



Kortdurend beleggen bedreigt stabiliteit

Auteur(s):

Kersten, E.

*De auteur is werkzaam bij De Nederlandsche Bank, directoraat Toezicht.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4255, pagina 400, 12 mei 2000

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten

Besparingen worden steeds vaker, en steeds korter, ondergebracht bij beleggingsinstellingen. Blijkbaar wordt koopkracht langs deze weg vaker kortstondig door de tijd verschoven. Dit vergroot het risico van stabiliteitsverstoring op financiële markten.

In de afgelopen jaren heeft het beleggen onder particulieren snel aan populariteit gewonnen. Als gekeken wordt naar de gebruikte beleggingsinstrumenten valt op dat beleggingsinstellingen veruit het populairste beleggingsinstrument zijn. Beleggingsinstellingen zijn bij uitstek het beleggingsvehikel voor kleine particuliere beleggers. Het *Statistisch Bulletin* van De Nederlandsche Bank laat zien dat de inleg in in Nederland gevestigde beleggingsinstellingen in 1999 6,3 miljard euro bedroeg. Tezamen met de forse koersstijgingen deed dit het totaal beheerde vermogen stijgen tot 103,6 miljard euro.

Als redenen voor het beleggen via een beleggingsinstelling noemen de huishoudens het hoge rendementsverschil met de spaarrente. Wordt naar de herkomst van de nieuw belegde vermogens gekeken, dan blijkt dat de afgelopen drie jaar ruiméenderde van de nieuwe beleggingen is gefinancierd met gelden die voorheen op een spaarrekening stonden. Het dividendrendement op aandelenbeleggingen ligt meestal lager dan de spaarrente. Rendement op aandelenbeleggingen moet blijkbaar vooral worden verdiend door middel van het realiseren van koersstijgingen tussen aan- en verkoopmoment van de belegging.

Hoge liquiditeitswaarde

Een participatie in een beleggingsinstelling kan door overschothuishoudingen worden beschouwd als een financiële claim met een relatief hoge liquiditeitswaarde ¹.

Ten eerste bestaat vaak de mogelijkheid om door middel van een 'beleggersgirosysteem' ² deel te nemen in de beleggingsinstellingen. Zodoende blijft voor de overschothuishouding beurs en beurshandel volledig achterwege en liggen de transactiekosten bij omzetting lager dan bij directe beurshandel.

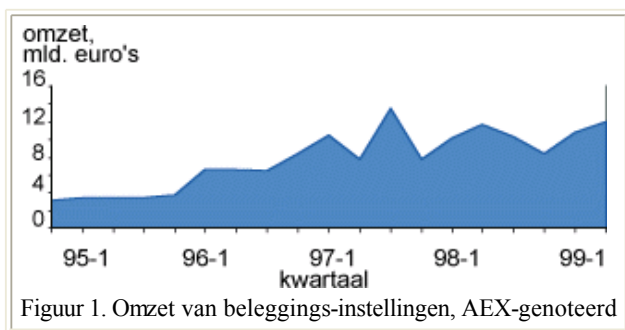
Ten tweede heeft het aanhouden van aandelen via beleggingsinstellingen een lager prijsrisico dan direct aandelenbezit. Dit komt enerzijds door de diversificatie in de beleggingsportefeuille en anderzijds door de 'open-end structuur' waarvoor de meeste beleggingsinstellingen kiezen. Van de 494 beleggingsinstellingen die per ultimo oktober 1999 in Nederland geregistreerd waren, hadden er 407 de (semi)open-end structuur (82 procent). Dit houdt in dat de beleggingsinstelling, onder normale omstandigheden, bereid is om de participaties terug te kopen op basis van de intrinsieke waarde van die participaties. Deze aspecten verlagen het prijsrisico dat de belegger bij omzetting loopt.

Een ander aspect dat bijdraagt aan verlaging van het prijsrisico, is het feit dat de ruime meerderheid van de in Nederland geregistreerde beleggingsinstellingen zelf ook is genoteerd aan de AEX-effectenbeurs. Hierdoor is de prijsvorming transparant en kan de belegger zijn aandelen in de beleggingsinstelling gemakkelijk liquide maken.

In de Verenigde Staten bieden de meeste geldmarktfondsen zelfs betalingsfaciliteiten door middel van cheques. Participaties in geldmarktfondsen worden in de Verenigde Staten tot het statistisch ruime geldbegrip M2 gerekend en ook de ECB definieert bepaalde beleggingsinstellingen als monetair financiële instellingen. Duca toont aan dat het opnemen van bepaalde soorten obligatiefondsen in M2 de voorspellende waarde van dit geldbegrip voor het bruto binnenlands product vergroot ³.

Verschuiven van koopkracht

Als de transactiekosten steeds lager worden of als men het prijsrisico van financiële claims op beleggingsinstellingen steeds lager inschat, dan krijgen deze financiële claims een steeds hogere liquiditeitswaarde en zullen ze door overschothuishoudingen gebruikt gaan worden voor het verschuiven van koopkracht over een steeds kortere periode. De gestegen liquiditeitswaarde kan tot uitdrukking komen in een stijging van de omzet van participaties in beleggingsinstellingen. Deze omzet wordt weergegeven in [figuur 1](#). De omzet op de AEX van de participaties in beleggingsinstellingen heeft een grote stijging doorgemaakt in de afgelopen jaren. Bedroeg deze eind 1994 3,1 miljard euro per kwartaal, in het tweede kwartaal van 1999 werd er voor 12,0 miljard euro omgezet. De omzet bereikte een hoogtepunt in het derde kwartaal van 1997 van 13,5 miljard euro.



De omzetsijging van participaties in beleggingsinstellingen betekent niet *zonder meer* dat deelnemers steeds sneller hun participatie in een beleggingsinstelling verkopen (hetzij aan de instelling, hetzij aan een nieuwe participant). Ten eerste wordt de omzet geflatteerd door de dubbel telling van de aan- en verkooptransactie. Daarnaast wordt de omzetsijging geflatteerd door de grote hoeveelheid uitgiften van participaties in beleggingsinstellingen in de afgelopen periode. In de volgende paragraaf wordt bij de berekening van de beleggingshorizon van beleggers met deze twee effecten rekening gehouden.

Het onderzoek

Hieronder wordt inzicht verschaft in de tot nu toe onbekende factor beleggingshorizon. Daarnaast wordt, door een opsplitsing te maken naar verschillende soorten beleggingsinstellingen, inzicht gegeven in de verschillen tussen deze soorten. Om ook zicht te krijgen op de grootte van de stromen die per kwartaal omgaan in deze markt, is ook de netto omzet per periode bepaald.

Het onderzoek concentreert zich op de ontwikkelingen in de gemiddelde beleggingshorizon van deelnemers in 21 Nederlandse beursgenoteerde beleggingsinstellingen. Gekeken is naar de afgelopen 41/2 jaar, vanaf het vierde kwartaal 1994 tot en met het tweede kwartaal 1999. De gemiddelde beleggingshorizon geeft aan hoelang beleggers gemiddeld hebben deelgenomen in de beleggingsinstelling. Dit is berekend per fonds en per kwartaal. Hiervoor is het aantal uitstaande aandelen aan het begin van een periode, gedeeld door het gemiddelde aantal dagelijks verhandelde aandelen in die periode. Door de open-end status verschilt het aantal uitstaande aandelen per periode. Tevens is gecorrigeerd voor de uitgifte van aandelen. Het rekensommetje is op zich simpel: staan er 100.000 aandelen uit en worden er dagelijks gemiddeld honderd verhandeld (exclusief de nieuwe uitgifte), dan zouden in duizend dagen gemiddeld alle aandelen van eigenaar zijn gewisseld. Gemiddeld zit een deelnemer dan dus duizend dagen (drie jaar) in het fonds.

De netto omzet per periode wordt bepaald als het netto aantal verhandelde stuks, vermenigvuldigd met de prijs. Om een uitspraak te kunnen doen over de ontwikkeling in de onderzochte periode, is een lineaire trendlijn berekend door de kwartaaluitkomsten.

Aangezien er voor niet beursgenoteerde instellingen geen algemene gegevens beschikbaar zijn met betrekking tot de verhandeling van de participaties, is het onderzoek beperkt tot de beursgenoteerde instellingen. De 21 onderzochte instellingen zijn in deze periode gemiddeld goed voor ongeveer 55 procent van het door alle beleggingsinstellingen beheerde vermogen. Bij de bepaling van de gemiddelde beleggingshorizon wordt aangenomen dat alle aandelen via de Amsterdamse beurs worden verhandeld, dat het aantal uitstaande aandelen het hele kwartaal gelijk blijft, en dat per saldo uitgifte of inname aan het eind van een kwartaal plaats vindt.

Als gevolg van deze aannames geven de resultaten uit het onderzoek een maximale schatting van de beleggingshorizon en een minimale schatting van de omzet.

Beleggingshorizon neemt af...

Uit de berekeningen blijkt dat de gemiddelde beleggingshorizonen sterk verschillen tussen beleggingsinstellingen. Over het algemeen vertoont de beleggingshorizon een dalende tendens, vijftien van de 21 fondsen hebben een negatief dalende trend, bij zeven hiervan is die daling significant.

In [tabel 1](#) wordt de gemiddelde beleggingshorizon per categorie weergegeven. Per instelling is de berekende beleggingshorizon gewogen, met als gewicht het fondsvermogen.

Tabel 1. Gewogen gemiddelde beleggingshorizon in jaren en omzet per kwartaal in miljoenen euro's totaal en per categorie

	Beleggingshorizon		netto-omzet	
	Jaren	richting Trend _a	mln euro's	richting trend _b
Totaal	7,12	- 0,26**	1.782,0	53,0*
Aandelen	7,03	- 0,50**	668,9	49,0**
Obligaties	6,39	- 0,16*	613,5	- 6,1
Vastgoed	9,13	- 0,32	279,2	14,3
Liquiditeiten	3,75	0,05	166,5	-4,4
Gemengd	10,72	0,08	53,8	0,2

a. In jaren.

b. In miljoenen euro.

** = significant verschillend van nul bij 99 procent significantieniveau.

* = significant verschillend van nul bij 95 procent significantieniveau.

Uit [tabel 1](#) is af te leiden dat in het totaal de beleggingshorizon gemiddeld 7,1 jaar is en dat deze een significant dalende trend laat zien van drie maanden per kwartaal. De trendlijn van de gemiddelde beleggingshorizon van aandelenfondsen en obligatiefondsen vertoont een significant dalend verloop. Dit wil zeggen dat deelnemers in deze fondsen voor kortere periode in deze fondsen deelnamen. De gemiddelde beleggingshorizon bij aandelenfondsen was in het tweede halfjaar van 1994 nog vijftien jaar, maar bedroeg in het eerste halfjaar 1999 nog slechts 51/2 jaar. Vastgoed-, liquiditeits- en gemengde fondsen vertonen een relatief stabiele beleggingshorizon. Bij deze fondsen is sprake van een niet-significant van nul afwijkende trend.

...omzet neemt toe

Uit de berekeningen met betrekking tot de netto-omzet blijkt dat zestien van de 21 instellingen een stijgende netto-omzet hebben, waarvan twaalf significant. Bij deze instellingen wordt, gemeten in euro's, in de secundaire markt per kwartaal steeds meer verhandeld (dus exclusief de uitgifte van nieuwe aandelen).

De gemiddelde netto-omzet is ook per categorie berekend. De resultaten daarvan worden eveneens weergegeven in [tabel 1](#). Uit de tabel blijkt dat er per kwartaal gemiddeld voor bijna 1,8 miljard euro in participaties van beleggingsinstellingen, van eigenaar wisselt (of terug wordt verkocht aan de beleggingsinstelling) en dat er een significant stijgende trend is van 53 miljoen euro per kwartaal. De aandelenfondsen hebben de grootste secundaire markt, gemiddeld 669 miljoen euro per kwartaal, welke gepaard gaat met een sterk significant stijgende trend van 49 miljoen euro per kwartaal. Men kan zich afvragen of dit gedrag niet wordt ingegeven door een (te) hoge dosis optimisme bij particuliere beleggers over de voor- en nadelen van aandelenbeleggingen.

Stabiliteitsverstoring

De verschuiving van besparingen van het banken naar beleggingsinstellingen is een structurele verandering in het intermediaatieproces van het financiële stelsel. Het betekent dat overschothuishoudingen steeds vaker risico's willen lopen en past in het beeld van het toegenomen belang van de directe financiële markten. Benink ⁴ geeft aan dat indien dergelijke structurele ontwikkelingen gepaard gaan met een onvolledig begrip van de risico's en het als gevolg daarvan incorrect prijzen van die risico's, dit negatieve gevolgen kan hebben voor de stabiliteit van het financiële stelsel. Niet volledig ingecalculerde gebeurtenissen kunnen vertrouwensschokken genereren die markten onnodig sterk kunnen beïnvloeden.

Risico's niet bewust genomen

Vaak wordt verondersteld dat de deelnemers in beleggingsinstellingen volkomen bewust risico's aanvaarden. Uit verschillende Amerikaanse onderzoeken blijkt dat de veronderstelling van volkomen risicobewustheid bij deelnemers in beleggingsinstellingen zeer twijfelachtig is en er eerder sprake is van risico-onbewustheid ⁵. In het licht van het bovenstaande zou de stijging van de liquiditeitswaarde van claims op beleggingsinstellingen (hetgeen feitelijk de geconstateerde verkorting van de beleggingshorizon van beleggers is) kunnen berusten op een te lage inschatting van de neerwaartse prijsrisico's van de deelname in beleggingsinstellingen. Naarmate de beleggingshorizon korter wordt, zullen de deelnemers sneller en heftiger reageren op slecht nieuws. Een relatief lichte koersval zou, bij een relatief korte beleggingshorizon, tot een groot aanbod van participaties kunnen leiden. Indien dit gepaard gaat met verkopen van beleggingen door de beleggingsinstellingen, kan, gezien de omvang van de sector, de initiële koersbeweging worden versterkt ⁶. De toegenomen rol van beleggingsinstellingen en de daarmee gepaard gaande verkorting van de beleggingshorizon, vergroten derhalve de potentie van beleggingsinstellingen om de stabiliteit van het financiële stelsel te verstoren.

Conclusie

De toegenomen populariteit van beleggingsinstellingen als beleggingsobject is gepaard gegaan met een afname van de gemiddelde beleggingshorizon van beleggers in beleggingsinstellingen en een groeiende waarde van de omzet op de secundaire markt. Dit effect heeft zich vooral voorgedaan bij aandelenfondsen. Overschot-huishoudingen gebruiken beleggingsinstellingen blijkbaar steeds vaker om koopkracht kortstondiger door de tijd te verschuiven. Dit heeft tot gevolg dat de potentie van beleggingsinstellingen om de stabiliteit op de financiële markten te verstoren, is toegenomen.

Om beleidsaanbevelingen te kunnen geven ter voorkoming van mogelijke stabiliteitsverstorende aspecten van beleggingsinstellingen, is nader onderzoek nodig. Zo kan er onderzoek worden gedaan naar de mogelijkheden om de risicobewustheid van de deelnemers in beleggingsinstellingen te bevorderen. Tevens kan er gezocht worden naar mogelijkheden om de informatie-asymmetrie tussen beheerder en belegger te verkleinen. Verder onderzoek naar de ontwikkelingen in de beleggingshorizon van de deelnemers en naar de koersgevoeligheid van het gedrag van zowel de deelnemers als de beheerders, kan nieuwe inzichten in het functioneren van beleggingsinstellingen opleveren

¹ De liquiditeitswaarde van een financiële claim is een functie van de kosten en het prijsrisico bij snelle omzetting naar primaire liquiditeiten (bancaire tegoeden, contant geld). Hoe lager de kosten en hoe lager het prijsrisico, hoe hoger de liquiditeitswaarde.

² Met beleggersgirosysteem wordt een systeem bedoeld waarin de deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling, worden ondergebracht bij een derde, veelal een stichting, en de deelnemer (of rekeninghouder) door storting van een bedrag op desbetreffende beleggingsrekening een vordering in deelnemingsrechten op de derde verkrijgt. Deze bewaart de deelnemingsrechten ten behoeve van de gezamenlijke deelnemers van de beleggingsinstelling en administreert hun individuele vorderingen luidende in (fracties van) deelnemingsrechten.

³ J.V. Duca, Should bond funds be added to M2?, *Journal of Banking & Finance*, 1995,

4 H.A. Benink, *Financial fragility*, proefschrift Universiteit Maastricht, 1996.

5 Zie N. Capon, G.J. Fitzsimons en R.A. Prince, An individual level analysis of the mutual fund investment decision, *Journal of Financial Services Research*, vol. 10, 1996, blz. 59-82, en W.N. Goetzmann en N. Peles, Cognitive dissonance and mutual fund investors, *The Journal of Financial Research*, vol. xx, 1997, nr. 2,

6 Het ontbreken van algemeen beschikbare data maakt het niet mogelijk om dit effect direct te meten.