



## Euro-bedrijfsobligaties: welkome noviteit

**Auteur(s):**

Kroon, E.P.  
Global Consulting Group, ABN AMRO Asset Management, Amsterdam.

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4276, pagina 834, 20 oktober 2000

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

beleggen

*Euro-bedrijfsobligaties zijn in opkomst. Beleggingsportefeuilles met een beperkte hoeveelheid euro-bedrijfsobligaties zijn te verkiezen boven portefeuilles met enkel staatsobligaties.*

**De vorming van de EMU heeft onder andere geleid tot de opkomst van een nieuwe categorie obligatiebeleggingen: in euro's gedenomineerde bedrijfsobligaties. Deze nieuwe beleggingscategorie plaatst beleggers voor vragen als: wat is de omvang en samenstelling van deze markt, hoe groot zijn de te verwachten rendementen en risico's, en welke rol kunnen bedrijfsobligaties spelen in een verder traditioneel gediversifieerde beleggingsportefeuille?**

In dit artikel gaan we nader op deze vragen in. Daarbij zullen we, waar historische gegevens voor de Europese markt ontbreken, zwaar leunen op de Amerikaanse empirie.

### De markt voor euro-bedrijfsobligaties

#### Marktomvang

Wanneer we ons beperken tot de Westerse landen en afgaan op de gegevens van het Amerikaanse effectenhuis Lehman Brothers, bedroeg het totaal aan uitstaande obligaties per ultimo april 2000 ongeveer 12.000 miljard euro<sup>1</sup>. [tabel 1](#) geeft een overzicht per marktsegment. Belangrijke indelingen daarbij zijn die tussen obligaties met een hoge kredietkwaliteit versus een lage kredietkwaliteit en die tussen de markten van de VS en Europa. De tabel bevat ook nog een totaal voor eurodollar obligaties<sup>2</sup>.

**Tabel 1. Totale marktwaarde obligaties in miljarden euro's, per april 2000**

	Bedrijfsobligaties	overig	totaal
<b>hoge kredietkwaliteit</b>			
vs	1337	4671	6007
Pan-Europa	574	4101	4675
waarvan euro	440	3342	3782
waarvan non-euro	135	759	893
eurodollar	423	470	893
<b>totaal</b>	<b>2334</b>	<b>9241</b>	<b>11.575</b>
<b>lage kredietkwaliteit</b>			
VS	381	/	381
Pan-Europa	19	/	19
waarvan euro	13	/	13
waarvan non-euro	6	/	6
<b>totaal</b>	<b>401</b>	<b>/</b>	<b>401</b>
<b>totaal</b>	<b>2735</b>	<b>9241</b>	<b>11.976</b>

Bron: Lehman Brothers

Obligaties met hoge kredietkwaliteit ('investment grade') worden uitgegeven door organisaties met een hoge kredietkwaliteit dus met een laag debiteurenrisico. Dergelijke obligaties hebben een rating voor kredietkwaliteit van tenminste Baa<sup>3</sup>. Men moet hierbij vooral denken aan staatspapier, obligaties op basis van onderpand en obligaties van supranationale instellingen. Deze groep wordt in [tabel 1](#) aangemerkt als 'overig'. Maar ook gezonde bedrijven geven deze leningen (met 2334 miljard euro goed voor zo'n twintig procent van de hoogwaardige markt).

Obligaties met lage kredietkwaliteit ('high yield') hebben ratings lager dan Baa en er bestaat een gerede kans op wanbetaling door de

emittent. Als compensatie voor het hogere debiteurenrisico is de rentecoupon relatief hoog. Het 'hoogrenderende' segment is met 401 miljard euro aanzienlijk kleiner dan de 2334 miljard euro aan bedrijfspapier van hoge kwaliteit.

### *Verschillen tussen Europa en de VS*

De West-Europese en Amerikaanse economieën zijn ongeveer even groot en dit geldt ruwweg ook voor hun totale obligatiemarkten. Toch zijn er duidelijke verschillen tussen de Europese en Amerikaanse bedrijfsobligatiemarkt<sup>4</sup>. Het eerste verschil betreft de omvang van de markt (zie [tabel 1](#)). Zo vertegenwoordigt het hoogwaardige Europese bedrijfspapier een marktwaarde van 574 miljard euro tegenover 1337 miljard euro voor Amerika. In het lage kwaliteitssegment is Europa nog zeer klein ten opzichte van Amerika: 19 miljard euro versus 381 miljard euro. De totale Amerikaanse markt is derhalve bijna drie keer zo groot als de Europese. Overigens, valt binnen Europa het accent duidelijk op de euroleningen.

Kijkend naar het aantal leningen zijn de verschillen ook evident. Lehman gebruikte 3703 Amerikaanse en 1548 Europese bedrijfsobligaties met een hoge kwaliteit. Bij de obligaties met een lage kwaliteit zijn de VS goed voor 1848 en Europa voor een schamele 114 leningen. Ook binnen het hoge kwaliteitssegment zelf komt de Europese nadruk op kwaliteit tot uiting: circa 60 procent van de bedrijfsleningen heeft de hoogste ratings (Aaa of Aa). Het vergelijkbare cijfer voor de VS is 26 procent. Deze verschillen zijn vooral terug te voeren op het feit dat Amerikaanse bedrijven zich van oudsher meer financieren via de openbare kapitaalmarkt, terwijl (continentaal) Europese bedrijven veel meer van banken gebruik maken. Daarom zijn financiële instellingen de grootste emittenten van obligaties in Europa en zij hebben over het algemeen de hogere ratings. Momenteel bestaat circa tweederde van de Europese bedrijfsobligaties uit leningen uit de financiële sector tegen ongeveer eenderde in de VS.

Voorts kan nog worden opgemerkt dat het resterende niet-financiële deel van de obligatieleningen in de VS redelijk over de diverse sectoren verspreid is, terwijl het in Europa vooral de nieuwe TMT-sector (technologie, media, telecom) betreft.

Samenvattend kan dus gesteld worden dat op het moment de Europese markt op een aantal terreinen nog duidelijk onderontwikkeld is in vergelijking tot de VS. Europa is qua totale omvang veel kleiner en qua ratings en sectoren eenzijdiger samengesteld.

### **Toekomstige ontwikkelingen**

#### *Meer oog voor optimale kapitaalstructuur*

De huidige stand van zaken in Europa wordt wel eens vergeleken met die in de VS aan het begin van de jaren tachtig. Dit zou betekenen dat het nog wel vijftien of twintig jaar kan duren voordat de verschillen met de VS zijn overbrugd. Er zijn echter gegronde redenen waarom dat wel eens veel sneller zou kunnen gaan.

Aan de aanbodzijde geven diverse met elkaar samenhangende factoren reden tot optimisme. Ten eerste is de Europese bedrijfscultuur onder invloed van het aandeelhouderswaarde-concept snel aan het veranderen. Hierdoor komt er meer oog voor de optimale kapitaalstructuur met een te verwachten gunstige uitwerking op het volume van bedrijfsobligaties.

#### *Eén eurokapitaalmarkt, met lage financieringskosten*

Ten tweede heeft de euro geleid tot één grote eurokapitaalmarkt. Voor ondernemingen betekent dit dat men bij de uitgifte van effecten een beroep kan doen op een veel omvangrijkere markt dan voorheen<sup>5</sup>. Ten derde zijn de compensaties voor kredietrisico's al geruime tijd lager bij euroleningen dan bij vergelijkbare Amerikaanse leningen, vooral bij het hoogwaardige papier. Dankzij de lagere financieringskosten kan de euromarkt derhalve een aantrekkelijk alternatief zijn voor Amerikaanse ondernemingen. Wel is het zo dat door de recente introductie van regel nummer 133 van de Financial Accounting Standards Board (FASB) het waarschijnlijk wat lastiger wordt om euroleningen uit te geven en deze vervolgens om te zetten in dollars. Deze FASB-regel heeft betrekking op de boekhoudkundige verantwoording van derivaten en hedgingactiviteiten. Deze moeten volgens marktprijzen gewaardeerd gaan worden met als mogelijk bijeffect dat de resultatenrekening van die ondernemingen volatieler wordt.

#### *Alternatief voor staatsobligaties*

Voor wat de vraagkant betreft, bij Europese beleggers is veel behoefte aan alternatieve vastrentende producten vanwege de structurele kentering in de uitgiftevolumes van staatsobligaties. Met de EMU is daarnaast de mogelijkheid verdwenen om te beleggen in het hoogrenderende overheidspapier van voormalige 'niet-kernlanden' zoals Italië en Spanje. Tot slot zijn veel beleggers in het huidige klimaat van lage inflatie en rente op zoek naar vastrentende mogelijkheden met een interessant rendement ter verhoging van de totaalopbrengst van hun beleggingen.

Europa kan bovendien haar voordeel doen met de ervaringen in de VS met bedrijfsobligaties. De leercurve in Europa moet dus veel sneller kunnen worden doorlopen dan in de VS.

#### *Markt groeit snel*

Al met al zijn de Europese vooruitzichten gunstig. In de afgelopen jaren is het groeitempo al hoog geweest. Goldman Sachs bijvoorbeeld schatte dat de emissies in Europa van bedrijfsobligaties met een hoge kwaliteit gestegen zijn met zestien procent in 1998 en zelfs met vijftig procent in het eerste eurojaar 1999<sup>6</sup>. Voor de obligaties met een lage kwaliteit waren deze percentages respectievelijk 225 en 39 procent. Voor 2000 wordt de groei geraamd op 20-25 procent voor bedrijfsobligaties met een hoge kwaliteit en op 35-40 procent voor die met een lage kwaliteit (overigens vanaf een nog steeds laag absoluut niveau).

Zet deze groei door dan hoeven we zeker niet vijftien of twintig jaar te wachten voordat Europa zich kan meten met de Amerikaanse situatie.

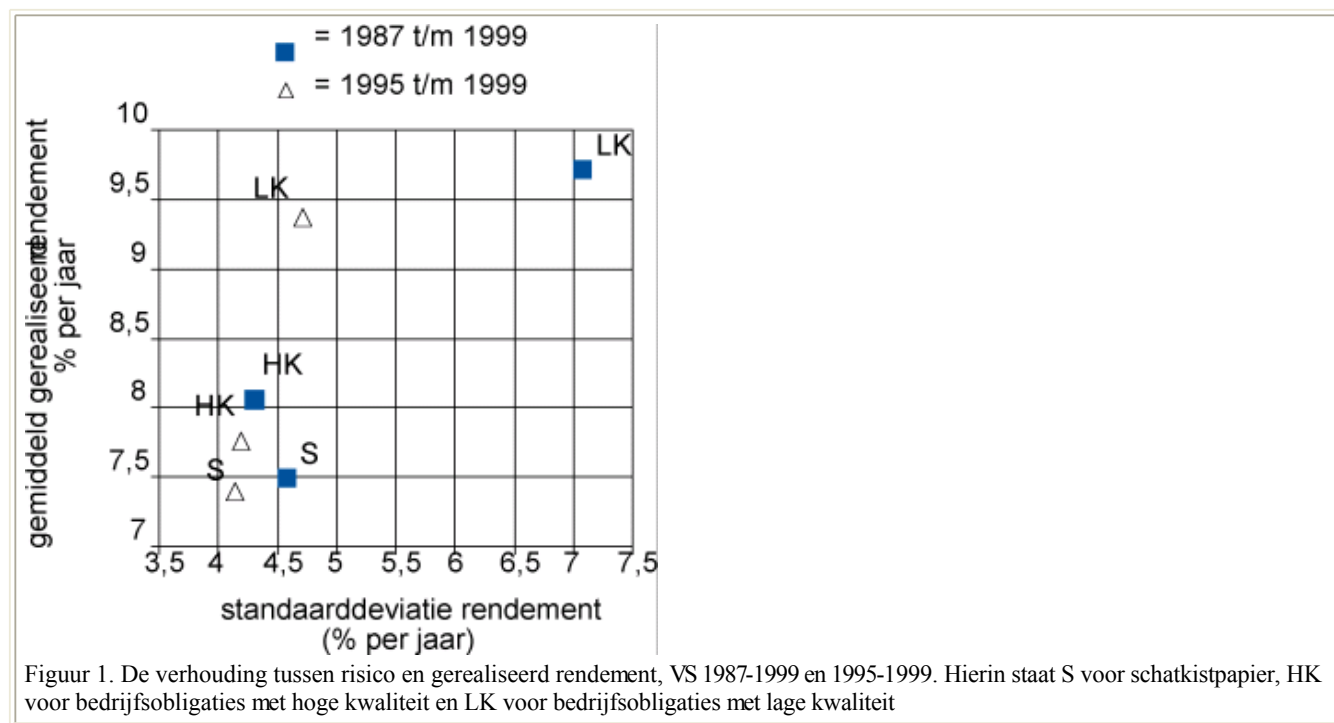
## Risico- en rendementskenmerken

Tot dusver is nog geen aandacht geschonken aan de verwachte risico- en rendementskenmerken van euro-bedrijfsobligaties. Dit zullen we hier nader bestuderen. De Amerikaanse situatie fungeert daarbij als startpunt.

### Rendement hoger dan schatkistpapier...

Omdat bij staatsobligaties het risico op wanbetaling afwezig is, vormen zij een goed referentiekader voor de bepaling van de extra lusten en lasten van bedrijfsobligaties.

figuur 1 geeft voor de Amerikaanse situatie de verhoudingen weer tussen risico en gerealiseerd rendement gedurende twee perioden: 1987-1999 en de afgelopen vijf jaar <sup>7</sup>. Het betreft de indices van Lehman Brothers voor Amerikaans schatkistpapier en bedrijfsobligaties met een hoge kwaliteit en lage kwaliteit <sup>8</sup>.



Figuur 1. De verhouding tussen risico en gerealiseerd rendement, VS 1987-1999 en 1995-1999. Hierin staat S voor schatkistpapier, HK voor bedrijfsobligaties met hoge kwaliteit en LK voor bedrijfsobligaties met lage kwaliteit

Uit de figuur blijkt dat de gemiddelde jaarlijkse meeropbrengst ten opzichte van schatkistpapier uitkwam op zo'n zestig basispunten voor de langere periode en zo'n veertig voor de kortere. Dat geldt dan voor de hoge kwaliteitsindex. Voor de lage kwaliteitsindex kwamen daar nog eens gemiddeld circa 160 basispunten per jaar bovenop.

### ...en risico van hoge kwaliteits-obligaties vergelijkbaar

Het totale risico (de standaarddeviatie van de procentuele opbrengsten) voor de bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit is vergelijkbaar of zelfs lager geweest dan bij schatkistpapier. Het lage kwaliteitspapier daarentegen heeft over de langere termijn een extra risico gehad van ongeveer 2,5 procent. Gedurende de afgelopen vijf jaar is dat extra risico kleiner (slechts zestig basispunten) geweest. Verrassend zijn de verschillen tussen beide perioden niet echt. Eind jaren tachtig, begin jaren negentig werd de Amerikaanse markt getroffen door gebeurtenissen als het Milken-schandaal en een economische recessie. Interessant zijn de vijfjaars-cijfers wel, maar voor strategische doeleinden geeft de langer lopende periode toch een veel beter beeld.

Een belangrijke bevinding is dat het totale risico van het hoogwaardige bedrijfspapier min of meer gelijk is geweest aan dat van schatkistpapier. Dat is mede toe te schrijven aan het feit dat de maandelijkse beloningen voor kredietrisico - dat wil zeggen de extra opbrengsten in vergelijking met staatspapier - negatief waren gecorreleerd met de opbrengsten op schatkistpapier <sup>9</sup>. Dit heeft te maken met het cyclische gedrag van de rente op schatkistpapier, terwijl de beloning van het kredietrisico zich anticyclisch gedraagt doordat het wanbetalingsrisico zich tegengesteld beweegt aan de conjunctuur. Het toevoegen van kredietrisico aan een staatsobligatieportefeuille werkt dus niet alleen maar risicoverhogend (het directe risico-effect). Via de negatieve correlatie werkt het ook risicodiversificierend (het indirecte risico-effect). En bij de hoge kwaliteitsindex heeft het netto resultaat van beide effecten dicht tegen nul aan gezeten.

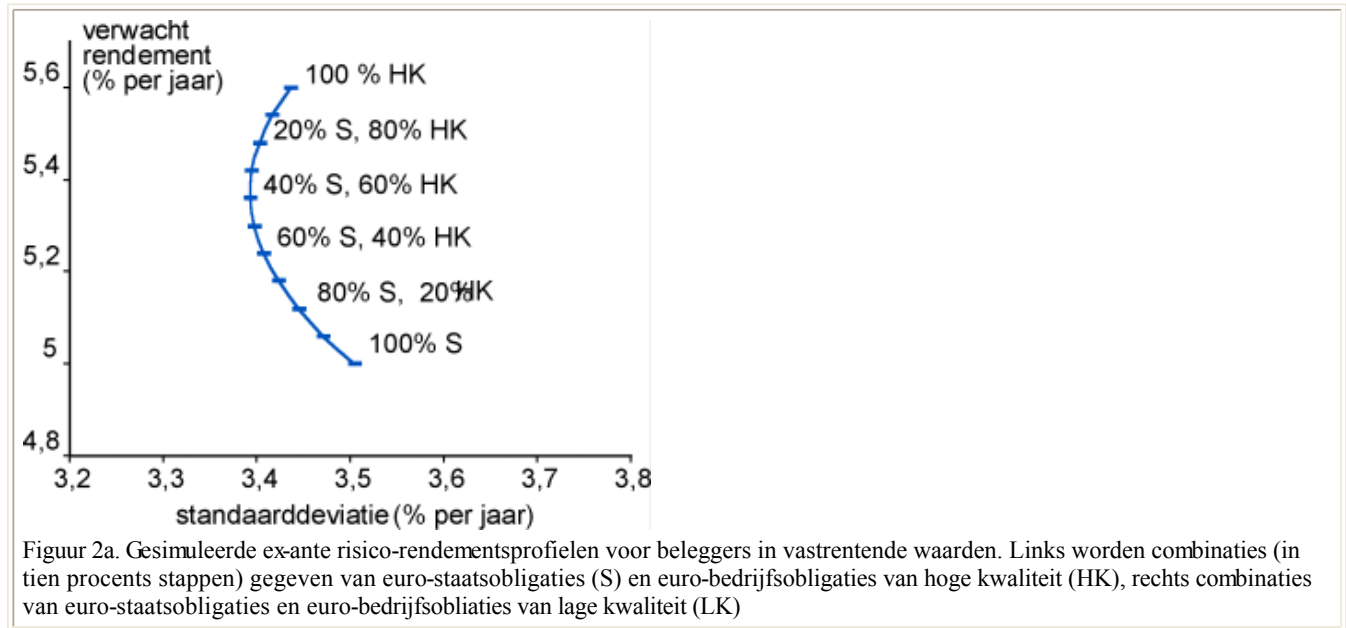
### Een rol voor euro-bedrijfsobligaties?

Omdat geschikte historische gegevens ten ene male ontbreken, is het moeilijk vast te stellen welke rol euro-bedrijfsobligaties binnen de strategische beleggingsmix kunnen vervullen.

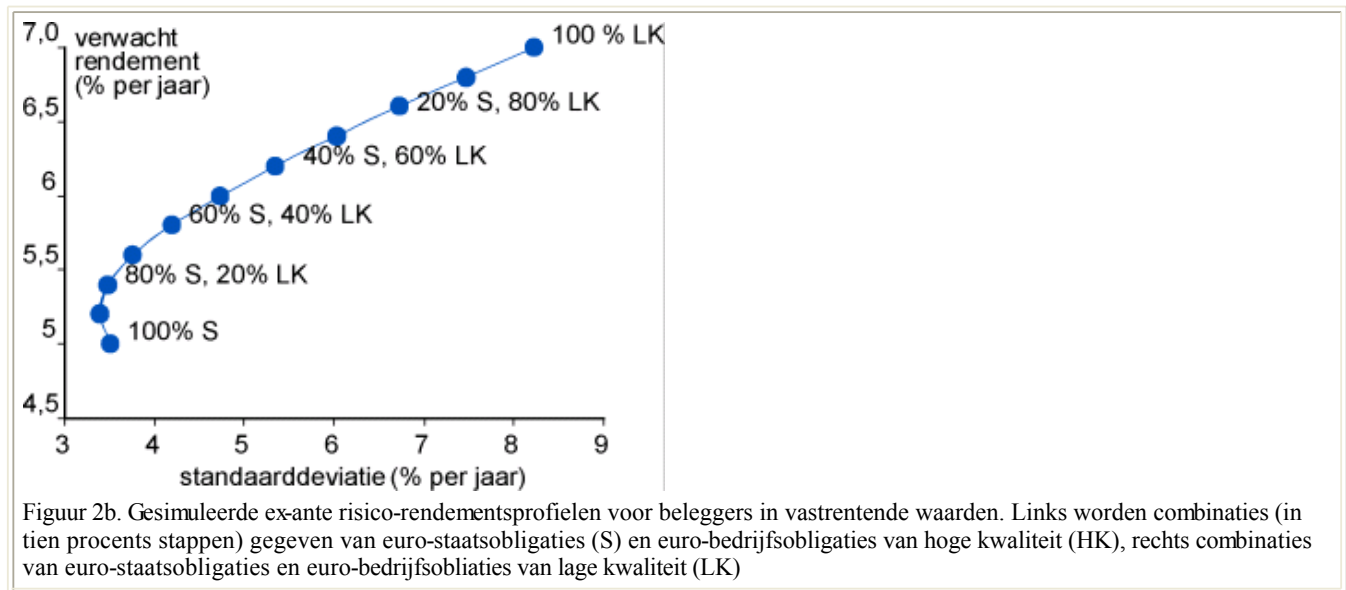
Echter, op basis van historische modellen voor Amerikaanse bedrijfsobligaties (waarin hun rendementen gekoppeld werden aan die van Amerikaans staatspapier en Amerikaanse aandelen) waren we in staat om de Amerikaanse empirie naar een Europese context te transplanteren. Op die manier creëerden we als het ware een soort virtuele euro-indices voor bedrijfsobligaties.

Vervolgens gebruikten we deze bij het - via simulaties - nader bestuderen van de uitkomsten

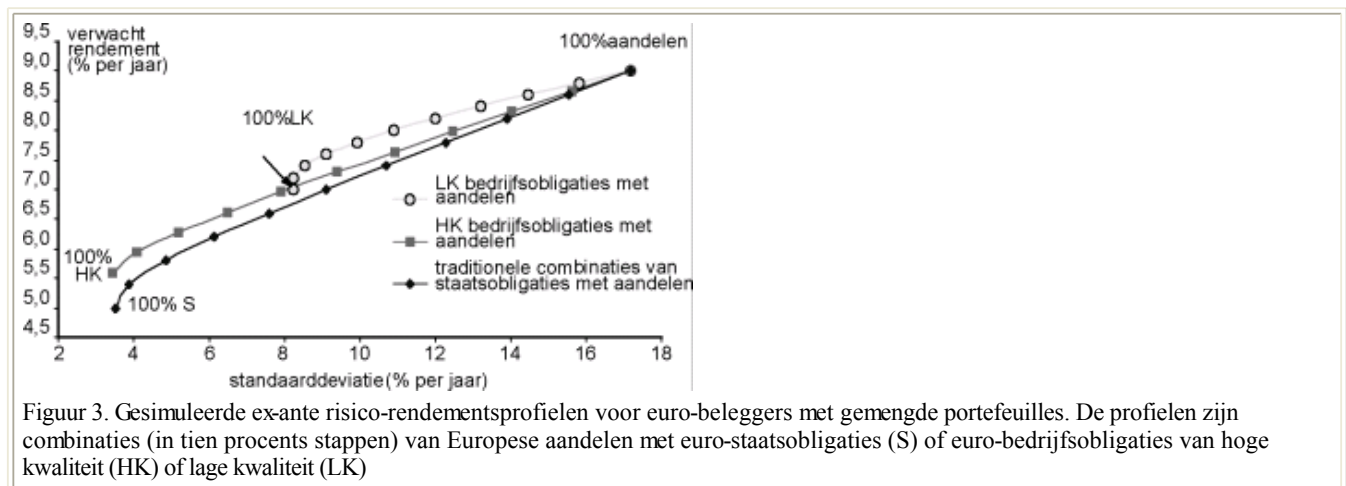
van alternatieve beleggingsstrategieën <sup>10</sup>. Daarbij is voor de verwachte rendementen uitgegaan van toekomstgerichte lange termijn risicopremies <sup>11</sup>. Zodoende is voor de diverse combinaties van beleggingscategorieën het risico- en rendementsprofiel vastgesteld op basis van 10.000 simulaties. [figuur 2a](#), [figuur 2b](#) en [figuur 3](#) bevatten de uitkomsten. De figuren vermelden het verwachte rendement langs de verticale as en het verwachte risico (standaarddeviatie) langs de horizontale as. Diverse lijnen geven de uitkomsten weer van alternatieve beleggingsallocaties.



Figuur 2a. Gesimuleerde ex-ante risico-rendementsprofielen voor beleggers in vastrentende waarden. Links worden combinaties (in tien procenten stappen) gegeven van euro-staatsobligaties (S) en euro-bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit (HK), rechts combinaties van euro-staatsobligaties en euro-bedrijfsobligaties van lage kwaliteit (LK)



Figuur 2b. Gesimuleerde ex-ante risico-rendementsprofielen voor beleggers in vastrentende waarden. Links worden combinaties (in tien procenten stappen) gegeven van euro-staatsobligaties (S) en euro-bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit (HK), rechts combinaties van euro-staatsobligaties en euro-bedrijfsobligaties van lage kwaliteit (LK)



Figuur 3. Gesimuleerde ex-ante risico-rendementsprofielen voor euro-beleggers met gemengde portefeuilles. De profielen zijn combinaties (in tien procenten stappen) van Europese aandelen met euro-staatsobligaties (S) of euro-bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit (HK) of lage kwaliteit (LK)

Voor beleggers die alleen in vastrentende waarden willen beleggen is er een lijn met combinaties van staatsobligaties met bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit ([figuur 2a](#)) en een lijn met combinaties van staatsobligaties met bedrijfsobligaties van lage kwaliteit

(figuur 2b).

Voor beleggers met een gemengde portefeuille van aandelen en obligaties zijn er drie lijnen (figuur 3): de traditionele lijn van combinaties van staatsobligaties met Europese aandelen, een lijn voor hoge kwaliteitsbedrijfsobligaties met aandelen en tenslotte een lijn voor lage kwaliteitsobligaties met aandelen.

De diverse symbolen op de lijnen markeren telkens veranderingen van tien procent in de allocaties van de betreffende twee categorieën. Ter illustratie zijn in [figuur 2a](#) en [figuur 2b](#) bij diverse punten de precieze gewichten gegeven.

### *Bedrijfsobligaties zijn aantrekkelijke aanvulling*

Voor de belegger in alleen vastrentende waarden leveren de lage kwaliteitsobligaties het hoogste rendement en risico op. Staatsobligaties leveren het laagste rendement. Een bepaalde hoeveelheid bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit in een portefeuille is altijd te prefereren (hoger rendement met lager risico) boven een portefeuille met alleen staatsobligaties. Een portefeuille met ten hoogste twintig procent aan lage kwaliteitsobligaties verdient eveneens de voorkeur boven een portefeuille met honderd procent staatsobligaties.

Voor de 'gemengde' beleggers wordt de traditionele gemengde lijn altijd gedomineerd door één van de lijnen met bedrijfsobligaties. Op alle risiconiveaus bestaan er dus gegronde redenen voor de vervanging van tenminste een deel van het staatspapier door bedrijfsobligaties. Beleggers die een hoog risico aandurven zouden moeten overwegen om een gedeelte van hun beleggingen aan te houden in obligaties met een lage kwaliteit.

### **Slot**

Of het nu gaat om een hoog of een laag risicoprofiel, euro-bedrijfsobligaties lijken voor zowel beleggers met vastrentende portefeuilles als voor beleggers met gemengde portefeuilles interessant te zijn. Ze bieden diversificatie in combinatie met een verwachte toename van de lange termijn-rendementen. Tot deze conclusie zijn we gekomen op basis van virtuele beleggingscategorieën. Maar hoe krijgt de belegger in de praktijk toegang tot deze nieuwe markt?

Zoals gezegd, de emissies ontwikkelen zich binnen het hoge kwaliteits-eurosegment goed. Maar in vergelijking met de Amerikaanse markt is er qua omvang en samenstelling nog veel ruimte voor ontwikkeling. Daarom bieden de eerste beleggingsproducten op dit gebied vaak de mogelijkheid tot beleggen in Amerikaanse bedrijfsobligaties waarbij de valutarisico's zijn afgedekt naar de euro. De hoeveelheid niet-euroleningen in dergelijke portefeuilles zal naar verwachting tamelijk snel kunnen afnemen naarmate de euromarkt verder groeit.

Het lage kwaliteits-eurosegment heeft nog een langere weg af te leggen. Hoewel er inmiddels al tenminste één vermogensbeheerder is die een puur europroduct op dit terrein aanbiedt<sup>12</sup> zijn er geen zwaarwegende redenen om de beleggingen op die manier te beperken. De kenmerken die deze categorie zo interessant maken zijn evenzeer van toepassing op vergelijkbaar Amerikaans papier waarbij rente en valuta weer zijn afgedekt naar euro's

---

1 Lehman Brothers, *Global family of indices, fixed income research*, april 2000.

2 Lehman definieert dit als leningen die in dollars zijn gedenomineerd en die buiten de VS worden verhandeld.

3 Lehman gebruikt hierbij de classificatie van Moody's Investors Service. Obligaties met een hoge kredietkwaliteit hebben een kredietrating van Aaa, Aa, A of Baa, waarbij binnen deze obligatiecategorie Aaa de allerhoogste kwaliteit weergeeft en Baa de laagste. De obligaties die in de categorie met een lage kredietkwaliteit vallen, hebben een rating die altijd lager is dan Baa.

4 Eenvoudigheidshalve worden hier de termen 'Europa' en 'euro' losjes gebruikt. Tenzij anders vermeld, hebben de Europese cijfers betrekking op het pan-Europese geheel. De hoofdpatronen binnen het euro-gedeelte zijn grotendeels dezelfde als die voor het totale Europese deel (waartoe met name nog de Engelse markt behoort).

5 Gewezen zij nog op het Financial Services Action Plan (FSAP) van de Europese Commissie. Dit in 1998 begonnen initiatief behelst het nemen van maatregelen ter bevordering van de integratie van de Europese financiële markten opdat deze dieper en meer liquide worden en grensoverschrijdende belemmeringen worden opgeheven.

6 V. Chacko, *An American vision on the future of the European debt capital market*, Goldman Sachs, presentatie tijdens de conferentie 'The future of the European debt capital market' van het Institute for International Research, Amsterdam, 25 en 26 januari 2000.

7 Op basis van maandcijfers van januari 1987 tot december 1999.

8 Lehman's indices zijn echter zodanig door ons gecorrigeerd dat zij dezelfde rente-exposures (duration) hebben als de index voor schatkistpapier.

9 Gemeten over 1987-1999 is de correlatie

10 De Duitse REX index is gebruikt als referentie-index voor euro-staatsobligaties en de MSCI Europa als referentie-index voor Europese aandelen. De Duitse mark is gekozen als proxy voor de euro. De modelparameters zijn geschat over de periode januari 1987-maart 1999.

11 Uitgangspunt was een risicopremie versus staatsobligaties van zestig basispunten voor bedrijfsobligaties met hoge kwaliteit, 200

basispunten voor lage kwaliteit en 400 basispunten voor aandelen.

**12** Bedoeld wordt UBS met haar Euro High Yield A & B fondsen.

Copyright © 2000 - 2003 Economisch Statistische Berichten ([www.economie.nl](http://www.economie.nl))