



## Beleggen met geleen

Door slechte beursjaren en aandelenlease-affaires daalde de interesse in beleggen met geleend geld. Toch lonkt de nog altijd lage rente. Hoe riskant is beleggen met geleend geld? » Tom Loonen en Arjen Schepen

**B**eleggen met geleend geld is voordelig wanneer het netto rendement op de beleggingen hoger is dan de netto rente die op de lening wordt betaald. Inderdaad een open deur, maar er zitten aspecten aan dit uitgangspunt die de moeite waard zijn om er eens dieper op in te gaan. Ten eerste het netto rendement. Dit bestaat uit het beleggingsresultaat minus kosten, zoals bewaaren beheerloon en transactiekosten. De netto rente is de rente die na kosten (afsluitprovisie, de kosten van onderpand en dergelijke) en eventuele fiscale verrekeningen op de lening wordt betaald. Daarbij is van belang dat van de meeste leningen waarmee effecten worden gefinancierd, de rente niet aftrekbaar is van het inkomen. Wel komt de lening in aftrek op het vermogen dat in box 3 de grondslag voor heffing van de 1,2% vermogensrendementsheffing (vrh) vormt.

### Dga en zijn eigen bv

Een situatie waarin niet de gehele rente gecompenseerd hoeft te worden, is die waarin een directeur-grotaandehouder (dga) leent van zijn besloten vennootschap (bv). Omdat de dga dan de rente aan zijn eigen bv

betaalt, houdt hij een groot gedeelte van de rente in eigen zak. De vennootschapsbelasting (vpb) en de heffing in box 2 van de inkomstenbelasting snoepen samen bijna 48% van de rente af. Wanneer het voorstel 'Werken aan winst' van de regering Balkenende 3 het haalt, waarin een verdere verlaging van het vpb-tarief wordt bepleit tot 25,5%, wordt dat ruim 44%. Dus in dat geval behoudt de dga 56% van de aan de bv betaalde rente. Terwijl het lenen van bijvoorbeeld een bank betekent dat u 100% van de rente moet betalen.

In de situatie waarbij een particulier een lening aangaat om effecten te kopen, zijn er zoals gezegd geen mogelijkheden om de bruto rentelast te verlagen. In dat geval dienen dus de beleggingen minimaal deze rentelast te compenseren.

Bij de berekening van het voor- of nadeel over meerdere jaren, kan echter niet worden volstaan met het aftrekken van het rentepercentage van het rendementspercentage. Er zal in absolute termen naar het resultaat moeten worden gekeken. Stel dat in jaar 1 de netto rente op de lening 4% is en het netto beleggingsresultaat 7% negatief. Als in jaar 2 wederom 4% rente wordt betaald en een positief beleggingsrendement wordt behaald van 7%, dan lijkt de vermo-

gensachteruitgang na twee jaar gelijk aan de betaalde rente. Het positieve rendement in jaar 2 gaat echter niet over 100% van de beleggingen, maar over slechts 89% van de oorspronkelijke inleg, omdat het vermogen waarover het rendement kon worden behaald in waarde was gedaald. De werkelijke vermogensachteruitgang komt neer op bijna 9% in plaats van 8%.

Hoe groot is de impact van een procent meer of minder rente? Stel: Koos leent een

### HOE GROOT IS DE IMPACT VAN EEN PROCENT MEER OF MINDER RENTE?

bedrag van €100.000 bij een bank. Zijn streven is om met de beleggingen die hij hiervoor koopt minimaal de rente die hij moet betalen goed te maken. Hij heeft een beleggingshorizon van tien jaar. Na afloop van die termijn wil hij dus dat er nog steeds minimaal €100.000 aan beleggingen is en hij hoopt natuurlijk op meer. Omdat de schuld nominaal blijft, hoeft hij voor een positief resultaat geen rekening te houden met inflatie. Hij realiseert zich dat hij, om een positief resultaat te behalen, voorna-

melijk in aandelen en alternatieve beleggingen (zoals vastgoed- en hedgefondsen) moet beleggen, en beperkt in obligaties. Hij kiest dan ook voor een vermogensgroeiprofiel dat voor 60% uit aandelen, 20% uit alternatieve en 20% uit vastrentende waarden bestaat. Als hij ieder jaar 4% rente verschuldigd is, dan is de kans dat zijn beleggingen na tien jaar in ieder geval €100.000 waard zijn ongeveer 72%, uitgaande van historische statistische gegevens over de afgelopen dertig jaar. In drie van de tien gevallen lijdt Koos verlies. Naar verwachting heeft de portefeuille na tien jaar een omvang van €147.000. Hierbij is nog geen rekening gehouden met de vermogensrendementsheffing van 1,2% die jaarlijks over het positieve saldo van beleggingen minus schuld moet worden betaald.

Als Koos niet 4% maar 5% rente per jaar moet betalen, dan neemt de kans dat hij minimaal zijn lening kan terugbetalen af tot 63%, bij 6% rente per jaar is de kans hierop nog slechts 52%. Dit houdt in dat Koos in één op de drie respectievelijk één op de twee gevallen zijn lening niet met de aangelegene beleggingen kan terugbetalen en er dus een restschuld ontstaat.

En eigenlijk is de doelstelling van Koos niet eens bijzonder ambitieus. Waarom zou

## Onder controle

**B**ouwnedernemingen en boeren hebben iets gemeen. Of het nu goed of slecht gaat, ze klagen. Neem nu bouwbedrijf BAM. Deze week moest dit bedrijf melding maken van problemen bij zijn Duitse dochter Wayss & Freytag Schlussfertigbau. Als één van de argumenten voor het winstalarm voert BAM aan dat de aantrekkende Duitse economie de ondernemingsleiding overvallen heeft. De prijzen van grondstoffen en onderaannemers zouden veel sneller dan verwacht zijn opgelopen.

Het is niet de eerste keer dat een Nederlandse bouwster in Duitsland in de problemen komt. Begin jaren negentig maakte HBG, dat nu onderdeel is van BAM, al grote verliezen in Duitsland. Deze deden zich voor een groot deel bij Wayss & Freitag voor. Ook aan het begin van dit millennium waren er grote verliezen.

Er is kennelijk meer aan de hand dan dat de Duitse bouwmarkt moeilijk is. Blijkbaar slaagt BAM er maar niet in om dit onderdeel goed onder controle te krijgen. Op zich is dit niet vreemd. In de wetenschappelijke literatuur beschouwt men buitenlandse dochters als belangrijke risicofactoren waar het gaat om fraude. De ondernemingen staan op afstand, waardoor controle minder goed mogelijk is, en ze opereren in andere culturen. Daar weten ze bij Geonics en Ahold alles van.

De problemen die BAM heeft, staan niet op zichzelf. De bouwsector heeft in brede zin een notoir slecht track record waar het gaat om moraliteit. De banken kijken met

grote scepsis naar deze bedrijven. Vooral kleinere aannemers krijgen maar moeilijk krediet, omdat de sector zeer cyclisch is en omdat het laten ploffen van bv's er buitengewoon veel voorkomt. Ook de relatie met de fiscus en de bedrijfsverenigingen is om voor de hand liggende redenen ver-

re van goed. Het systeem van verboden prijsafspraken lijkt — tegen de achtergrond van nieuwe berichten over mogelijke onoorbare praktijken — nog niet uitgeroeid te zijn.

Als je de jaarverslagen van bouwbedrijven bekijkt, lijkt het dat ze zich iets aangetrokken hebben van de recente problemen. Alle beursgenoteerde bedrijven besteden opmerkelijk veel aandacht aan hun corporate governance. Ze toetsen zichzelf omstandig aan de code-Tabaksblat en rapporteren over de maatregelen die ze hebben genomen om de beheersing van hun bedrijfsprocessen te verbeteren. Het moet een goudmijn voor consultants zijn geweest.

Dat roept bij mij de vraag op of het allemaal wel helpt. Papier is gewillig. De casus van BAM doet mij het ergste vrezen. Het ging immers om een bedrijfsonderdeel waar langdurig structurele problemen waren. De onderneming heeft echter wel een 'in control statement' afgegeven. Kennelijk kan ik er als belegger er niet op vertrouwen dat de onderneming in kwestie deze verklaring ook daadwerkelijk waarmaakt door echt iets aan de interne beheersing te veranderen. Ik vind dat zorgelijk.

Ongelukken kunnen altijd gebeuren. Een in control statement is geen waterdichte garantie. Wat mij echter zorgen baart, is het handelen van BAM nadat het management had vastgesteld dat er problemen waren. Een potentiële miljoenenfraude is een zeer koersgevoelig feit. Dat moet zo snel mogelijk aan de belegger gemeld worden. Naar mijn opvatting had BAM, toen duidelijk werd dat er problemen van grote omvang waren, dit direct aan de aandeelhouders moeten melden en een indicatie moeten geven van de potentiële omvang. Daarna kan men beginnen met het precies vaststellen van de schade en het nemen van corrigerende maatregelen. Nu wekt BAM de indruk geen openheid te willen geven. Tegen een achtergrond van een sectorbreed moraliteitsprobleem lijkt mij dit de allerslechtste keuze. ■

Dr Jaap Koelewijn is directeur van adviesbureau Financieel Denkwerk te Den Dolder en lector corporate governance aan de Hogeschool Inholland.



**BAM HAD DIRECT MELDING MOETEN MAKEN VAN MOGELIJKE MILJOENENFRAUDE**

ILLUSTRATIE: R. VENKE VAN GEERIK

# d geld

je gaan beleggen om minimaal hetzelfde vermogen te houden? Als het zijn doel is om na tien jaar een beleggingsportefeuille te hebben van minimaal € 140.000 dan moet hij een jaarlijks rendement behalen van 6,9%. Bij 4% rente per jaar haalt hij dat naar verwachting niet: de kans op € 140.000 na tien jaar is ongeveer 47%. Met hogere rentepercentages is de haalbaarheid van deze doelstelling uiteraard nog kleiner.

## Alternatieve rentebetaling

Dit fenomeen doet zich in mindere mate voor wanneer de rente niet uit de beleggingen wordt betaald, maar uit andere inkomstenbronnen zoals salaris of opbrengsten uit vastgoed. In dat geval lijken de beleggingen op zichzelf te staan. Toch kleven er ook in deze situatie behoorlijke risico's aan het aangaan van een lening. Zo bestaat het gevaar dat bij sterk negatieve koersontwikkelingen de bank eist dat er bijgestort moet worden, dat extra zekerheden gegeven moeten worden, of zelfs dat de lening volledig moet worden afgelost ondanks de omstandigheid dat de rente steeds keurig wordt betaald.

Een dergelijk scenario is goed denkbaar wanneer de rente scherp stijgt: dan stijgen de jaarlijkse lasten, terwijl de dekkingswaarde van bijvoorbeeld een effectenportefeuille of van vastgoed onder druk komt te staan. Hierdoor kan de dekkingswaarde van het vermogen snel verdwijnen. En het

gedwongen moeten verkopen van beleggingen of een woning komt altijd op een verkeerd moment.

Dit gevaar is ook groot bij een situatie die de laatste tijd veel voorkomt: mensen die een grote overwaarde in hun eigen woning hebben en een laag opgebouwd pensioen, komen nogal eens in de verleiding om de woning te belenen om daarmee een effectenportefeuille op te bouwen. De beleggingen zouden dan als aanvulling op het inkomen kunnen dienen. Als de opbrengsten hieruit onvoldoende zijn, wordt in feite het huis opgegeten. De kans dat dit tot een positief resultaat kan leiden is — indachtig de bovenstaande vergelijking van de diverse rentestanden — uitermate klein aangezien boven op de rente ook nog bedragen voor levensonderhoud onttrokken worden aan de portefeuille. Verstandiger lijkt het om tijdig kleiner (lees: goedkoper) te gaan wonen en de overwaarde te beleggen zonder extra rentelasten.

Alleen bij zeer lage netto rentelasten bestaat er dus een gerede kans dat beleggen met geleend geld tot het gewenste resultaat leidt. Bovendien is het zaak alleen hiertoe over te gaan indien u uw financiële doelstellingen ook bij een negatief resultaat kunt realiseren. ■

Tom Loonen en Arjen Schepen zijn werkzaam bij Bank Insinger de Beaufort NV als respectievelijk senior bankier en manager financiële planning. Zij schrijven dit artikel op persoonlijke titel.