te kopen en te verkopen.

VolkerWessels had sinds 1990 een beursnotering. Tot het bedrijf in 2003 wordt opgekocht door de familie Wessels via haar investeringsmaatschappij Reggeborgh. Vervolgens wordt het bedrijf achtereenvolgens (gedeeltelijk) verkocht aan opkoopfonds CVC, teruggekocht door de familie om in 2017 weer naar de beurs te worden gebracht. Drie jaar later, als de aandelen van alle bouwers onderuitgaan door kostenoverschrijdingen bij grote projecten, slaat de familie opnieuw toe. Zo verdient zij bij elkaar meer dan een miljard euro met de aan- en verkoop van het 'familiebedrijf'.

Misschien wel het meest flagrante geval van misbruik van minderheidsaandeelhouders is Hunter Douglas. Oprichtersfamilie Sonnenberg heeft ruim 90 procent van de aandelen in handen. In slechts tien maanden tijd blijkt Hunter Douglas plots drie keer zoveel waard te zijn geworden. Daarvan profiteert slechts de familie, op een verdachte manier. Trouwe minderheidsaandeelhouders worden zonder pardon buitengezet.

Het begint met Sonnenberg die probeert beleggers uit te kopen voor 64 euro. Na fel protest van de VEB en andere minderheidsaandeelhouders wordt het bod circa anderhalve maand later schoorvoetend verhoogd tot 82 euro per aandeel. Veel beleggers gaan op dat bod in.

De verbazing is groot als de familie op de laatste dag van 2021 aankondigt dat zij een controlerend belang in Hunter Douglas voor 175 euro per aandeel aan durfinvesteerder 3G heeft verkocht. Beleggers die kort daarvoor hun aandelen nog aan de familie hebben verkocht voor 82 euro, voelen zich, terecht, gepieeld. De reputatie van de beurs (en daarmee het vertrouwen van beleggers) is in het geding als waarheid, werkelijkheid en waardering in korte tijd zo schaamteloos gekneed worden.



4. FAILLISSEMENT

De minst prettige wijze om van het beurstoneel te verdwijnen, is een faillissement. Door de jaren heen zijn er spraakmakende voorbeelden geweest. Denk aan gevallen beurslievelingen als technisch dienstverlener Imtech, hoekmanbedrijf Van der Moolen, telecombedrijf KPNQwest en autobouwers DAF en Spyker.

De bedrijven maken verkeerde strategische keuzes en slagen er niet in relevant te blijven in een snel-veranderende wereld; aandeelhouders blijven met de scherven achter. Vaak handelen de (vrijwel waardeloze) aandelen nog een tijdje door nadat een faillissement is uitgesproken. Uiteindelijk wordt de notering – al dan niet gedwongen – geschrapt.



5. NATIONALISATIE EN ONTEIGENING

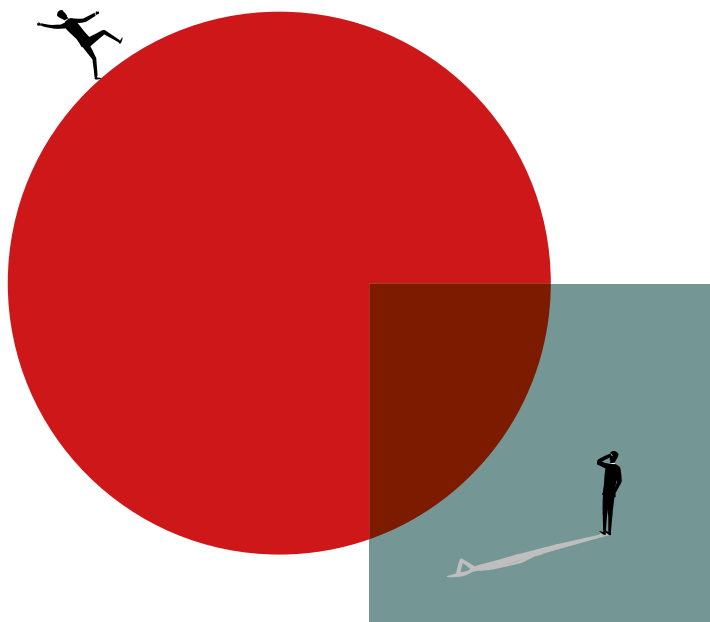
Een dreigend omvallen van een financiële instelling kan dusdanige gevolgen hebben dat de Nederlandse staat ingrijpt. Twee spraakmakende gevallen zijn Fortis en SNS Reaal. Tijdens de kredietcrisis van 2008 komt Fortis in de problemen nadat de Belgisch-Nederlandse bank zich heeft verslikt in de overname van ABN Amro. Jaren later volgt een grote schikking waarin gedupeerde aandeelhouders van Fortis worden gecompenseerd.

In 2013 dreigt SNS Reaal om te vallen nadat de overname van Property Finance desastreus heeft uitgepakt. Op 1 februari 2013 wordt de bank-verzekeraar genationaliseerd. Aandeelhouders krijgen na een uitspraak van de Hoge Raad een waarde van nul euro per aandeel toebedeeld. Na jarenlange procedures krijgen obligatiehouders van SNS Reaal wel een deel van hun inleg terug.



RAMPZALIGE OVERNAMES

Tallose studies zijn eraan gewijd, en de einduitkomst is eenduidig: een aanzienlijk deel van de fusies en overnames blijkt geen onverdeeld succes.



VERRASSEND VAAK IS EEN RODE DRAAD TE ONTDEKKEN:

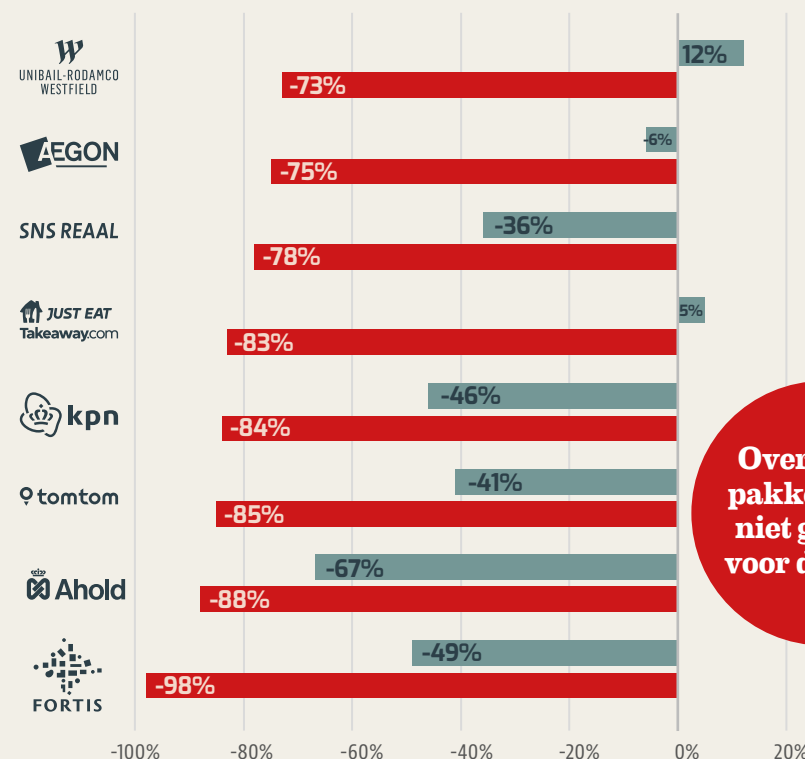
- ❶ De overname vindt plaats in een oververhitte markt en daardoor wordt te veel betaald;
- ❷ Bedrijven wijken plotseling af van hun kernactiviteit;
- ❸ Bedrijven gaan een ondoordacht buitenlands avontuur aan.

De grootste debacles voldoen zelfs aan meerdere van deze kenmerken.

De 8 grootste overname-mislukkingen

Acht overnames van Nederlandse beursfondsen die gepaard zijn gegaan met enorme verliezen voor de aandeelhouders van het overnemende bedrijf.

● Koersverloop AEX ● Koersverloop aandeel



Overnames pakken vaak niet goed uit voor de koper

Bron: Bloomberg, berekening VEB. Koersverloop in de drie jaar na de overname. Fortis wordt in minder dan drie jaar na de overname van ABN Amro genationaliseerd (hier is de koers op de eerste handelsdag na de aankondiging van de nationalisatie gehanteerd, 14 oktober 2008).

FORTIS & ABN AMRO



KOERSVERLIES:
98 procent (AEX -49 procent)



PERIODE KOERSVERLIES:
apr. 2007 – okt. 2008

Wat ging er mis?

Fortis, Royal Bank of Scotland en Banco Santander kopen in 2007 ABN Amro voor in totaal 72 miljard euro. De buit wordt opgeknipt en in drieën verdeeld. Het blijkt een enorme kat in de zak. Uiteindelijk moet Fortis 24 miljard euro afschrijven op de overname. Slechts een jaar na de overname komen Fortis en ABN Amro in de problemen en grijpt de staat in door de banken te nationaliseren.

JUST EAT TAKEAWAY & GRUBHUB



KOERSVERLIES:
83 procent (AEX +5 procent)



PERIODE KOERSVERLIES:
jun. 2020 – jun. 2023

Wat ging er mis?

Na grote overnames in Duitsland en Engeland dient de volgende prooi van Just Eat Takeaway zich aan, het Amerikaanse Grubhub. In juni 2020 wordt er een bod gedaan op Grubhub van omgerekend ruim 6 miljard euro. Een jaar later is de overname beklonken.

Topman Jitse Groen zal niet heel lang daarna flink spijt hebben gehad van de aankoop. Grofweg een jaar na afronding van de deal moet JET alweer 4,6 miljard euro afwaarderen op Grubhub. Overnames in de Verenigde Staten pakken zelden goed uit, en dat geldt ook voor maaltijdbezorgers. In 2023 besluit JET om Grubhub weer in de etalage te zetten.

AHOLD & US FOODSERVICE



KOERSVERLIES:
88 procent (AEX -67 procent)



PERIODE KOERSVERLIES:
mrt. 2000 – mrt. 2003

Wat ging er mis?

Ahold koopt de Amerikaanse leverancier van voedingsmiddelen om minder afhankelijk te worden van supermarktverkoop. Maar bijna drie jaar na de overname is de Amerikaanse dochteronderneming onderdeel van een grootschalig boekhoudschandaal. Het aandeel verliest in die periode bijna 90 procent.

SNS REAAL & PROPERTY FINANCE



KOERSVERLIES:
78 procent (AEX: -36 procent)



PERIODE KOERSVERLIES:
jul. 2006 – jul. 2009

Wat ging er mis?

Vlak na de beursgang van SNS Reaal brandt het opgehaalde kapitaal in de zakken van topman Sjoerd van Keulen. Dat geld zou worden ingezet voor bankovernames, zo was beleggers bij de IPO verteld. Maar SNS Reaal kan de verleiding niet weerstaan om bouwfonds Property Finance in 2006 over te nemen van ABN Amro.

Wanneer de kredietcrisis in volle hevigheid losbarst, blijkt de ontwikkelaar tjokvol te zitten met giftige leningen. De verliezen en afschrijvingen zijn uiteindelijk te groot om op te vangen met de bank- en verzekeringsactiviteiten van SNS Reaal, die redelijk blijven doordraaien. De Nederlandse staat nationaliseert de financiële instelling in 2013, en aandeelhouders en obligatiehouders worden onteigend.





KPN & E-PLUS

**KOERSVERLIES:**

84 procent (AEX -46 procent)

**PERIODE KOERSVERLIES:**

dec. 1999 – dec. 2002

Wat ging er mis?

Na de liberalisering van de telecomsector in Europa in de jaren 90, wil KPN een leidende rol spelen in de consolidatie van telecombedrijven. Het Duitse mobiele belbedrijf E-plus lijkt een mooie prooi. KPN wordt meerderheidsaandeelhouder nadat een lening van een kleine 10 miljard euro wordt omgezet in aandelen. Deze transactie vindt plaats op wat achteraf het toppunt van de internetbubbel blijkt: december 1999. De investeringen betalen zich nooit terug en de koers van KPN klappt in elkaar.

AEGON & TRANSAMERICA

**KOERSVERLIES:**

75 procent (AEX -6 procent)

**PERIODE KOERSVERLIES:**

feb. 1999 – feb. 2002

Wat ging er mis?

Eind jaren 90 lijken de bomen voor Aegon tot aan de hemel te groeien. De beurs blijft maar stijgen en de verzekeraar verdient goud geld aan beleggingsproducten die later bestempeld worden als woekerpolissen.

Met de overname van Transamerica, waarmee 8,6 miljard euro is gemoeid, probeert de verzekeraar voet aan de grond te krijgen in de VS. Dan spat de dotcom-bubbel uiteen. Het beleggen van polisgelden – het verdienmodel van verzekeraars – wordt hierdoor een stuk minder interessant. Ruim twee decennia na de overname is heel Aegon ongeveer evenveel waard als er voor Transamerica is betaald.

TOMTOM & TELE ATLAS

**KOERSVERLIES:**

85 procent (AEX -41 procent)

**PERIODE KOERSVERLIES:**

jun. 2007 – jun. 2010

Wat ging er mis?

Begin deze eeuw zijn de navigatie-apparaten van TomTom revolutionair. De overname van digitale kaartenmaker Tele Atlas moet de marktpositie nog eens verstevigen. TomTom legt na een hevige overnamestrijd met Garmin een knockout-bod neer van 2,9 miljard euro. Het blijkt al snel een miskoop. Al in het eerste jaar na de overname moet een miljard euro worden afgeschreven. In de drie jaar na de overname krijgen aandeelhouders een koersverlies van meer dan 80 procent voor de kiezen.

UNIBAIL-RODAMCO & WESTFIELD

**KOERSVERLIES:**

73 procent (AEX +12 procent)

**PERIODE KOERSVERLIES:**

dec. 2017 – dec. 2020

Wat ging er mis?

Vastgoedfonds Unibail-Rodamco betaalt eind 2017 omgerekend 21 miljard euro voor het Australische Westfield, dat veel Amerikaanse *malls* in de portefeuille heeft. Tot die tijd had Unibail-Rodamco alleen winkelcentra in Europa op de balans staan.

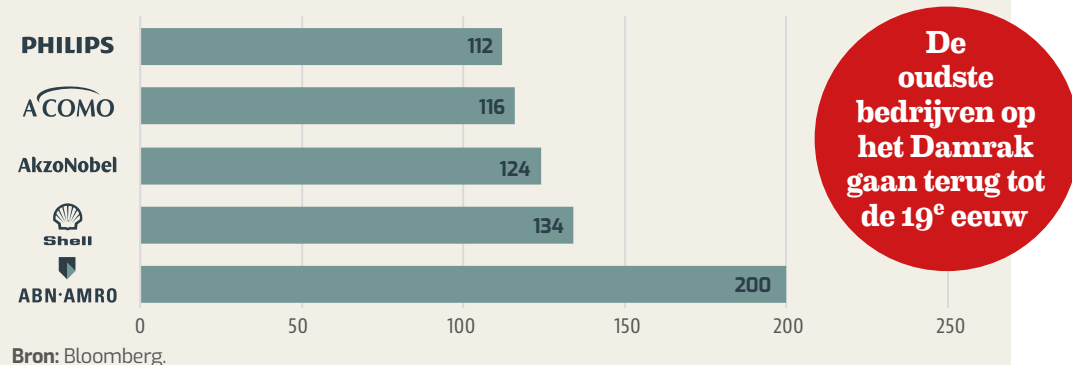
Vrij kort na de overname blijkt dat de aanhoudende verschuiving van *bricks* naar *clicks* zorgt voor gestaag dalende bezoekers bij winkelcentra. Bovendien wordt URW kwetsbaar doordat de overname grotendeels met schuld is gefinancierd. Tijdens de coronacrisis krijgt winkelvastgoed nog hardere klappen. Het Amerikaanse vastgoed staat inmiddels in de verkoop. De opbrengst zal waarschijnlijk een fractie zijn van wat er in 2017 voor is betaald.

DE OUDSTE BEURSNOTERINGEN

Ten tijde van de oprichting van de VEB worden aandelen van Philips, Shell en ABN Amro (al dan niet onder een andere naam) al verhandeld op de Amsterdamse beurs. **Vijf bedrijven die hun eeuwfeest op het Damrak al gevierd hebben.**

Bedrijven met de langste beursnotering aan het Damrak

Beursnotering in jaren, inclusief rechtsvoorgangers. ABN Amro was tussen 2008 en 2015 niet beursgenoteerd, toen het na de redding van Fortis (waar het onderdeel van uitmaakte) in handen was van de Nederlandse staat.



Touwfabriek G. van der Lee in Oudewater is waarschijnlijk de oudste onderneming van Nederland. Als oprichtingsjaar wordt 1545 vermeld. Ook op de Amsterdamse beurs hebben meerdere bedrijven al langer dan honderd jaar een notering.

ABN AMRO

De geschiedenis van de bank gaat terug tot de oprichting van de Nederlandsche Handel-Maatschappij (NHM) in 1824. Deze onderneming is een initiatief van

koning Willem I om de welvaart van Nederland te bevorderen. Het bedrijf houdt zich onder meer bezig met de financiering van industrie en handel in goederen. Later ontstaat uit een fusie van de NHM en Twentsche Bank de Algemene Bank Nederland (ABN), die vervolgens met de AMRO Bank (ook een fusiebedrijf, van de Amsterdamsche en de Rotterdamsche Bank) samensmelt tot ABN Amro.

SHELL

In 1890 ziet de Koninklijke Nederlandsche Maatschappij tot Exploitatie van Petroleumbronnen in Nederlands-Indië het levenslicht. Deze onderneming zou later bekend worden als Koninklijke Olie. Al in 1907 start een nauwe samenwerking met het Britse Shell en in 2005 worden de twee officieel bij elkaar gevoegd tot Royal Dutch Shell. In 2022 verhuist het bedrijf zijn hoofdkantoor naar Groot-Brittannië en gaat het predicaat 'Koninklijk' verloren.

AKZONOBEL

Verfproducent AkzoNobel is ontstaan uit een bonte verzameling fusiebedrijven. De voorloper met de oudste notering – zwavelzuurfabriek Ketjen – is al in 1900 beursgenoteerd. In de jaren 60 vormt Ketjen met onder andere verffabriek Sikkens het nieuwe AKZO. Vervolgens ontstaat AkzoNobel in 1994 na een fusie met het Zweedse Nobel Industries.

ACOMO

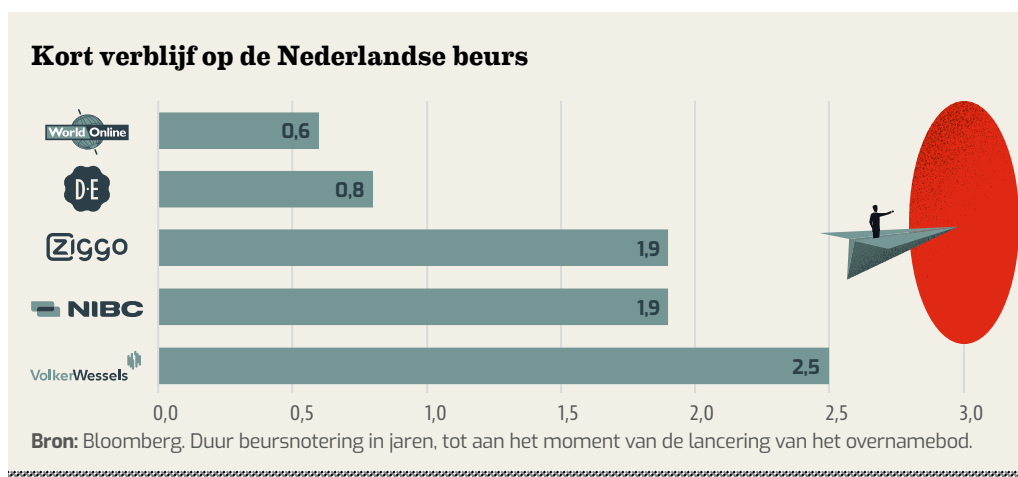
In 1908 krijgt de Rubber Cultuur Maatschappij 'Amsterdam' een beursnotering: de voorloper van Acomo. Dit bedrijf had verschillende plantages in Nederlands-Indië, maar na de onafhankelijkheid van Indonesië is het niet veel meer dan een lege huls. Via een omgekeerde overname komt Amsterdam Commodities (later Acomo) via deze bestaande notering in 1982 naar de beurs.

PHILIPS

Philips is sinds 1912 onafgebroken beursgenoteerd. Van origine staan de Eindhovenaren bekend om de gloeilampen, maar in de hoogtijdagen produceert het concern zo'n beetje alles waar een stekker aan zit. Na decennia van afslanken en afstoten is Philips vooral actief in de medische sector.

EN DE EENDAGSVLINDERS...

Tegenover oudgedienden als Philips en ABN Amro, staan ook meerdere bedrijven met een zeer korte beursnotering. **Vijf passanten aan het Damrak.**



WORLD ONLINE

Periode: 17 maart 2000 tot 6 november 2000 **Aantal dagen:** 234

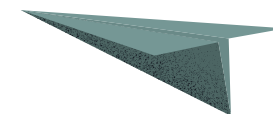
World Online moest een echt volksaandeel worden. Al snel blijkt dat de toekomst te rooskleurig is voorgesteld en dat topvrouw Nina Brink haar aandelen drie maanden voor de beursgang voor een fractie van de IPO-koers heeft verkocht.

Het aandeel keldert na een openingskoers van meer dan 50 euro binnen een paar maanden naar 10 euro. Concurrent Tiscali neemt het geplaagde World Online eind 2000 uiteindelijk over en World Online verdwijnt van de beurs.

DE MASTER BLENDERS 1753

Periode: 9 juli 2012 tot 12 april 2013 **Aantal dagen:** 277

Het Friese Douwe Egberts was in de jaren 70 eigendom geworden van het



Amerikaanse bedrijf Sara Lee. In 2012 wordt de koffiemaker afgesplitst en krijgt een Amsterdamse beursnotering onder de naam DE Master Blenders 1753. Een paar weken na dit beursdebuut blijkt een Braziliaanse dochteronderneming betrokken bij een boekhoudschandaal. Minder dan een jaar na de beursgang doet de Duitse investeerder JAB een bod op DE en haalt het weer van de beurs.

ZIGGO

Periode: 21 maart 2012 tot 27 januari 2014 **Aantal dagen:** 677

Telecombedrijf Ziggo is het product van een aantal fusies en komt in 2012 naar de beurs. Ondanks tegenvallende financiële resultaten, komt het Amerikaanse Liberty Global met een ruim overnamebod en zo wordt Ziggo na 677 dagen alweer van de beurs gehaald.

NIBC

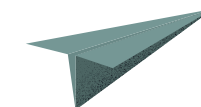
Periode: 23 maart 2018 tot 14 februari 2020 **Aantal dagen:** 693

In 2018 brengt investeerder J.C. Flowers een deel van NIBC naar de beurs. De investeringsbank is de grijze muis van het Damrak. Het aandeel handelt veelal onder de introductiekoers van 8,75 euro per aandeel. Toch komt de Amerikaanse investeerder Blackstone begin 2020 met een overnamebod van 9,85 euro. Als gevolg van de coronacrisis daalt ook de waarde van NIBC. Blackstone verlaagt het bod naar 7 euro, waarna het definitief wordt geaccepteerd.

VOLKERWESSELS

Periode: 12 mei 2017 tot 29 oktober 2019 **Aantal dagen:** 900

Het op het juiste moment kopen en verkopen van zijn eigen bedrijf was aan wijlen Dik Wessels wel besteed. VolkerWessels werd al twee keer verkocht en weer teruggekocht. Steeds met een transactie op een gunstig moment voor de familie. In 2017 gaat het bouwbedrijf weer naar de beurs, tegen een koers van 23 euro. Niemand zal verbaasd zijn geweest dat familiefonds Reggeborgh in 2019 weer een bod doet op de resterende aandelen. Met 21,75 euro per aandeel wordt het eigen bedrijf voor de zoveelste keer goedkoper teruggekocht.



CHIPMACHINES AAN KOP

Superlatieven schieten tekort als het gaat over de baanbrekende technologie van de machines van ASML. Maar ook bij de prestaties van de aandelen staat er geen maat op het bedrijf uit Veldhoven.

Dat blijkt uit een inventarisatie van de rendementen van bedrijven die minimaal 25 jaar een notering hebben in de Amsterdamse hoofdex, de AEX.

ASML wordt in de jaren 80 opgericht als een joint venture tussen ASM International en Philips. In 1995 gaat het bedrijf naar de Amsterdamse beurs. Vanaf dan groeit ASML uit tot een van de grootste bedrijven van Europa. Beleggers van het eerste uur kunnen ruim 60.000 procent aan rendement bij schrijven. Een investering van duizend euro in 1995 is eind 2023 meer dan 600.000 euro waard geworden.

Overigens zullen weinig beleggers de hele rit hebben gemaakt. In de eerste

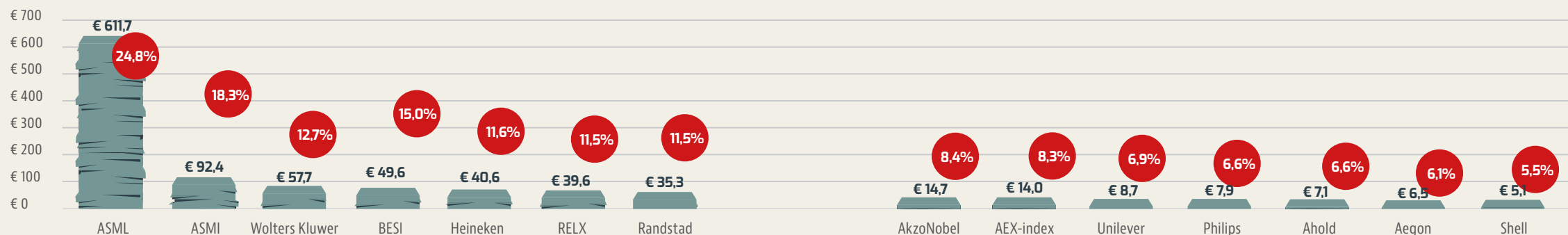
jaren zijn de aandelen extreem beweeglijk en gaat ASML zelfs een paar keer bijna kopje onder door technologische tegenvallers en andere tegenwind. Ook moet de Nederlandse staat bijspringen in de nasleep van de kredietcrisis: het bedrijf ontvangt in die tijd loonkostensubsidie.

In het kielzog van ASML weten kleine broertjes ASMI (9.200 procent totaalrendement sinds 1996) en BESI (4.900 procent rendement) de afgelopen decennia hun aandeelhouders ook te belonen. Dat zijn jaarrendementen van 18 procent (ASMI) en 15 procent (BESI). Ook Wolters Kluwer en RELX – die in de laatste twee decennia langzaam zijn getransformeerd tot databedrijven – behoren tot de rendementsknallers.

Bedrijven die actief zijn in ‘oude’ industrieën, blijven achter. Ahold, Unilever en Shell presteren allemaal slechter dan de AEX-index (circa 8 procent rendement per jaar), waar zij al die decennia onderdeel van uitmaken.

Shell is de hekkensluiter met een rendement van zo'n 5,5 procent per jaar. Dit bestaat bijna volledig uit dividend, van koerswinst is in de laatste dertig jaar nauwelijks sprake. Ze zullen in Veldhoven ongetwijfeld een beetje lachen over het feit dat chips en data het nieuwe olie worden genoemd.

Wat levert een belegging van 1 euro op bij de oudgedienden in de AEX?



Bron: Bloomberg. Rendement inclusief herbelegde dividenden sinds 1990.

Linker-as: rendement op een belegging van 1 euro in 1990. In rood het gemiddelde jaarlijkse rendement

Bij Randstad (1991), ASML (1995), BESI (1995) en ASMI (1996) is het rendement sinds het jaar van de beursgang genomen.

RENDEMENT, RISICO & RECHT

Dit is een uitgave van de VEB ter gelegenheid van het **100-jarig bestaan** van de vereniging.

HOOFD- EN EINDREDACTIE

Nico Binnendijk, Arjan Kors en Robert Rosenau

REDACTIE

Tom Anderton, Eric van den Hudding,
Jasper Jansen, Joost Schmets en David Tomic

REDACTIONELE ONDERSTEUNING EN VORMGEVING

Contenture (www.contenture.nl)
Brad Kokke, Mans Kuipers en Maaik Vries

DRUKWERK EN BEGELEIDING

Roularta Media Group

OPLAGE

31.000

MET DANK AAN

Martien van Winden, Hoofbosch Beleggingsfonds,
Cherelt Kroeze en Siebert Weitenberg,
Stichting Capital Amsterdam

BRONNEN

- Couwenbergh, P. en Haenen, H. (2007). *De regels en het spel, gesprekken met Morris Tabaksblat*. Atlas.
- Frentrop, P. (2014). *Het recht van den effectenbezitter, VEB negentig jaar in actie*. VEB.
- Freseman Gratama, J.A. en anderen. (1974). *Aspecten van effecten, vijftig jaar Vereniging Effectenbescherming*. Universitaire Pers Rotterdam.
- Horn, N. van. (1993). *Russische schulden aan Nederland na de revolutie*. BMGN – Low Countries Historical Review.

- Nieuwkerk, M. van en Kroeze, Ch. (2007). *Bubbels: spraakmakende financiële crises uit de geschiedenis*. Sonsbeek Publishers.
- Seumeren, H. van. (1989). *Gerrit A. Wagner, een loopbaan bij de Koninklijke Veen*.
- Vries, Joh. de. (1976). *Een eeuw vol effecten. Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs, 1876-1976*. Vereniging voor de Effectenhandel.
- Waard, P. de. (2023). *Het geheim van Beursplein 5, het turbulente verhaal van vijftig jaar Amsterdamse effectenhandel*. Uitgeverij Balans.
- Wennekes, W. (1993). *De Aartsvaders, grondleggers van het Nederlandse bedrijfsleven*. Uitgeverij Olympus.
- Winden, M. van. (2010). *De financiële canon van Nederland, lessen uit het verleden zijn een garantie voor de toekomst*. Uitgeverij Balans.

FOTOGRAFIE

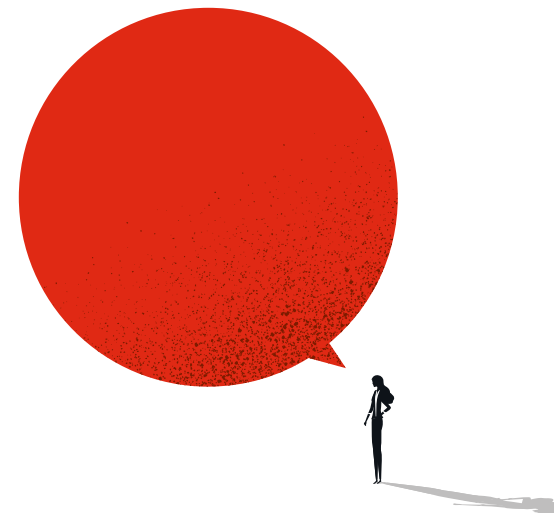
- Pagina 8: **Russische obligaties** – Alamy, The History Collection
- Pagina 20: **World Online** – Marcel Antonisse/ANP
- Pagina 21: **Zitting Triodos Bank** – Roger Cremers
- Pagina 29: **Jeroen van der Veer** – Robin Utrecht
- Pagina 30: **Maximo Ibarra** – Lex van Lieshout/ANP XTRA
- Pagina 31: **Jan Bennink** – Roger Dohmen en **Jean-François van Boxmeer** – Koen van Weel/ANP
- Pagina 34: **Wall Street 1929** – EPA/AFP
- Pagina 35: **Bernie Cornfeld** – Keystone/Photopress Archive/Str
- Pagina 36: **Shoichiro Toyoda** – Johnny Eggitt/AFP
- Pagina 37: **Jeff Bezos** – Stuart Isett/Polaris Images

- Pagina 40: **Ken Lay** – Aaron M Sprecher/EPA en **Markus Jooste** – Rodger Bosch/AFP
- Pagina 41: **Jho Low** – Stuart Ramson/Associated Press
- Pagina 42: **Cuñat Cerveró** – Evaristo Sa/AFP
- Pagina 43: **Calisto Tanzi** – Paco Serinelli/AFP en **Rodney Adler** – Getty Images/Fairfax Media/The Sydney Morning Herald/Contributor
- Pagina 46: **Dag van de Belegger** – Bert Verhoeff
- Pagina 50: **Adrian Cadbury** – Personalities/Topfoto, **De aandeelhouder** – Hollandse Hoogte/ANP en **Morris Tabaksblat** – Roger Dohmen/Hollandse Hoogte
- Pagina 51: **Jean Frijns** – Erik van der Burgt/VRBLD photofilm/Hollandse Hoogte en **Pauline van der Meer Mohr** – Peter Hilz/Hollandse Hoogte
- Pagina 52: **Heineken** – Dutchmen Photography/Shutterstock
- Pagina 102: **Jesse Livermore** – Topfoto en **Benjamin Graham** – Wikimedia Commons/mejorbroker.org
- Pagina 103: **John Templeton** – Peter Morgan/Reuters en **John Bogle** – Bill Cramer/Wikimedia Commons
- Pagina 104: **Warren Buffett** – Bob Strong/AFP en **Peter Lynch** – Gamma Presse Images
- Pagina 105: **Jim Chanos** – Mike Segar/Reuters en **Nicolai Tangen** – Ilja C. Hendel/Laif
- Pagina 106: **Albert Plesman** – Wikimedia Commons/Fotocollectie Elsevier en **Jean-Paul Votron** – Phil Nijhuis
- Pagina 107: **Gerrit Wagner** – Rob Mieremet/Wikimedia Commons/Nationaal Archief,

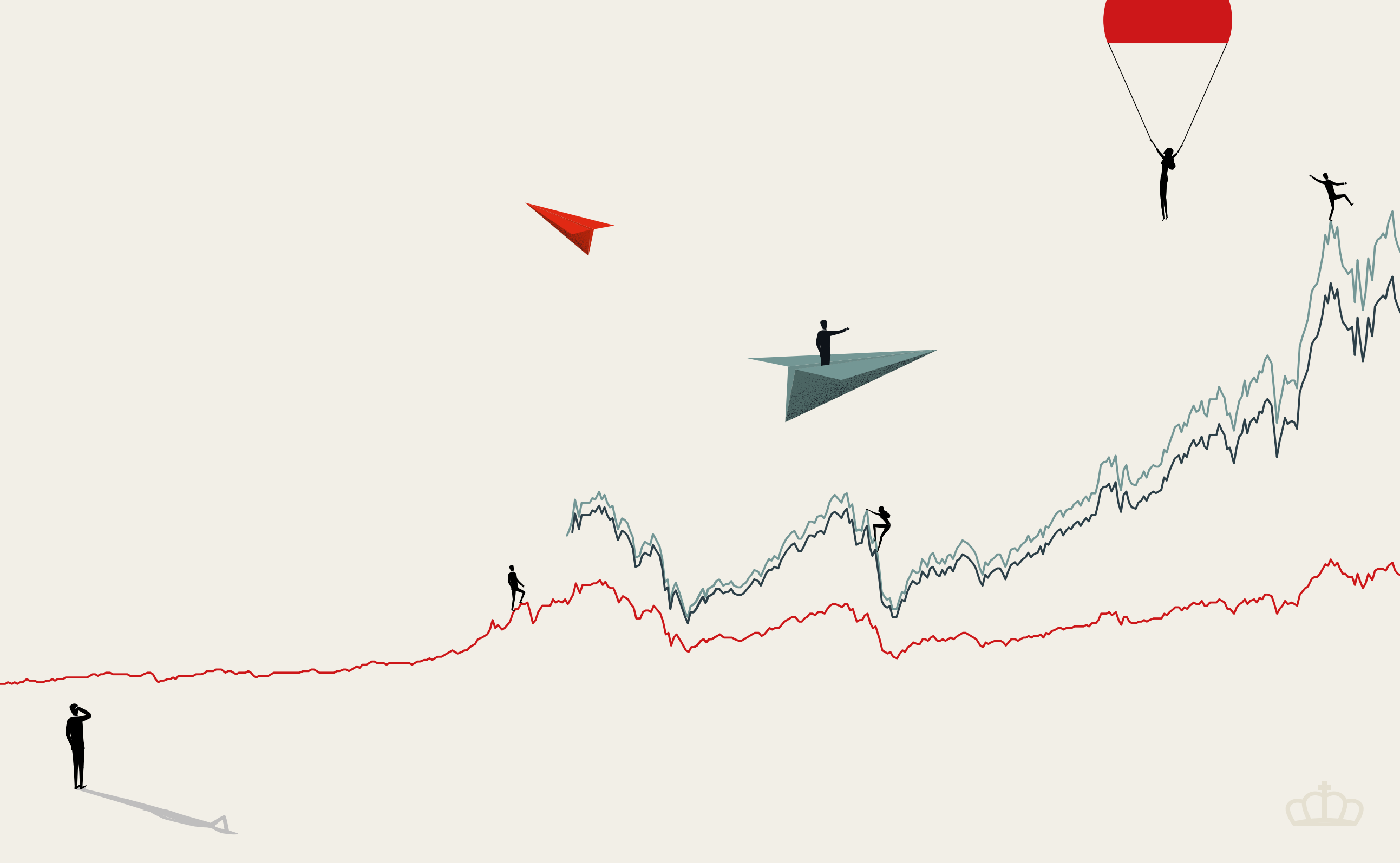
- **Frits Philips** – Bert Verhoeff en **Cor Boonstra** – Rob Croes/Wikimedia Commons/Nationaal Archief
- Pagina 108: **Wim Kok** – BELGA, **Anders Moberg** – Peter Hilz/Hollandse Hoogte en **Peter Wennink** – Lex van Lieshout/ANP XTRA
- Pagina 109: **Morris Tabaksblat** – Roger Dohmen/Hollandse Hoogte, **René van der Bruggen** – Hans Steinmeier/ANP en **Wilco Jiskoot** – Erik van der Burgt/VRBLD photofilm

ILLUSTRATIES

Shutterstock/ Jozef Mičic
(www.minimalillustrations.com)



Disclaimer: Deze uitgave is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid samengesteld. De VEB aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor mogelijke gevolgen die zouden kunnen voortvloeien uit het gebruik van de in deze uitgave opgenomen informatie. Deze uitgave is samengesteld tussen september 2023 en maart 2024. De peildatum voor verschillende koersen, marktkapitalisaties, wisselkoersen en andere cijfers verschilt van artikel tot artikel. De cijfers kunnen dus op het moment van publicatie alweer (stevig) veranderd zijn. De informatie in deze publicatie is geen advies, maar is uitsluitend bedoeld voor algemene informatiedoeleinden.



100 JAAR VEB

Op 8 maart 1924 wordt de VEB opgericht in Den Haag. De Vereniging van Effectenbezitters bestaat dus 100 jaar. Een jubileum om uitgebreid bij stil te staan. In het jubileumboek ***Rendement, risico & recht, 100 jaar beleggen met de VEB*** treft u een bonte verzameling artikelen, feiten, cijfers, beelden en grafieken aan over alles wat beleggen leuk, interessant en lucratief maakt. In 43 artikelen presenteren de economen, juristen en redacteurs van de VEB een scala aan cijfers en gebeurtenissen die samenhangen met beleggen, met de beurs en met de manier waarop de VEB daar vanaf 1924 een rol in speelde, speelt en zal blijven spelen.



De artikelen in dit boek zijn onderverdeeld in vijf thema's:



HET RECHT VAN DEN EFFECTENBEZITTER

Met zeven mijlslaarzen door de geschiedenis van de VEB: wat was precies de reden voor de oprichting van de vereniging en waar speelde en speelt de VEB een rol van betekenis?



TOEZICHT EN GOVERNANCE

Een goed functionerende beurs is gebaat bij toezicht, regelgeving, transparantie en gelijke kansen. In honderd jaar is er op die vlakken veel bereikt.



FEITEN EN CIJFERS

De beurs blijft een van de meest fascinerende onderdelen van onze economie. Feiten en cijfers over beleggen in Nederland en wereldwijd.



RENDEMENT

Daytrader of *buy-and-hold*-belegger: zonder rendement, koerswinst of dividend is de lol in het beleggen er snel vanaf. Veertien beschouwingen over marktstrategieën en beleggingstactieken die bepalend zijn voor rendement.



KOERSBEPALERS

Ondernemers, bedrijven en beleggers die een cruciale rol speelden (en spelen) voor het aanzien van de beurs.

