

De onderhandse kapitaalmarkt in Nederland

Over de onderhandse kapitaalmarkt in Nederland is weinig bekend. Gegevens zijn in beperkte mate beschikbaar en bieden een onvolledig beeld van de omvang en samenstelling van de onderhandse markt. Onderstaand artikel presenteert niet eerder gepubliceerde cijfers waaruit blijkt dat het beroep van de lagere overheid op de onderhandse markt de laatste jaren is gestegen ten koste van het beroep van de rijksoverheid. Pensioenfondsen zijn de belangrijkste aanbieders van onderhandse leningen.

DRS. B.G. LUB – DR. J. DE HAAN*

De onderhandse kapitaalmarkt is een tamelijk uitzonderlijk verschijnsel. Behalve Nederland kennen slechts enkele andere landen een onderhandse kapitaalmarkt waar de overheid als geldnemer optreedt¹. De onderhandse markt is in Nederland in verhouding zeer sterk ontwikkeld.

Deze markt heeft drie cruciale kenmerken. Ten eerste onderhandelen vragers en aanbieders over de voorwaarden van leningen. Er is in slechts beperkte mate sprake van een voor de markt gestandaardiseerd contract. De onderhandelingen gaan over de leensom en de overige modaliteiten van de lening, zoals het effectieve rendement, de looptijd en het plan van aflossing². Overeenstemming wordt vaak bereikt door tussenkomst van een bemiddelaar. Deze bemiddelaars zijn georganiseerd in de Vereniging voor Bemiddelaars in Onderhandse Leningen (VBOL) die ruim zestig leden telt³.

Het tweede kenmerk van de onderhandse markt is dat het een gesloten markt is. Dat wil zeggen dat de voorwaarden waartegen de ruil plaats vindt niet openbaar zijn. De bewijsstukken zijn niet authentiek (notarieel opgemaakt) en staan niet in een officieel register ingeschreven. Het derde kenmerk is dat de overeenkomst van geldlening niet tot stand komt op een onder enige beurswetgeving vallende openbare markt⁴.

De onderhandse kapitaalmarkt bestaat uit een primaire en een secundaire markt. Op de primaire markt worden nieuwe leningen geplaatst. Op de secundaire markt veranderen uitstaande leningen van eigenaar. Omdat de onderhandse leningen op naam staan, dient bij verkoop de tenaamstelling te worden veranderd (acte van cessie). Dit beperkt de handelbaarheid. De handel in uitstaande onderhandse leningen draait grotendeels om zogeheten 'koppen' en 'staarten'. Een 'kop' is een lening met een nog forse resterende looptijd. Een 'staart' is een lening waarvan het grootste deel van de looptijd al is verstreken. Het is een schuldrestant.

Dit artikel beschrijft de ontwikkeling van de onderhandse kapitaalmarkt in Nederland na de tweede wereldoorlog. Om te beginnen gaan wij in op de motieven die beleggers en geldvragers kunnen bewegen om de onderhandse kapitaalmarkt te prefereren boven de openbare.

Openbare of onderhandse leningen?

De keuze tussen de openbare en de onderhandse markt wordt bepaald door een aantal factoren. Ten eerste spelen praktische overwegingen een rol. Zowel voor de vrager als voor de aanbieder die op de onderhandse markt bekend zijn, is deze markt goed en snel toegankelijk. Gesteld dat de beoogde voorwaarden (vooral voor looptijd en beschikbaarstelling) ook passend zouden zijn voor een openbare emissie, dan is het voor de geldvrager, ondanks de aanmerkelijke versoepeling van de officiële procedure op de openbare markt, onmogelijk om op de openbare markt binnen enkele uren de benodigde middelen te verkrijgen. Bovendien kan op de onderhandse markt maatwerk worden geleverd. Bij het aangaan van een lening kan rekening worden gehouden met specifieke wensen van de vrager.

Ten tweede spelen kostenoverwegingen een rol. Zowel op de openbare markt als op de onderhandse markt komen de initiële kosten voor rekening van de geldnemer. De tarieven op de onderhandse markt liggen echter circa 1/8% tot 1/2% lager dan op de openbare markt. Ook de secundaire markt in onderhandse leningen is vaak goedkoper: de verkoper betaalt 1/8%, en de koper niets. Bij de obliga-

* J. de Haan is verbonden aan de economische faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen. B.G. Lub is onlangs afgestudeerd aan de Rijksuniversiteit Groningen. Dit artikel is gebaseerd op zijn afstudeerscriptie. De auteurs zijn prof. dr. C.A. de Kam en drs. P. Kuijper erkentelijk voor hun suggesties en danken dhr. E.J. Otto voor het ter beschikking stellen van cijfermateriaal.

1. Zie OESO, *Government debt management; debt instruments and selling techniques*, vol. 2, 1983.

2. Zie P. Kuijper en J.F. van de Veer, *De onderhandse lening*, Eindhoven, 1985.

3. Medium Term Notes (MTN's) zijn een tussenvorm van obligatieleningen en onderhandse leningen. De populariteit van MTN's neemt snel toe. Uit gegevens van drs. Kuiper van de ABN blijkt dat in 1989 voor circa 4,5 miljard aan MTN's is geplaatst, waarvan 3,5 miljard door de Bank voor Nederlandsche Gemeenten (BNG). Naar verwachting zal de BNG dit jaar voor 7,5 miljard aan MTN's plaatsen.

4. P. Kuijper, *De Nederlandse onderhandse kapitaalmarkt, Bank- en Effectenbedrijf*, juli-augustus en september 1980.

tiehandel betalen koper en verkoper beiden beursprovisie, en ook nog beursbelasting. De beursbelasting wordt overigens per 1 juli aanstaande afgeschaft.

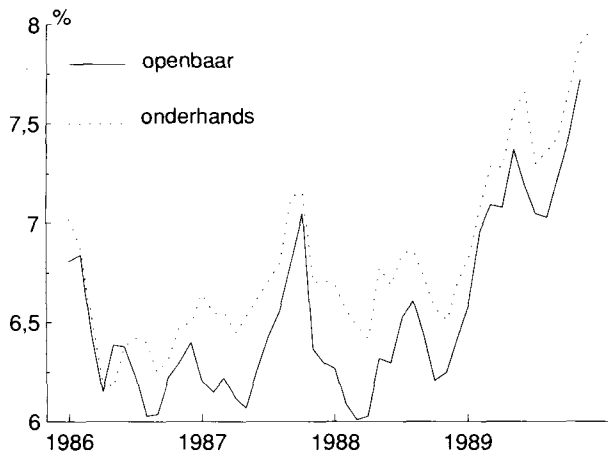
Op de onderhandse markt worden door de leden van de VBOL de volgende tariefriichtlijnen gehanteerd (het gaat om minimum tarieven per 1 oktober 1987):

- voor alle kapitaalmarkttransacties, dat wil zeggen met een looptijd van twee jaar of langer, geldt een getrapte tarief:
 - voor bedragen tot en met f 5 miljoen: 1/8%
 - voor bedragen groter dan f 5 miljoen over het meerder t/m f 25 miljoen: 1/10%
 - voor bedragen groter dan f 25 miljoen over het meerdere: 1/16%
- voor secundaire handel langer dan twee jaar geldt hetzelfde getrapte tarief;
- voor secundaire handel korter dan twee jaar: 1/16%, met een maximum looptijd van 1 jaar;
- voor ruiling, dat wil zeggen verkoop van secundair schuldpapier gekoppeld aan herbelegging, geldt bij sluiting het getrapte tarief en bij verkoop een onderhandelbaar tarief.

Ten derde speelt het rente-ecart tussen openbare en onderhandse leningen een rol. Het rentepeil op de onderhandse kapitaalmarkt ligt vrijwel altijd een fractie boven dat op de openbare kapitaalmarkt. Blijkens het *Jaarverslag 1988* van het Agentschap van Financiën bedroeg het gemiddelde effectieve rendement van onderhandse staatsleningen in 1988 6,44%, terwijl het gemiddelde effectieve rendement op openbare staatsleningen in dat jaar 6,25% was. De gemiddelde looptijd van de onderhandse leningen was hoger: 10,5 jaar tegen 7,9 jaar.

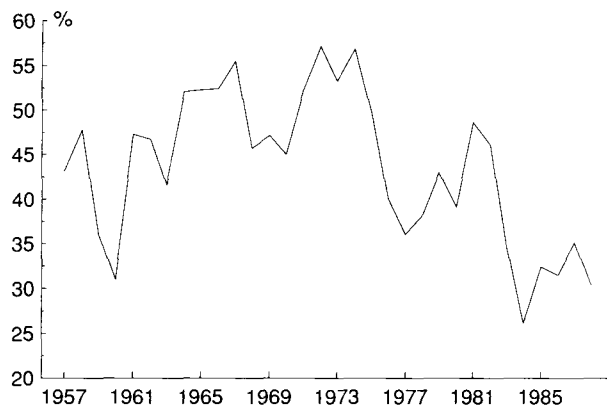
Doorgaans wordt de geringere perfectie van de onderhandse ten opzichte van de openbare markt (die leidt tot een beperktere verhandelbaarheid en een geringere liquiditeitsgraad) als oorzaak voor het positieve rente-ecart aangewezen⁵. Een goede vergelijking van het rendement op de onderhandse markt met dat op de openbare markt is echter voor een lange reeks van jaren zeer moeilijk te maken, doordat het benodigde cijfermateriaal voor de rente op de onderhandse markt ontbreekt. De Nederlandsche Bank (DNB) publiceert alleen het rendement op onderhandse leningen die worden uitgegeven door openbare nutsbedrijven. Gebruik makend van niet gepubliceerde cijfers van het Agentschap van Financiën vergelijkt Van Straaten het rendement op onderhandse leningen van de

Figuur 1. Rendement op de openbare en onderhandse markt (in procenten)



Bron: De Nederlandsche Bank en Sandbergen c.v. wisselmakelaars.

Figuur 2. Onderhandse leningen als percentage van het totale aanbod op de Nederlandse kapitaalmarkt, 1957-1988



Bron: berekend aan de hand van data uit jaarverslagen van De Nederlandsche Bank.

staat (kwartaalgemiddelden) met het rendement op de drie nieuwste langlopende obligatieleningen voor de periode 1976-1983. Hoewel het rente-ecart in deze periode vrijwel voortdurend positief is, vertoont het toch sterke schommelingen. Het gemiddelde rente-ecart bedraagt 0,25 procentpunt, maar varieert tussen -0,4 en 0,6 procentpunt. Bovendien blijkt dat het rente-ecart vrijwel zonder uitzondering toeneemt tijdens een periode van rentestijging en afneemt in een periode van rentedaling.

Figuur 1 toont het rendement op onderhandse staatsleningen met een looptijd van 10,5 jaar en het rendement van de vijf langstlopende staatsobligaties voor de periode 1986-1989. Uit figuur 1 blijkt dat het rente-ecart ook in de periode 1986-1989 meestal positief was, maar ook dat het sterk fluctueerde.

Bovengenoemde overwegingen zullen leiden tot een keuze voor de openbare dan wel de onderhandse markt. Het zal duidelijk zijn dat de aantrekkelijkheid van beide markten varieert. Derhalve zal het aandeel van onderhandse leningen in het totale aanbod op de kapitaalmarkt in de loop van de tijd aan variaties onderhevig zijn.

Het aandeel van de onderhandse markt

In dit onderdeel bespreken wij het relatieve belang van de onderhandse kapitaalmarkt in Nederland. Hierbij maken wij gebruik van de kapitaalmarktstatistiek van De Nederlandsche Bank. In deze statistiek worden behalve onderhandse leningen ook bancair krediet met een looptijd langer dan twee jaar en een deel van de hypothecaire leningen tot de onderhandse kapitaalmarkt gerekend. Onderhands geplaatste effecten vallen niet binnen de onderhandse markt zoals DNB die definieert.

Figuur 2 geeft het aanbod van onderhandse leningen in procenten van het totale aanbod op de Nederlandse kapitaalmarkt. Het aandeel van onderhandse leningen in het totale aanbod blijkt nogal te fluctueren. De onderhandse markt heeft haar grootste bloeiperiode gekend tussen het midden van de jaren zestig en het midden van de jaren zeventig. Gedurende die periode heeft de onderhandse markt ongeveer de helft van het kapitaalmarkt aanbod verwerkt.

5. Zie J.W.M. van Straaten, *Enkele aspecten van de onderhandse kapitaalmarkt*, inleiding op het Euroforum congres Institutioneel beleggen, mei 1984.

Momenteel is het aandeel van de onderhandse kapitaalmarkt circa 30%. Vanaf 1983 wordt de openbare markt duidelijk het belangrijkste. Dit zou verklaard kunnen worden door de sterk toegenomen vraag naar guldenstijfels vanuit het buitenland. Aangezien deze vraag vrijwel uitsluitend op de openbare markt wordt uitgeoefend, neemt daarmee het belang van de onderhandse markt aanzienlijk af.

De onderhandse markt is een markt met slechts een beperkt aantal professionele vragers, aanbieders en bemiddelaars. De aanbieders zijn de spaarbanken, levensverzekeringsmaatschappijen, spaarkassen, het Algemeen Burgelijk Pensioenfonds, particuliere pensioenfonds, sociale verzekeringsfondsen en banken. De vragers zijn de staat, de overige publiekrechtelijke instellingen en een zeer beperkt aantal buitenlandse instellingen en bedrijven. De bemiddelaars vormen de derde partij op de onderhandse markt. Dit zijn de grote banken, wisselmarktmakeelaars en een restgroep.

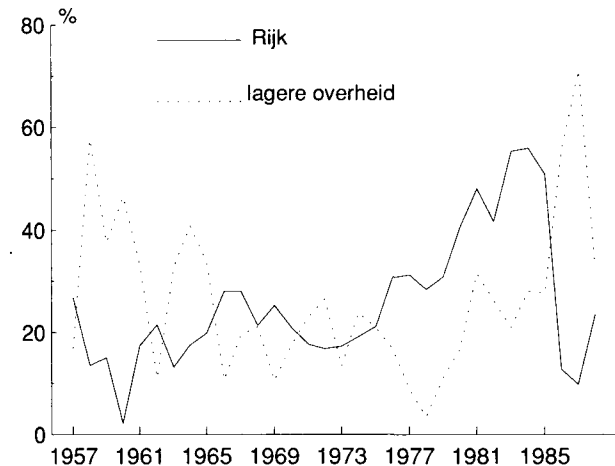
Aan de aanbodkant van de onderhandse markt maken twee sectoren de dienst uit. Fondsen en spaarbanken en geldscheppende instellingen nemen het gros van het aanbod voor hun rekening. De cijfers van DNB brengen verder aan het licht dat de markt voor onderhandse leningen voornamelijk een binnenlandse aangelegenheid is. Oorzaak hiervan is dat DNB niet scheutig is met het verlenen van vergunningen aan niet-ingezetenen. Bovendien is het fenomeen onderhandse lening in het buitenland minder bekend dan in ons land.

Door externe factoren, die per sector en per jaar sterk in betekenis variëren, is het verloop van het belang van de onderhandse markt voor de diverse sectoren nogal grillig. Deze verschillen worden mede verklaard door wijzigingen in de afbakening van de onderscheiden sectoren.

Aan de vraagzijde zijn drie belangrijke partijen te onderscheiden: het Rijk, de lagere overheid en gezinnen en bedrijven. Hierbij dient de aantekening te worden gemaakt dat er bij het Rijk en de lagere overheid bijna uitsluitend sprake is van onderhandse leningen, terwijl het beroep van de sector gezinnen en bedrijven waarschijnlijk voor het merendeel uit hypothecaire leningen en bancaire krediet met een looptijd langer dan twee jaar bestaat.

In 1965 is op grond van de Wet kapitaaluitgaven publiekrechtelijke lichamen de centrale financiering van de lagere overheid door de Bank voor Nederlandse Gemeenten (BNG) ingevoerd. De BNG neemt een groot deel van de benodigde middelen op via de onderhandse markt. Tot 1976 heeft de BNG een dominante rol gespeeld op de

Figuur 3. Aandeel Rijk en lagere overheid als percentage van het totaal aan onderhandse leningen, 1957-1988



Bron: De Nederlandsche Bank.

Tabel 1. Afsluiting van nieuwe onderhandse leningen 1980-1987 (mld. gld.)

Jaar	80	81	82	83	84	85	86	87
Geldgevers resp, tijdelijke kopers (= aanbod)								
Inst. bel.	18,7	17,9	20,3	15,1	15,5	22,9	22,5	22,4
Banken	1,2	2,0	8,1	4,3	5,5	8,0	8,3	13,2
Hyp. banken/ bouwfondsen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bedrijfsleven	2,3	2,7	2,4	1,7	1,1	2,8	3,4	3,9
Overig binnenl.	0,4	0,3	0,4	0,6	0,4	1,0	1,3	1,5
Conta meta zaken ^a	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,2
Totaal	23,0	23,2	31,5	22,0	22,8	35,1	36,1	41,2
Debiteuren (= beroep)								
Centrale overh	5,2	5,5	8,6	7,1	5,5	9,3	3,3	3,9
Lagere overh.	6,1	7,8	9,6	6,4	8,6	12,7	17,7	22,9
Sector met overheidsagar.	2,1	5,6	7,1	5,0	3,5	5,7	7,7	7,0
Banken	2,0	0,5	1,2	0,8	1,0	2,0	2,1	2,6
Hyp. banken/ bouwfondsen	3,0	0,8	0,5	0,6	1,2	1,3	1,6	1,5
Bedrijfsleven	1,8	1,6	1,6	0,7	1,2	1,7	2,3	2,4
Overig binnenl.	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3
Buitenland	0,6	0,9	2,3	1,0	1,3	1,6	1,2	0,3
Conta meta zaken	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,4	0,3
Totaal	23,0	23,2	31,5	22,0	22,8	35,1	36,1	41,2

a. Dit zijn posten die door verscheidene bemiddelaars zijn behandeld. Door deze rubricering worden dubbelstellingen voorkomen.

Bron: De Nederlandsche Bank.

onderhandse markt. De BNG was zowel prijszetter als prijsleider. Prijszetter was de BNG doordat zij een bepaalde prijs met bijbehorende voorwaarden bekend maakte en vervolgens alle tegen die condities aangeboden middelen uit de markt nam. Haar rol als prijsleider viel op te maken uit het feit dat andere marktpartijen de couponrente van de BNG als uitgangspunt namen.

In 1975 besloot de staat om eveneens via de onderhandse markt leningen aan te trekken; in 1976 werden de eerste onderhandse leningen door de staat afgesloten. Na 1976 is de dominante rol van de BNG overgenomen door de staat (zie figuur 3). In de periode 1986-1988 was het aandeel van de lagere overheid zeer hoog, door de vroege aflossing van woningwetleningen door de lagere overheid.

Aan de gegevens over de Nederlandse kapitaalmarkt zoals die door de Nederlandsche Bank worden gepubliceerd, kleef een aantal nadelen. Ten eerste is sprake van netto cijfers. Dit betekent dat de cijfers zijn gebaseerd op mutaties in balansposten van de rapporterende instellingen (dat wil zeggen, de bruto verstrekkingen minus de aflossingen en de verschillen tussen uitgeleende en geleende activa). Transacties binnen de sectoren worden derhalve niet zichtbaar⁶.

Een tweede nadeel van de gegevens in deze DNB-statistiek is dat het stroomgrootheden, 'flows', betreft. Het gaat immers om mutaties in balansposten. Hierdoor kan geen

6. In de statistiek van DNB wordt onder netto vraag verstaan: de 'emissievraag' verminderd met de herfinancieringsvraag voor te verrichten aflossingen. Onder netto aanbod verstaat DNB: het 'emissie-aanbod', gecorrigeerd met het aanbod ter herbelegging van vrijgekomen aflossing.

inzicht worden verschaft in de marktposities ('stocks') van de verschillende marktpartijen.

Ten slotte sluiten de gegevens niet goed aan bij die uit andere statistieken. Zo laat de aansluiting van de gegevens over de onderhandse leningen van het Rijk uit de kapitaalmarktstatistiek met die uit de statistiek over de overheids-schuld te wensen over. Bovendien is geen sprake van een consistente afwijking.

Nieuwe cijfers

Sommige gegevens over de onderhandse markt van DNB worden niet gepubliceerd. De tabellen 1 en 2 zijn op de bedoelde DNB-gegevens gebaseerd. De hierin opgenomen cijfers zijn door DNB maandelijks teruggemeld aan de leden van de VBOL. De cijfers hebben betrekking op zowel de primaire markt (tabel 1) als op de secundaire markt (tabel 2). Ook bij de betrouwbaarheid van deze gegevens dienen enkele kanttekeningen te worden geplaatst. Er is waarschijnlijk sprake van een onderschatting van de marktomvang. Voor deze onderschatting kunnen de volgende redenen worden aangevoerd:

- herfinanciering van leningen wordt niet meegenomen in de statistiek. Wanneer bij voorbeeld vervroegd wordt afgelost en in plaats daarvan een nieuwe lening wordt afgesloten, komt deze nieuwe lening niet altijd tot uitdrukking in de cijfers van DNB;
- rapportage aan DNB vindt alleen plaats wanneer er sprake is van bemiddeling. In de gevallen waarin een bank bemiddelt en bovendien zelf als partij optreedt, wordt dit slechts bij uitzondering gemeld aan DNB. Aangezien de banken de laatste jaren steeds actiever worden in het positie nemen op de onderhandse markt, levert dit een behoorlijke vertekening van het cijfermateriaal op;
- rapportage aan DNB geschiedt alleen bij transacties groter dan een half miljoen gulden. In de praktijk is dit nauwelijks een beperking aangezien kleinere transacties slechts een beperkt deel van het transactietotaal vormen (in de orde van een paar promille).

Ondanks deze tekortkomingen levert de terugmelding toch een aantal interessante gegevens op. Zo wordt bij de rapportage over nieuw afgesloten onderhandse leningen aan de debiteurenzijde ook een onderverdeling gemaakt naar looptijd en aflossingswijze.

Vergelijking van bovenstaande gegevens met de cijfers uit de kapitaalmarktstatistiek van DNB levert een aantal problemen op. Allereerst is er in die statistiek sprake van netto gegevens. In tabel 1 gaat het echter om nieuw afgesloten leningen, dus om bruto grootheden. Aangezien voor de afzonderlijke sectoren geen aflossingsgegevens gepubliceerd zijn, vallen de netto gegevens niet te achterhalen. Daarnaast verschilt de sectorindeling. Tevens wordt in de kapitaalmarktstatistiek de voor-inschrijfrekening wel in de cijfers betrokken, terwijl deze in tabel 1 buiten beschouwing blijft, doordat aan deze leningen geen bemiddelaar te pas komt. Vergelijking van beide DNB-statistieken is dus zeer moeilijk, zo niet onmogelijk.

Uit tabel 1 blijkt dat institutionele beleggers, en dan met name de pensioenfondsen, de belangrijkste aanbieders zijn van onderhandse leningen. Opvallend is dat het beroep van de lagere overheid in de jaren 1985-1987 sterk is gestegen. Dit komt door de vervroegde aflossing van woningwetleningen. Het beroep van de centrale overheid is in deze jaren mede daardoor beperkt.

De omzet op de secundaire markt voor onderhandse leningen is in verhouding tot de omzet op de primaire markt tamelijk gering. Blijkens tabel 2 zijn de banken de belangrijkste verkopers van uitstaande leningen. Vooral leningen van de centrale en van de lagere overheid veranderen van eigenaar.

Ten slotte

De belangstelling voor de onderhandse kapitaalmarkt in Nederland is, ondanks de grote bedragen die er om gaan, tamelijk gering. Het relatieve aandeel van de onderhandse markt loopt terug. De belangrijkste geldvrager op de onderhandse markt, de centrale overheid, is zich steeds meer gaan richten op de openbare markt. In hoeverre dit een verstandige beleidskeuze is geweest, zou nader moeten worden onderzocht.

**Brandaan Lub
Jakob de Haan**

Tabel 2. Omzet in bestaande onderhandse leningen 1980-1987 (mld. gld.)

Jaar	80	81	82	83	84	85	86	87
<i>Kopers</i>								
Inst. bel.	0,8	1,1	2,7	2,1	3,2	4,3	4,9	5,1
Banken	0,3	0,5	1,9	1,7	2,1	2,2	4,7	4,5
Hyp.banken/ bouwfondsen	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Bedrijfsleven	0,2	0,0	0,7	0,7	0,7	0,5	1,0	0,9
Overig binnenl.	0,1	0,1	0,4	0,1	0,2	0,7	0,1	0,3
Conta meta zaken	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,7	0,6
Totaal	1,5	1,7	5,9	4,9	6,5	7,9	11,5	11,5
<i>Debiteuren</i>								
Centrale overh.	0,3	0,8	3,0	1,6	2,0	3,3	3,7	4,0
Lagere overh.	0,4	0,5	1,4	2,0	2,1	2,6	6,2	6,0
Sector met overheidsgr.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,6	0,3	0,4
Banken	0,2	0,0	0,2	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3
Hyp. banken/ bouwfondsen	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2
Bedrijfsleven	0,1	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3
Overig binnenl.	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2
Buitenland	-	0,1	0,5	0,0	0,3	0,3	0,1	0,1
Conta meta zaken	0,0	-	-	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0
Totaal	1,5	1,7	5,9	4,9	6,5	7,9	11,5	11,5
<i>Verkopers</i>								
Inst. bel.	0,6	0,8	2,5	2,1	2,0	2,5	2,4	2,9
Banken	0,4	0,5	2,9	2,2	3,8	4,3	6,2	6,6
Hyp. banken/ bouwfondsen	0,0	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Bedrijfsleven	0,4	0,2	0,3	0,1	0,2	0,6	1,9	1,4
Overig binnenl.	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3
Conta meta zaken	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
Totaal	1,5	1,7	5,9	4,9	6,5	7,9	11,5	11,5

Bron: De Nederlandsche Bank.