



Rommelobligatie rendeert

Auteur(s):

Schilstra, M.

*Werkzaam bij Fortis Investment Bank, Amsterdam.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4294, pagina 138, 9 februari 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

De financiële markten maken een pas op de plaats. Ook in magere jaren kan echter, mits risico voldoende wordt gespreid, een stevig rendement worden behaald.

Nu de aandelenmarkt zich voor het eerst in een decennium weer zijwaarts beweegt en vele particulieren de in de afgelopen periode opgebouwde winsten weer als sneeuw voor de zon hebben zien verdwijnen, rijst de vraag of er alternatieven zijn voor de aandelenbelegging waarmee toch een gemiddeld hoger rendement behaald kan worden dan op het traditionele deposito. In dit artikel zal worden ingegaan op een product dat jaren het zwarte schaap van de beleggingswereld is geweest: de junk bond of, zoals onze zuiderburen het zo mooi weten aan te duiden, de rommel-obligatie. In de huidige markt zou deze wel eens tevoorschijn kunnen komen als de absolute winnaar in de race om een fatsoenlijk jaarrendement.

Rendement

Binnen de huidige markten wordt het voor de particuliere belegger steeds moeilijker een belegging te selecteren waarbij een rendement wordt behaald dat boven de risicovrije rentevoet ligt, terwijl in ieder studieboek in de financieringsleer toch wordt benadrukt dat de lange termijnvergoeding op de aandelenbelegging bestaat uit de zogenaamde 'risk free rate' met daarop een vergoeding voor het gelopen risico. Op de langere termijn zal een aandelenbelegging dus per definitie altijd meer opbrengen dan het traditionele deposito. Toch slagen veel particulieren en professionele vermogensbeheerders hier tegenwoordig nauwelijks in. De indexbelegger zal weliswaar vanwege de zijwaartse beweging van de markt geen verliezen maken, maar zal zeker gecompenseerd voor het gelopen risico geen goed rendement weten te halen.

De particuliere belegger die niet via een beleggingsfonds maar individueel belegt, zal het in de huidige markten nog moeilijker hebben. Zorgde in de afgelopen jaren een portefeuille bestaande uit (communicatie)technologieaandelen voor duizelingwekkende rendementen, in de huidige situatie blijft het schipperen tussen oude en nieuwe economie. Het sentiment keert dagelijks. De verklaring die handelaren geven voor de beweging van de dag, komt meestal een dag te laat.

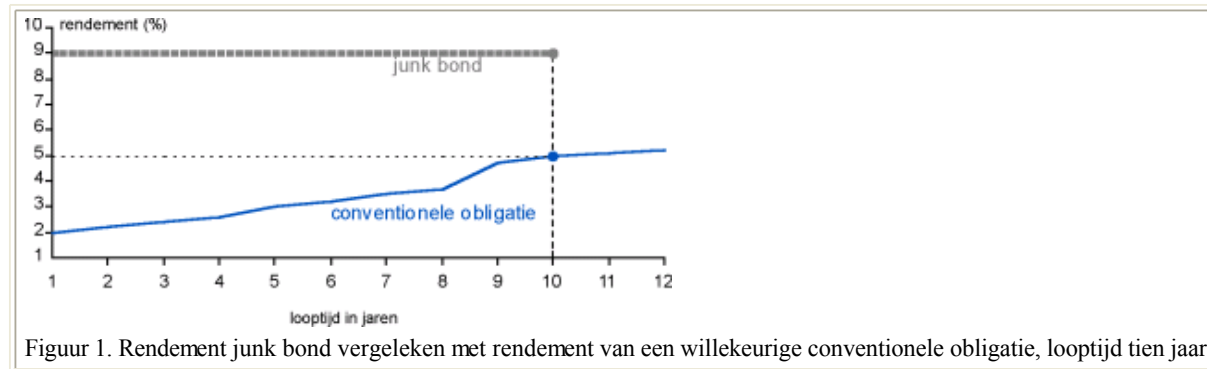
Diverse investeringsbanken proberen momenteel de soms volkomen gedesillusioneerde belegger opnieuw te overtuigen geld in de markt te steken. Dit doen ze met aandelen en obligatieproducten die gekoppeld zijn aan optieconstructies zodat ook bij huidige marktomstandigheden geld verdiend kan worden. Zo is er een korte opleving in 'discount rights' geweest, waarbij aandelen met korting gekocht konden worden ¹, en wordt momenteel een groot aantal 'reverse convertibles' uitgegeven, waarbij de klant feitelijk een (meestal) tweejaars deposito koopt, waarbij de coupon door het verkopen van een putoptie aanzienlijk hoger is dan gangbaar op een tweejaars product. Ook verschijnen na jaren van afwezigheid weer fondsen op zogenaamde 'high yield' obligaties of, in slechter tijden, junk bonds. Dit zijn obligaties met rendementen die aanzienlijk hoger zijn dan die welke verkregen worden op de conventionele (Nederlandse) staatsobligatie. De oorzaak hiervan kan zijn dat er met deze obligaties wordt belegd met een aanzienlijk van Nederland verschillende economische situatie, of dat de aandelen uitgegeven zijn door ondernemingen met een lagere kredietwaardigheid ². Feitelijk zijn het dus de kredietbureaus die bepalen of een lening in de hoog rendement-categorie valt. Vervolgens wordt er dan wel een couponrente betaald, die over het algemeen ligt tussen de acht en twaalf procent. Hoewel Nederland niet veel ondernemingen kent die een lagere dan bbb-rating hebben ³, wordt er momenteel wel een aantal beleggingsfondsen verhandeld die in fondsen met dergelijke kwalificaties beleggen ⁴. De vraag is waarom het voor de particulier aantrekkelijk zou zijn naast zijn aandelenportefeuille in een dergelijk fonds te participeren. Hiervoor pleiten verschillende argumenten.

Fiscale behandeling vanaf 2001

In het belastingstelsel zoals dat tot eind 2000 gangbaar was, werden coupons op obligaties (afgezien van de vrijstelling) belast tegen het marginale tarief. Voor de gemiddelde obligatiebelegger betekende dat, dat van de vijf procentcoupon die betaald werd, feitelijk slechts twee procent overbleef, hetgeen amper voldoende is om te corrigeren voor de inflatie. Vanaf 2001 betaalt de particulier geen belasting meer over de coupon, maar dient deze de gemiddelde waarde van zijn belegging op te tellen bij zijn vermogen. Hij betaalt hierover 1,2 procent vermogensrendementsheffing. Van de gemiddeld tien procent coupon op de high yield bond blijft dus onder het huidige belastingregime aanzienlijk meer over dan voorheen.

Rendement in vergelijking tot gelopen risico

Zoals bekend uit de financieringsliteratuur dient een belegging altijd beoordeeld te worden op zijn voor risico gecorrigeerd rendement. Voor de obligatiehandelaar is de belangrijkste maatstaf voor het vergelijken van obligatieresultaten de rendementscurve. Het is gangbaar dat de bedrijfsobligaties, als vergoeding voor het te lopen kredietrisico, hoger renderen dan de staatsobligaties van gelijke looptijd. Men spreekt bijvoorbeeld van een rendement van vijftig basispunten over de curve, waarmee bedoeld wordt dat het rendement van de betreffende obligatie een half procent hoger is dan die op staatspapier. Traditioneel worden ook de junk bonds op een dergelijke wijze gewaardeerd (zie [figuur 1](#)). Zo valt af te lezen dat het rendement op tienjaars staatspapier vijf procent is, terwijl dat op de tienjarige junkbond negen procent bedraagt. De junkbond rendeert dus 400 basispunten over de curve. Omdat junk bonds echter vanwege de enorme coupons een veel lagere 'duration' hebben ⁵, zouden we eigenlijk op de x-as niet de looptijd van de obligaties dienen te zetten, maar de duration van de obligaties. In de huidige waarderingsmethode wordt de yield van de tienjaars obligatie (met bijvoorbeeld een duration van acht jaar) vergeleken met het rendement van de tienjaars junk bond (waarbij de duration bijvoorbeeld zeven jaar bedraagt) die dus qua risicoprofiel gezien, de kortere obligatie is. In de huidige waarderingsmethodiek wordt het overrendement ten opzichte van de staatsobligatie dus onderschat, en biedt de junkbond meer dan uit de veelal toegevoegde figuren blijkt.



De kans op faillissement

Natuurlijk bestaat bij investering in junk bonds het gevaar van faillissement van de uitgevende instantie. Met name indien de credit rating in de C-categorie is terechtgekomen, zijn de bedrijven in de buurt van faillissement beland. De obligaties van deze bedrijven worden meestal voor minder dan de helft van de oorspronkelijke waarde verhandeld. Hoeveel de waarde van de belegging uiteindelijk daalt voor het werkelijke faillissement, hangt af van de verwachting van de schuldeisers over de opbrengsten uit de boedel. Dit hoeft echter geenszins te betekenen dat de bezitter van de obligatie al zijn geld kwijt is. Niet alleen kan het bedrijf alsnog overgenomen worden (zoals dat bij Baan gebeurd is - de prijzen van de obligaties maakten in één dag een koerssprong van honderd procent), maar ook kan het eenvoudig zo zijn dat door de hoge coupon en het restant dat uit de boedel betaald wordt, ook de inleg terugverdiend is. Natuurlijk zullen ook enkele obligaties al na zeer korte tijd failliet gaan, waarbij slechts een zeer beperkt deel van de mantel wordt terugbetaald. Het is hierom noodzakelijk zorgvuldig over landen, sectoren en bedrijven te spreiden. Het risico kan dan worden beperkt door wat in de statistiek de wet van de grote getallen wordt genoemd. In de literatuur wordt er over het algemeen van uitgegaan dat bij een twintigtal verschillende typen obligaties zo'n negentig procent van het marktrisico kan worden geëlimineerd. Goed spreiden betekent hier met name dat niet in zogenaamde sectorindices wordt belegd. Zo is een goed gespreide portefeuille van bedrijfsobligaties in de petroleumsector leuk, tot er een auto wordt uitgevonden die op water loopt). Dit spreiden kan gedaan worden door zelf een twintigtal obligaties aan te schaffen, of door eenvoudigweg in een goed gespreid fonds te beleggen zodat met een veel kleiner bedrag kan worden geïnvesteerd.

Conclusie

Het beleggen in zogenaamde 'high yield' obligaties heeft grote voordelen. Zo is de coupon onder het nieuwe belastingregime niet meer onderhevig aan het marginale tarief, wordt de waarde van deze rommelobligaties in de gangbare vergelijking met overige obligaties feitelijk onderschat, en is zelfs in het geval van faillissement de belegging hierin niet noodzakelijkerwijs verliesgevend geweest. Beleggen in junk bonds is echter wel degelijk risicovol, zodat diversificatie essentieel is. Indien dit echter goed gedaan wordt (in bijvoorbeeld de diverse op dit moment aangeboden beleggingsfondsen), kan het beleggen in junk bonds voor de particulier wel degelijk leiden tot een bovengemiddeld voor risico gecorrigeerd rendement.

1 Deze korting wordt verkregen door de opbrengst van een verkochte calloptie in mindering te brengen op de aankoopprijs van het aandeel.

2 Gangbaar is een kredietbeoordeling van BB+ tot CCC, gebaseerd op Standard & Poor's kredietkwalificaties, waarbij bedrijven in de C categorie in de buurt van faillissement zijn aanbeland.

3 KPNQuest en Versatel (resp BB en B) zijn enkele van de weinige voorbeelden.

4 Bijvoorbeeld het Postbank hoogdividend obligatiefonds, dat vooral in Europese en Noord-Amerikaanse bedrijven en (financiële) ondernemingen belegt, en het Robeco High Yield Obligatiefonds, dat ook in staatsobligaties van opkomende economieën belegt (Zuid-Afrika en Mexico).

5 'Duration' is een risicomatstaf die de gemiddelde periode die nodig is om het geïnvesteerde bedrag terug te krijgen voorstelt. Obligaties met een kortere duration hebben minder risico doordat zij minder gevoelig zijn voor renteveranderingen.