

Waarom nog beleggen in aandelen als het ook in opties kan?

VFP 2024/158

1. Beleggingen worden zwaarder belast dan banktegoeden

In het forfaitair stelsel van box 3 worden aandelenbeleggingen belast als onderdeel van de 'overige bezittingen'. Deze worden geacht in 2024 te renderen met 6,04%. Banktegoeden worden – voorlopig – geacht 1,03% op te brengen. Het verschil in verondersteld rendement bedraagt 5,01%. Gegeven het belastingtarief van 36%, bedraagt het verschil in belastingdruk, tussen banktegoeden en overige bezittingen $5,01\% \times 36\% \cong 1,80$.³

2. Synthetisch repliceren is fiscaal-financieel aantrekkelijk

In beleggingsland is het veelal mogelijk om aandelenrendement te realiseren door middel van:

- aandelen (of certificaten daarvan); of
- derivaten.

De eerste is de meest gebruikelijke methode. De tweede is aantrekkelijker vanuit financieel-fiscaal oogpunt. Door de beleggingsportefeuille 'synthetisch' te structureren is daarvan gebruik te maken. Aandelenbeleggingen omzetten in een combinatie van banktegoeden en opties bespaart netto 1,5%.

3. Hoe werkt dat dan?

3.1 Wat zijn opties (derivaten)?

Een **derivaat** is een financieel instrument waarvan de waarde is afgeleid van een onderliggende asset, zoals aandelen, obligaties, grondstoffen of valuta's. Optiecontracten zijn een voorbeeld van derivaten en geven de houder het recht, maar niet de verplichting, om een asset (zoals aandelen) te kopen of verkopen tegen een vooraf vastgestelde prijs (de "uitoefenprijs") binnen een bepaalde periode of op een specifieke datum.

Optiecontracten bestaan in twee vormen:

1. **Call-opties:** geven het recht om de onderliggende waarde te kopen tegen de uitoefenprijs.

2. **Put-opties:** geven het recht om de onderliggende waarde te verkopen tegen de uitoefenprijs. Wanneer je een put-optie **verkoopt**, heb je niet het recht, maar de plicht om tegen de uitoefenprijs de aandelen waarop de optie betrekking heeft af te nemen. Wanneer je dus een call-optie koopt en een put-optie verkoopt met eenzelfde aflooptdatum en uitoefenprijs, heb je dus het recht en de plicht om deze onderliggende waarde te kopen.

VOORBEELD

Oude situatie

Stefan had € 1.000.000 belegd in een AEX-indexfonds. De box 3-belastingdruk hierover bedroeg € 21.744 ($€ 1.000.000 \times 6,04\% \times 36\%$).

Nieuwe situatie

Op 28 oktober 2024 stond de AEX op 900. Stefan verkocht zijn aandelen/certificaten in het AEX-indexfonds. Tegelijkertijd nam hij optieposities in op de AEX, december 2025, met uitoefenprijs 900:

- 11,11 × long call à € 54,30;
- 11,11 × short put à € 51,40.⁴

Zijn market exposure is hierdoor gelijk gebleven aan de oude situatie.

Het overgebleven geld staat op een bankrekening.

Na deze transacties ziet zijn vermogenspositie er als volgt uit:

- € 996.778 banktegoed
- € 60.333 call-opties
- -€ 57.111 put-opties
- € 1.000.000

Zijn 'nieuwe' belastingdruk bedraagt nog maar € 4500.

banktegoed	996.778	× 1,03%	=	10.267
overige bezittingen	60.333	× 6,04%	=	3.644
schulden	-57.111	× 2,47%	=	-1.411
rendementsgrondslag rendement	1.000.000			12.500
IB-tarief				36% ×
inkomstenbelasting				4.500

Door de aangepaste wijze van vermogensstructurering betaalt Stefan niet langer € 21.744 box 3-belasting, maar nog maar € 4500. Een besparing van € 17.244.

¹ Eric Hoepelman RFP is verbonden aan Kennisweb en Kring Financieel Planners.

² Marcel Wallaart RFP is optie-expert en eigenaar van Quintessence Vermogensbeheer.

³ De box 3-belastingberekeningen die we maken zijn vereenvoudigd. We houden geen rekening met het heffingvrije vermogen en de schulden-drempel. Berekenen van het 'effectieve rendementspercentage' is dan nodig noch nuttig. Deze uitgangspunten vergroten de instructiewaarde (eenvoud), zonder de werkelijkheid te veel geweld aan te doen.

⁴ Dit was de middenkoers, zijnde het midden tussen de bied- en laatkoers op 28 oktober 2024. Optiekoersen zijn bijvoorbeeld raadpleegbaar op <https://beurs.fd.nl/derivaten/opties/?put=AEX.AEX>.

Het verschil in belastingdruk is significant. Waarom doen we dit dan (nog) niet allemaal? Het vereist ook enig begrip van opties. We bespreken hierna de meest belangrijke aspecten.

OPTIECONTRACT: STANDAARDGROOTTE EN STIJL

Een optiecontract heeft in de meeste gevallen betrekking op 100 aandelen. Voor een index, zoals AEX, geldt ook een factor 100.

Er zijn twee varianten voor opties:

- **European Style:**
 - Voorbeeld: indexopties, zoals op de AEX.
 - Deze opties lopen altijd tot einde looptijd; ze kunnen niet voortijdig worden uitgeoefend, maar kunnen wel iedere seconde van de handelsdag worden gekocht of verkocht.
 - Cash settlement: er worden geen aandelen geleverd of ontvangen, maar het verschil wordt via cash gesettled.
- **American Style:**
 - Voorbeeld: opties op aandelen.
 - Deze opties kunnen vroegtijdig worden uitgeoefend. Vroegtijdig uitoefenen komt voor:
 - bij call-opties wanneer de ex dividend datum van aandelen zich aandient;
 - bij put-opties wanneer deze opties deep in the money zijn. Deep in the money betekent dat de aandelenkoers waarop de opties betrekking hebben veel lager is dan de uitoefenprijs van deze opties.

In het voorbeeld met Stefan is gerekend met 11,11 indexopties. Dat was voor het voorbeeld nuttig. In de praktijk is het alleen mogelijk positie in te nemen met hele indexopties. In die zin is een een-op-een replicatie in praktijk niet haalbaar.

WAARSCHUWING

Synthetische replicatie kan ook worden bereikt op aandelen met een onderliggende derivatenmarkt, maar moet veel voorzichtiger worden aangevlogen. Juist doordat het American Style opties zijn, zitten hier voor de gemiddelde belegger te veel risico's aan. Alleen een ervaringsdeskundige kan hierin navigeren.

Dat zal ook zo zijn bij een fysieke replicatie van de aandelenindex. De belegger die synthetisch repliceert, ontvangt geen dividend. Hij heeft immers geen aandelen. Wat hij wel heeft is een flinke cashpositie. Hij zal dan rente ontvangen van zijn bank.

Als we een eerlijke vergelijking willen maken tussen indexbeleggen door middel van aandelen (fysieke replicatie) dan wel door middel van opties (synthetische replicatie), zullen we hiermee rekening moeten houden.

Aandelenbelegger/fysieke replicatie ontvangt dividend van zijn aandelen	Optie-belegger/synthetische replicatie
---	--

ontvangt dividend van zijn aandelen	ontvangt rente over zijn banksaldo
-------------------------------------	------------------------------------

DIVIDENDPERCENTAGE

Een belegger in aandelen ontvangt dividend. Geldt dat ook voor een belegger in 'de index'? Dat hangt van het fondsbeleid af.

De fondsbeheerder van een indexfonds dat de index fysiek repliceert, koopt de onderliggende aandelen. In het prospectus is bepaald wat er gebeurt met de ontvangen dividenden. Wij gaan ervan uit dat deze worden uitgekeerd aan de indexbelegger.

Een fondsbeheerder die de index synthetisch repliceert, koopt derivaten en krijgt dus geen dividend. Dividend uitkeren is dan ook onmogelijk.

In de berekeningen hierna rekenen wij met 2,05% dividend, hetgeen momenteel het dividendrendement is over de afgelopen 12 maanden.⁵

RENTEPERCENTAGE

De optiebelegger die een flinke cashpositie aanhoudt, doet er goed aan aandacht te besteden aan de rentecondities van zijn bank. Er bestaan – soms flinke – verschillen tussen enerzijds verschillende typen bankrekeningen bij dezelfde bank en omvang van banksaldo, alsook verschillen tussen verschillende banken.

Wij hebben gerekend met 2,15% rente, hetgeen momenteel een normaal tarief is.⁶

4. Vergelijking fysiek versus synthetisch: dividend en rente

Rendement van een aandelenindex bestaat niet alleen uit waardeontwikkeling. Er wordt ook dividend ontvangen.

⁵ Bron: <https://www.vaneck.com/nl/nl/investments/aex-etf/uitkeringen/>.

⁶ Bijvoorbeeld: Saxo Gold (<https://www.home.saxo/nl-nl/campaigns/interest-rates-cal>).

5. Opties expireren

Als de indexopties expireren, in het voorbeeld op 19 december 2025, vindt afrekening plaats. Opties op de AEX-index zijn van het European type, hetgeen *cash settlement* impliceert. Op expiratedatum zijn er drie mogelijkheden voor wat betreft de stand van de AEX:

- Lager dan 900 (*strike price of uitoefenprijs*):
 - de long call-opties lopen waardeloos af.
 - de short put-opties zijn *in the money* en resulteren in een te verrichten betaling.
- Gelijk aan 900 (*strike price of uitoefenprijs*):
 - de long call-opties lopen waardeloos af.
 - de short put-opties lopen waardeloos af.
- Hoger dan 900 (*strike price of uitoefenprijs*):
 - de long call-opties zijn *in the money* en resulteren in een te ontvangen betaling.
 - de short put-opties lopen waardeloos af.

Het rendement bij drie verschillende uitoefenprijzen is dan:

koers AEX op expiratedatum 19-12-2025	880	900	920
intrinsieke waarde long call	0	0	22.222
premie long call	-60.333	-60.333	-60.333
intrinsieke waarde short put	-22.222	0	0
premie short put	57.111	57.111	57.111
renteopbrengst ($417/365 \times 2,15\% \times$ € 1.000.000)	<u>24.484</u>	<u>24.484</u>	<u>24.484</u>
resultaat beleggingen	-961	21.262	43.484
IB	<u>-4.500*</u>	<u>-4.500</u>	<u>-4.500</u>
resultaat na IB	-5.461	16.762	38.984

Ter vergelijking, het rendement dat zou gelden als was belegd in de aandelen-index:

koers AEX op 19-12-2025	880	900	920
waardeontwikkeling AEX-fonds	-22.222	0	22.222
dividend ($417/365 \times$ $2,05\% \times$ € 1.000.000)	<u>23.421</u>	<u>23.421</u>	<u>23.421</u>
resultaat beleggingen	1.198	23.421	45.643
IB	<u>-21.744*</u>	<u>-21.744</u>	<u>-21.744</u>
resultaat na IB	-20.546	1.677	23.899

*:

IB ZODRA 'WERKELIJK RENDEMENT' LAGER DAN FORFAITAIR RENDEMENT

In juni maakte de Hoge Raad duidelijk dat hoogstens IB mag worden geheven over het 'werkelijk rendement' en dus niet over forfaitair inkomen voor zover dat hoger is. (Zie daarvoor het artikel 'Update box 3', van Jos Brauwiers, VFP 2024/156.) Een en ander is ook afhankelijk van het rendement op andere box 3-vermogensbestanddelen. In dit artikel hebben wij alleen gerekend met het forfaitair rendement. Afhankelijk van de eigen persoonlijke vermogenspositie kan de box 3-heffing dus lager zijn.

MARGIN-VERPLICHTING

Bij short-optieposities dient een margin te worden aangehouden. De bankrekening is als dekking aanwezig. Er behoeft geen fee te worden betaald over de marginverplichting.

TIP

Door een veel lagere strike-put erbij te kopen wordt een maximumbedrag aan margin bereikt. Dan kan de rest van het geld buiten het platform een hogere rente opbrengen bij een andere bank.

6. Conclusie

Eenzelfde market exposure kan worden bereikt met zowel aandelen als opties. Door de verschillende fiscale behandeling zijn opties te prefereren. Immers, bij optie-beleggen ontstaat een banksaldo, dat laagbelast wordt in box 3.

De belegger kan ook kiezen voor een synthetische aandelenportefeuille. De fondsbeheerder zal dan voor hem optie-beleggen. In feite wordt een huls aangebracht om de bankrekening en de opties. Dan heeft de belegger zwaarbelaste 'overige bezittingen' in box 3.

Het verschil in netto rendement bedraagt maar liefst 1,5%.

Informatie: info@hoepelman.com en marcel@quintessencevermogensbeheer.nl