

Obligatiestrategieën: een classificatie, en het gebruik door Nederlandse institutionele beleggers

Deel 2: het gebruik door Nederlandse institutionele beleggers

Drs. M. Damm

In het eerste deel van dit artikel (MAB, juli/augustus, nr. 7/8 1994) is aandacht besteed aan:

- 1 Inleiding
- 2 Doelstellingen voor beleggen in staatsobligaties in Nederland
- 3 Een classificatie van obligatiestrategieën
- 4 De bruikbaarheid en toepasbaarheid van strategieën

5 Het gebruik van obligatiestrategieën door Nederlandse institutionele beleggers

5.1 Inleiding

In paragraaf 3 hebben wij voorbeelden gegeven van strategieën die mogelijk zijn binnen de door ons gestelde randvoorwaarden. Bij elke klasse van strategieën is ook aangegeven voor welke doelstelling de strategieën uit deze klassen het meest geëigend zijn. Vervolgens is in paragraaf 4 aandacht besteed aan de bruikbaarheid en de toepasbaarheid van strategieën. De bruikbaarheid bleek verband te houden met de doelstelling van de belegger, de toepasbaarheid houdt verband met de omstandigheden waarin deze verkeert.

In deze paragraaf zal worden gezien welke doelstellingen leven bij Nederlandse institutionele beleggers, welke risico's door hun van belang worden geacht, onder welke omstandigheden deze beleggers werken, en welke strategieën door hun worden gebruikt. De gegevens zijn ontleend aan de in paragraaf 1 aangehaalde enquête onder Nederlandse institutionele beleggers, en het hieraan gekoppelde vervol ginterview.¹

De enquête is uitgestuurd onder 125 Nederlandse institutionele beleggers van wie de vastrentende portefeuilles samen meer dan 70% van de beleggingen in deze categorie bevatten. De respons bestond uit 49 enquêtes (39%) waarvan 33 bruikbare (26%). Hiervan waren er 16 ingevuld door pensioenfondsen, 9 door verzekeringsbedrijven en 8 door overigen, zoals beleggingsfondsen in vastrentende waarden.

De totale waarde van de door de respondenten beheerde portefeuilles bedroeg $\pm f$ 125 miljard gulden. In paragraaf 5 wordt een overzicht gegeven van de resultaten, in paragraaf 6 volgt een interpretatie.

¹Drs. M. Damm is verbonden aan de vakgroep Bedrijfseconomie van de Rijksuniversiteit Groningen.

Tabel 1: Aanwezigheid van beleggingsdoelstellingen

Beleggingsdoelstellingen	Allen	Pensioen- fondsen	Verzekerings- bedrijven	Overigen
Geschreven doelstelling voor de vastrentende portefeuille	16 (48%)	7 (38%)	5 (56%)	7 (88%)

5.2 Beleggingsdoelstelling en risico perceptie

Van alle respondenten zegt 48% een geschreven doelstelling te hebben voor het vastrentende deel van de portefeuille. De inhoud van de geformuleerde doelstellingen varieert van zeer algemeen tot concreet. Drie voorbeelden zijn:

'Maximalisatie van het resultaat binnen bepaalde risico restricties.'

'Het tot stand brengen van een zo stabiel mogelijk patroon van rente inkomsten, waarbij het herbeleggingsrisico zoveel mogelijk wordt beperkt door middel van egalisering van het aflossingspatroon.'

'Het behalen van een rendement dat boven dat van de Salomon Brothers Index Nederland ligt.'

In tabel 1 wordt een uitsplitsing gegeven naar beleggerscategorie.

Opvallend is dat vooral respondenten uit de categorie 'Overige' een (vaak scherp) gedefinieerde doelstelling hebben. Dit aspiratieniveau is zowel gedefinieerd in absolute termen als in termen van een 'benchmark'.

Van de risico's die van belang zijn bij het beleggen in vastrentende waarden wordt door 73% van de respondenten het renterisico als (zeer) belangrijk beoordeeld. Andere risico's, zoals het default risico (55%), het risico op vroegde aflossing (52%), en het liquiditeitsri-

sico (45%) blijven hierbij achter. Dit valt te verklaren uit het feit dat deze risico's door de keuze van de obligaties (zie paragraaf 2) grotendeels zijn vermeden. Ook inflatierisico, dat niet kan worden ontgaan door de keuze van specifieke instrumenten, wordt door slechts 55% van belang geacht. Het is opvallend dat dit belang evenredig is gespreid over de respondenten, en niet, zoals was te verwachten, is geconcentreerd bij pensioenfondsen.

Op de vraag of de belegger denkt voldoende kennis te hebben inzake de hier genoemde risico's antwoordde 85% bevestigend. Slechts vijf pensioenfondsen gaven aan twijfels hieromtrent te hebben.

5.3 Kenmerken van de belegger

In paragraaf 4 hebben we gesteld dat de kenmerken van een belegger kunnen worden verdeeld over de eigenschappen van de organisatie (interne kenmerken), en die van het relevante deel van de kapitaalmarkt (externe kenmerken). De vragen naar de mate waarin bepaalde eigenschappen van de organisatie als knellend worden ervaren zijn beantwoord met behulp van een vijf punts schaal. De schaal varieert tussen 'helemaal niet' tot 'bijzonder knellend'.

Bij de eigenschappen is onderscheid gemaakt in accountingvoorschriften, beleggingsrestricties, de manier waarop de beleggingsafdeling is georganiseerd, en het aanwezige kennisniveau. De antwoorden zijn samengevat in tabel 2.

Tabel 2: Interne omstandigheden

	Kenmerken van de interne omstandigheden	% Knellend & Bijzonder Knellend
1	Accountingvoorschriften	40%
2	Beleggingsrestricties	21%
3	Organisatie van de beleggingsafdeling	33%
4	Kennis	9%

Uit deze antwoorden volgt dat geen van de eigenschappen door een meerderheid van de respondenten als knellend worden ervaren voor het uitvoeren van de beleggingstaak.

De antwoorden met betrekking tot de omstandigheden voor de kapitaalmarkt leiden tot overeenkomstige conclusies. De vraag of de omvang van de transactiekosten, de vraag/aanbod situatie in beleggingsobjecten, de kenmerken van mede marktpartijen, de doorzichtigheid van de markt, en de omvang van de 'bid-ask spread' als knellend worden ervaren, wordt in het algemeen ontkennend beantwoord. Deze antwoorden staan samengevat in tabel 3.

Naast deze inventarisatie van de gevoelde omstandigheden in de organisatie en op de kapitaalmarkt is in de enquête onderzocht van welke strategieën in de praktijk de doelstellingen bekend zijn, en in welke mate strategieën in de praktijk worden gebruikt.

Alvorens tot conclusies te komen zullen wij eerst de resultaten presenteren voor de in paragraaf 3 genoemde strategieën. Deze worden in tabel 4 in volgorde van bekendheid genoemd.

In kolom 1 en 2 worden de naam en de code van de strategie genoemd. In kolom 3 staat het percentage respondenten dat doelstelling van de strategie zegt te kennen. In kolom 4 wordt het percentage respondenten gegeven dat de strategie ook toepast, in kolom 5 wordt het percentage gebruikers gegeven dat tevreden

is met de in de praktijk geboekte resultaten van de strategie.

Onderzoek naar kruisverbanden tussen enerzijds de soort belegger en anderzijds de mate waarin deze bekend is geeft aan dat beleggers uit de categorie 'overige' het best bekend zijn met de verschillende strategieën, gevolgd door de verzekeraars en de pensioenfondsen. Het kruisverband tussen de soort belegger en de door deze belegger gebruikte strategie wijst uit dat relatief verzekeraars en pensioenfondsen voornamelijk gebruik maken van eenvoudige strategieën, zoals koop en behoud en cash matching. De categorie 'overige' maakt ook gebruik van meer geavanceerde strategieën zoals duration timing, convexity picking en riding the yield curve.

5.4 Conclusies met betrekking tot de strategie klassen

Wanneer we de resultaten inzake doelstellingen, gepercipieerde risico's, kenmerken, en strategieën met elkaar in verband brengen, en samenvatten voor de zes verschillende klassen waarbinnen de bovenstaande strategieën vallen onder te brengen, dan kan het volgende worden opgemerkt.

Tabel 3: Omstandigheden op de kapitaalmarkt

	Omstandigheden op de kapitaalmarkt	% Knellend & Bijzonder Knellend
1	Transactie kosten	12%
2	Onvoldoende vraag/aanbod in overigens aantrekkelijke beleggingsobjecten	27%
3	Onvoldoende interessante marktpartijen	18%
4	Doorzichtigheid van de markt	3%
5	Omvang van de 'bid-ask spread'	33%

Tabel 4: Strategieën

Strategie	Code*	% Kent strategie	% Gebruikt strategie	% (Zeer) Tevreden
Interest Swaps	0.1.1.1	82%	64%	91%
Koop en Behoud Strategie	0.1.0.1	82%	58%	59%
Convexity picking	1.1.1.3	67%	27%	56%
Riding the Yield Curve	1.1.1.1	67%	46%	87%
Cash Matching	0.0.0.1	64%	24%	75%
Contingente Immunisatie	1.0.1.1	49%	3%	100%
S.S. Indexing	0.1.1.2	49%	3%	100%
Klassieke Immunisatie	0.0.0.1	42%	18%	92%
Calendar Strategie	0.0.0.2	21%	6%	100%

* De in de tabel genoemde codes corresponderen met de codes zoals die bij de hoofdingeling bij de strategieën zijn gebruikt, met dien verstande dat aan die code een vierde cijfer is toegevoegd welke representatief is voor de bedoelde strategie (zie verder deel 1, MAB nr. 7/8, 1994)

Actieve en Passieve non-immunisatie strategieën zonder gebruik van voorspellingen omtrent de toekomstige rente (0.0.0 en 0.0.1)

De resultaten wijzen uit dat de strategieën die behoren tot deze klassen zeer populair zijn bij de respondenten. De resultaten uit de aanvullende interviews wijzen erop dat strategieën die behoren tot de klasse van passieve immunisatie strategieën worden gebruikt als een basis in de portefeuille. Strategieën uit de actieve non-immunisatie klasse (zoals interest spread swaps, worden gebruikt als aanvullende bron van inkomsten. Zoals uit de in paragraaf 3 gegeven uitleg van de verschillende strategieën kan deze combinatie tussen strategieën uit 0.0.0 en 0.0.1 worden beschouwd als een primitieve replicatie van de contingente immunisatie strategie die als typerend werd beschouwd voor de klasse 1.1.1.

De implicaties hiervan komen in paragraaf 6 aan de orde.

Actieve en Passieve immunisatie strategieën zonder gebruik van voorspellingen omtrent de toekomstige rente (0.1.0 en 0.1.1)

In het algemeen geldt dat de respondenten weinig bekend zijn met strategieën waarin gebruik wordt gemaakt van de immunisatie techniek. Dit is verbazingwekkend wanneer we

constateren dat door het overgrote deel van de beleggers het renterisico als zeer belangrijk wordt gezien. Deze tegenstrijdigheid wordt nog versterkt door het feit dat geen verband kan worden geconstateerd tussen beleggers die gebruik maken van deze strategieën en zij die het renterisico belangrijk achten. Hier staat tegenover dat beleggers die gebruik maken van de strategieën bijna unaniem tevreden zijn over de behaalde resultaten.

Actieve non-immunisatie strategieën met gebruik van voorspellingen omtrent de toekomstige rente (1.0.1)

De volgende stelling over het gebruik van obligatiestrategieën is afkomstig van Elton en Gruber (Elton en Gruber (1990)): 'obligatie managers zijn allen rente-timers'. Deze stelling wordt ondersteund door de door ons aangetroffen populariteit van de strategieën uit deze klasse.

Actieve immunisatie strategieën met gebruik van voorspellingen omtrent de toekomstige rente (1.1.1)

In paragraaf 3 hebben wij beschreven dat de belangrijkste tot deze klasse behorende strategie een combinatie betreft tussen een klassieke immunisatie strategie en een actieve

strategie waarbij gebruik wordt gemaakt van rente voorspellingen. Uit de antwoorden op de enquête blijkt allereerst dat de totale strategie bekender is dan één van de samenstellende delen: de klassieke immunisatie. Dit kan het gevolg zijn van het feit dat eenzelfde strategie onder verschillende namen bekend is. Deze mogelijkheid wordt onderbouwd door het feit dat de strategie in praktijk slechts door één respondent wordt gebruikt.

Uit het onderzoek blijkt voorts dat respondenten renterisico als belangrijk ervaren, en tevens denken hiervan voldoende op de hoogte te zijn van de verschillende facetten die aan dit risico verbonden zijn. Strategieën uit deze klasse die, tenminste in theorie, het meest geëigend zijn om met behoud van rendement het risico afdoende te beheersen worden echter nauwelijks gebruikt. Dit brengt ons bij de in paragraaf 4 gestelde vraag of bruikbare strategieën ook in de praktijk toepasbaar zijn.

6 Speling in de beleggingsorganisatie?

In paragraaf 4 hebben wij gesteld dat een verband bestaat tussen enerzijds de beleggingsdoelstelling en de kenmerken van de beleggingsomgeving, en anderzijds de te volgen strategie. Uit de in paragraaf 5 gerapporteerde enquête resultaten hebben wij kunnen constateren dat een dergelijke situatie in de Nederlandse praktijk niet aanwezig is. Hiervoor kunnen de volgende drie verklaringen worden gesuggereerd.

Allereerst bestaat de mogelijkheid dat het door ons gestelde verband niet juist is. Hoewel deze juistheid niet kan worden bewezen, kan de eensgezindheid waarmee het onderwerp in de literatuur wordt behandeld (zie bijvoorbeeld Allen (1990), Clarkson (1962), Fabozzi (1989), en Maginn and Tuttle (1992)), worden opgevat als een ondersteuning voor een dergelijke systematische aanpak. Ook de manier waarop hiermee in andere landen, bijvoorbeeld de Verenigde Staten van Amerika en het Verenigd Koninkrijk, wordt omgegaan wijst in deze richting. Dit valt af te leiden uit de van deze insti-

tuten afkomstige researchverslagen (zie bijvoorbeeld Fabozzi (1987)).

Hier staat tegenover dat er een verschil bestaat tussen de Amerikaanse beleggingsbenadering en de Europese. Dit verschil wordt expliciet beschreven in Van der Meer (1993). Volgens Van der Meer zijn Amerikaanse institutionele beleggers voornamelijk gericht op het behalen van een financiële doelstelling op een relatief korte termijn. De band met het bedrijf waarin wordt belegd is hierbij ondergeschikt aan het (korte termijn) beleggingsresultaat. Dit 'fluid' systeem is in tegengesteld aan de in Europese gehanteerde 'dedication' methode waarbij de band met het bedrijf waarin wordt belegd belangrijker is dan pure (korte termijn) 'performance'. De door Van der Meer beschreven houding van Europese beleggers sluit aan bij de in de enquête gesignaleerde afwezigheid van concrete beleggingsdoelstellingen. Ten tweede bestaat de mogelijkheid dat het aan de conclusies ten grondslag liggende enquête onderzoek onjuist is. Wij zijn ons bewust van de beperkte omvang van dit onderzoek. Hier staat tegenover dat de uitkomsten van het onderzoek significant zijn voor wat betreft het ontbreken van een verband tussen beleggingsdoelstelling enerzijds en de te gebruiken strategie anderzijds.

Een derde verklaring zoekt de oorzaak bij de omstandigheden waarin de door ons onderzochte institutionele beleggers zich in de praktijk bevinden. Wij zullen hier nader op ingaan. Hiervoor maken wij gebruik van het gedachtegoed van de door ons in deel 1 van dit artikel genoemde 'Behavioral Theory of the Firm' (BTF). Zoals wij in paragraaf 2 hebben aangegeven kan een beleggingsdoelstelling in termen van één of meerdere criteria worden gesteld, en kan de hoogte van het aspiratieniveau dat aan deze criteria is verbonden van verschillende oorzaken afhankelijk zijn.

Indien nu de hoogte van het aspiratieniveau voor het rendement ver onder het rendement ligt dat in de markt te behalen is, of indien in het geheel geen aspiratieniveau is gedefinieerd, dan is er in termen van de BTF sprake van speling in de organisatie.

Speling in de organisatie ('organizational slack', zie Cyert en March (1992)) geeft een aanduiding van het verschil tussen de voor een belegger beschikbare middelen en de te maken vergoedingen in de vorm van uitkeringen, dividenden, etcetera. Volgens Bouma (1982) kan speling zich ook uiten in gemakzucht, toegankelijkheid, onwetendheid en onvoldoende benutten van mogelijkheden.

In de door ons beschreven situatie kan de gesignaleerde afwezigheid van doelstellingen als een aanleiding worden gezien van de aanwezigheid van speling in de beleggingsorganisatie. Dit beeld wordt versterkt door het feit dat veel beleggers niet of in geringe mate op de hoogte zijn van de beschikbare strategieën. Dit laatste valt onder de door Bouma genoemde onwetendheid en het onvoldoende benutten van mogelijkheden. Wij hebben geconstateerd dat slechts weinig beleggers de uit de kenmerken van de organisatie en de kapitaalmarkt volgende restricties als knellend beschouwen. Dit kan worden geïnterpreteerd als het afwezig zijn van een uit de beleggingsdoelstelling voortkomende noodzaak de grenzen die zijn gesteld door de restricties af te tasten. Met andere woorden, er bestaat geen noodzaak om 'tot het uiterste te gaan'.

De vraag die vervolgens kan worden gesteld is of een meer gestructureerde aanpak zoals door ons wordt voorgesteld wel nodig is. Overeenkomstig de gedachte dat een contract voor die situaties wordt afgesloten dat beide partijen het *oneens* zijn met elkaar, stellen wij dat het formuleren van een doelstelling en het kiezen van een hierbij aansluitende strategie niet zozeer noodzakelijk is voor het beheren van de portefeuille in rustige tijden, maar dient ter voorkoming van onnodige verliezen in moeilijke tijden. Deze moeilijke tijden kunnen bijvoorbeeld tot uitdrukking komen in heviger concurrentie, verhoogde aanspraken op uitkeringen, en een tegenvallend beursklimaat voor zowel de markt voor vastrentende waarden als die voor andere gebruikte beleggingsinstrumenten. Zonder hier nader op in te gaan lijkt het niet irreëel te stellen dat voor de na-

bije toekomst ten minste één, maar wellicht ook een combinatie van deze omstandigheden opportuun zal worden. In dit licht lijkt het dan ook verstandig voor Nederlandse institutionele beleggers om een meer gestructureerde benadering van het beleggingsprobleem na te streven dan nu uit de enquête is gebleken. Om de noodzaak hiervan te kunnen onderstrepen is het noodzakelijk inzicht te vergaren in de mogelijke verliezen die kunnen worden geleden doordat een belegger onder de hierboven gesuggereerde moeilijke omstandigheden een strategie gebruikt die niet aansluit bij zijn doelstelling. Het onderzoek dat hiervoor benodigd is wordt beschreven in een volgend artikel.

Literatuur

- Allen, G.M., M.T. Finn, T.D. Coggin (1990), 'Organizing Internal Asset Management for the 1990s', in: Fabozzi, F.J., *Pension Fund Investment Management*, London, McGraw-Hill, pp. 87-103.
- Bouma, J.L. (1982), *Leerboek der Bedrijfseconomie, deel I*, Wassenaar, Delwel, p. 167.
- Clarkson, G.P.E. (1962), *Portfolio Selection: A Simulation of Trust Investment*, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Cyert, R.M., en J.G. March (1992), *A Behavioral Theory of the Firm*, 2nd. edition, Cambridge Mass., p. 42.
- Elton, E.J., M.J. Gruber (1990), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 4th. edition, New York, John Wiley, p. 561.
- Fabozzi, F.J. (1989), *Fixed Income Portfolio Strategies*, Chicago, Probus Publishing Company, pp. 3-7.
- Fabozzi, F.J., T.D. Garlicki (1987), *Bond Analysis and Portfolio Strategies*, Chicago, Probus Publishing Company.
- Maginn, J.L., D.L. Tuttle (1992), *Managing Investment Portfolios, a dynamic process*, Boston 2nd. edition, Warren Gorham and Lamont.
- Meer, R.A.H. van der (1993), 'De functie van de Nederlandse Vermogensmarkt' in: *Financiering van Duurzame Groei*, NIBE preadviezen, Amsterdam.

Noot

- 1 In de vervol ginterviews is enerzijds gecontroleerd of de in de enquête gestelde vragen door de respondent correct zijn geïnterpreteerd, en is anderzijds dieper ingegaan op de in de enquête aan de orde gestelde onderwerpen.