

Leidraad informatie over risicoprofielen

Aanbevelingen voor een betere aansluiting tussen beleggingen en risicoprofielen



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

| | | |
|---|---|----|
| 1 | Over de leidraad | 4 |
| | 1.1 <i>Wat is het doel van de leidraad?</i> | 5 |
| | 1.2 <i>Voor wie is de leidraad bedoeld?</i> | 5 |
| | 1.3 <i>Wat is de status van de leidraad?</i> | 6 |
| | 1.4 <i>Wat wordt bedoeld met informatie over risicoprofielen?</i> | 7 |
| | 1.5 <i>Wanneer is de informatie over risicoprofielen van belang?</i> | 8 |
| | 1.6 <i>Leeswijzer</i> | 9 |
| 2 | Informatie over risicoprofielen | 10 |
| | 2.1 <i>Vraag 1: Wat wordt bedoeld met het risicoprofiel?</i> | 10 |
| | 2.2 <i>Vraag 2: Waarom ontvangt de consument deze informatie?</i> | 11 |
| | 2.3 <i>Vraag 3: Hoe wordt er belegd in het risicoprofiel?</i> | 11 |
| | 2.4 <i>Vraag 4: Hoe zien de beleggingen eruit?</i> | 12 |
| | 2.5 <i>Vraag 5: Wat zijn de risico's en verwachte rendementen van de beleggingen?</i> | 13 |
| | 2.6 <i>Vraag 6: Wat zijn de beleggingskosten?</i> | 14 |
| | 2.7 <i>Tot slot: Hoe helpen deze aanbevelingen bij het oplossen van bestaande problemen?</i> | 14 |
| 3 | De risicowijzer | 15 |
| | 3.1 <i>Wat is het doel van de risicowijzer?</i> | 15 |
| | 3.2 <i>Hoe ziet de risicowijzer er uit?</i> | 15 |
| | 3.3 <i>Hoe moet de risicowijzer worden geïnterpreteerd?</i> | 16 |
| | 3.4 <i>Hoe verwacht de AFM dat marktpartijen de risicowijzer gebruiken?</i> | 17 |
| | 3.5 <i>Hoe verhoudt de risicowijzer zich tot bestaande en toekomstige risico-indicatoren?</i> | 18 |
| | Bijlage 1: Berekening van de risicowijzer | 20 |
| | Bijlage 2: Toelichting per beleggingscategorie | 26 |
| | Bijlage 3: VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010 | 41 |

1 Over de leidraad

Financiële ondernemingen zijn verplicht om bij het adviseren over (producten met) beleggingen en vermogensbeheer een goede inschatting te maken van een consument. Naast allerlei persoonlijke en financiële gegevens is het vooral van belang dat helder is welke risico's een consument zou willen en kunnen nemen met zijn beleggingen. Hiervoor wordt vaak een risicoprofiel opgesteld.

Tot op heden zijn risicoprofielen, en dan vooral de beleggingen en de risico's die daarbij volgens ondernemingen horen, voor veel consumenten onduidelijk. Financiële instellingen gebruiken verschillende profielnamen en doen bovendien andere aannames over welke beleggingen passen binnen een risicoprofiel. De daadwerkelijke samenstelling van de portefeuilles van dezelfde risicoprofielen verschilt daardoor van instelling tot instelling. Om consumenten meer duidelijkheid te geven over de beleggingen en de risico's achter risicoprofielen en daarmee ook adviezen en profielen beter met elkaar te kunnen vergelijken, is de AFM gekomen met de in deze leidraad voorgestelde oplossing.

Eind 2009 heeft de AFM in eerste instantie een oplossing voorgesteld waarbij de markt gebruik zou moeten maken van zes standaard risicoprofielen, genoemd A tot en met F. De reacties die de AFM op dit voorstel heeft ontvangen, hebben geleid tot aanpassing van het voorstel. In juli 2010 heeft de AFM de contouren van dit aangepaste voorstel aan de markt gepresenteerd. De AFM legt hierin de nadruk op het beter informeren van consumenten over de beleggingen en risico's in risicoprofielen en geeft een instrument om te grote verschillen in de risico's van geadviseerde portefeuilles voor dezelfde consumenten te beperken. In het aangepaste voorstel worden de namen en risico's van risicoprofielen niet gestandaardiseerd. Financiële ondernemingen kunnen dus hun eigen risicoprofielen blijven hanteren. Sinds juli 2010 is de AFM met marktpartijen in overleg om te komen tot een uitwerking van het aangepaste voorstel. De AFM introduceert via deze leidraad aanbevelingen voor het verbeteren en uitbreiden van de informatie over beleggingen die horen bij risicoprofielen en een standaard grafische weergave van het risico van deze beleggingen, de risicowijzer.

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de leidraad zelf, de verwachtingen van de AFM en wordt uitleg gegeven over wat er wordt bedoeld met informatie over risicoprofielen.

1.1 Wat is het doel van de leidraad?

Het doel van de leidraad is financiële ondernemingen te ondersteunen bij het centraal stellen van het klantbelang en bij het verbeteren van de kwaliteit van de informatieverstrekking aan consumenten. Met de aanbevelingen uit de leidraad wordt bereikt dat consumenten meer inzicht krijgen in de beleggingen en risico's in een risicoprofiel en dat zij in staat zijn om risicoprofielen en beleggingen met elkaar te vergelijken. Het helpt consumenten ook om een geïnformeerde keuze te maken om een advies op te volgen of bepaalde dienstverlening aan te gaan.

Deze informatie kan ook de adviseur helpen bij zijn advies aan de consument over de keus voor een risicoprofiel.

1.2 Voor wie is de leidraad bedoeld?

Deze leidraad is bedoeld voor:

- Beleggingsondernemingen die beleggingsadvies geven en/of vermogensbeheer aanbieden. Zij stellen de informatie op en gebruiken deze informatie om de consument te informeren.
- Financiële dienstverleners, die ook adviseren in beleggingsfondsen. Zij stellen de informatie op of maken gebruik van door aanbieders opgestelde informatie. Zij gebruiken de informatie om de consument te informeren.
- Financiële dienstverleners die alleen adviseren over financiële producten met een beleggingscomponent. Zij maken gebruik van door aanbieders opgestelde informatie om de consument te informeren.
- Aanbieders van beleggingsinstellingen en financiële producten met een beleggingscomponent. Zij ondersteunen adviseurs van hun financiële producten bij het opstellen van de informatie.

Deze leidraad is niet bedoeld voor beleggingsondernemingen die *execution only* diensten aan consumenten verlenen. In de praktijk zal de portefeuille van deze consumenten zodanig afwijken van eventuele risicoprofielen, dat de in deze leidraad bedoelde informatie beperkte toegevoegde waarde heeft. Het kan wel zo zijn dat marktpartijen in hun *execution only* dienstverlening klanten indelen in risicoprofielen. In dergelijke gevallen kan de financiële onderneming er voor kiezen (delen van de) informatie over de beleggingen en risico's die horen bij het gekozen risicoprofiel aan de klant ter beschikking te stellen.

Deze leidraad is ook niet bedoeld voor beleggingsondernemingen die niet werken met risicoprofielen. Het gaat dan om beleggingsondernemingen die voor iedere consument op maat een portefeuille samenstellen, zonder daarbij eerst uit te gaan van een standaard verdeling in beleggingscategorieën. De AFM gaat er van uit dat deze consumenten al overeenkomstig de uitgangspunten van deze lei-

draad uitgebreid op individueel niveau worden geïnformeerd en dat de samenstelling daadwerkelijk is afgestemd op de risicobereidheid van de klant.

1.3 Wat is de status van de leidraad?

De leidraad is geen wet- of regelgeving. Financiële ondernemingen zijn dan ook vrij te bepalen hoe zij met deze leidraad omgaan en zijn niet verplicht om de aanbevelingen uit deze leidraad op te volgen.

De AFM moedigt financiële ondernemingen wel aan om de aanbevelingen uit de leidraad op te volgen. Reden hiervoor is dat de leidraad een oplossing biedt voor een probleem dat al langere tijd in de markt bekend is. Consumenten worden verward door het bestaan van risicoprofielen met dezelfde of vergelijkbare profielnamen, maar met sterk uiteen lopende beleggingen en risico's. Ook de grote hoeveelheid profielnamen leidt tot verwarring. De markt heeft hier zelf nog geen oplossing voor kunnen ontwikkelen.

Uit de consultatie maakt de AFM echter wel op dat marktpartijen het erover eens zijn, dat de verwarring bestaat, dat grotere consistentie in de werkwijze van marktpartijen nodig is en dat de informatieverstrekking over de beleggingen in risicoprofielen kan worden verbeterd. De AFM wil daar door middel van de aanbevelingen uit deze leidraad en de introductie van een risicowijzer aan bijdragen.

De AFM vindt het wenselijk dat marktpartijen op korte termijn de aanbevelingen voor het verbeteren en uitbreiden van de informatie over beleggingen die horen bij risicoprofielen voor hun nieuwe klanten implementeren. Ook moedigt de AFM financiële ondernemingen aan om kritisch naar de standaardportefeuille te kijken die bij een risicoprofiel hoort. De standaard verdeling in beleggingscategorieën dient goed te passen bij het risicoprofiel. Het risicoprofiel dient goed bij de risicobereidheid van de klant te passen. Te grote afwijkingen ondermijnen mogelijk de passendheid.

Financiële ondernemingen kunnen de informatie over risicoprofielen ondersteunen aan de hand van de door de AFM geïntroduceerde grafische risicowijzer.

De AFM moedigt financiële ondernemingen aan om de informatie over risicoprofielen ook beschikbaar te stellen voor hun bestaande klanten. De termijn en manier waarop de bestaande klanten worden geïnformeerd is afhankelijk van het type dienstverlening.

Onafhankelijk van de keuze van een financiële onderneming om de aanbevelingen uit de leidraad deels of als geheel als oplossing over te nemen, zal de AFM in haar toezicht de in deze leidraad opgenomen berekeningswijze van de risicowijzer gebruiken om te toetsen of een beleggingsportefeuille voldoende aansluit bij de klant als zij deze toets nodig vindt. De AFM ziet deze berekeningswijze als een objectieve toetsmethode. Overigens is er dan altijd de ruimte voor een financiële onderneming om hierop te reageren.

De AFM zal ook consumenten informeren over deze leidraad en daarbij tevens ingaan op de wijze waarop consumenten van de voorgestelde informatie gebruik kunnen maken.

1.4 Wat wordt bedoeld met informatie over risicoprofielen?

De informatie over risicoprofielen bestaat uit twee delen. Het eerste deel is de algemene informatie over de standaard verdeling van beleggingscategorieën die is gekoppeld aan een risicoprofiel. Bijvoorbeeld hoe een financiële onderneming haar offensieve risicoprofiel indeelt in een mix van verschillende beleggingscategorieën, zoals staatsleningen opkomende markten, investment grade bedrijfsobligaties Euro en aandelen ontwikkelde markten. Het tweede deel is de bijbehorende risicowijzer. Deze informatie moet antwoord geven op de belangrijkste vragen die een consument en/of adviseur zou moeten stellen over de aan een risicoprofiel gekoppelde beleggingen.

De informatie gaat over de standaard verdeling van beleggingscategorieën in een risicoprofiel en dus over de beleggingsportefeuille. Dit kan gaan om een portefeuille bestaande uit verschillende financiële instrumenten, een portefeuille bestaande uit meerdere beleggingsinstellingen of de beleggingen binnen een ander financieel product (hypotheek of (pensioen)verzekering).

Voor deze financiële producten met een beleggingscomponent geldt dat de informatie waar in deze leidraad op wordt gedomd, uitsluitend in gaat op de beleggingen en dus niet op de additionele kenmerken en risico's van het product als geheel.

De leidraad gaat niet in op de informatie over de specifieke portefeuille van een individuele consument.

Het toepassen van de aanbevelingen op individueel klantniveau heeft een grote impact op financiële ondernemingen. De AFM kiest daarom voor het verbeteren van de informatie op het niveau van de door veel financiële ondernemingen gehanteerde standaard risicoprofielen. De AFM moedigt financiële ondernemingen echter aan om de aanbevelingen (in de toekomst) ook op de werkelijke portefeuille van de consument toe te passen.

Veel financiële ondernemingen sturen in hun beleggingsproces op een met de klant afgesproken standaardverdeling in beleggingscategorieën. De AFM sluit hier in deze leidraad op aan. De AFM kan zich echter voorstellen dat marktpartijen die een andere methode van sturing gebruiken op basis van hun professionele deskundigheid de leidraad toepassen.

In de markt zijn er allerlei varianten op het gebruik van standaard risicoprofielen met daaraan gekoppeld een standaard verdeling over beleggingscategorieën. Zo zijn er bijvoorbeeld financiële ondernemingen die consumenten binnen een specifiek risicoprofiel standaard keuzemogelijkheden aanbieden waardoor de indeling in beleggingscategorieën en risico's enigszins kan afwijken. In dergelijke gevallen is het belangrijk om consumenten hierover te informeren door de keuzemogelijkheden en impact van keuzes weer te geven. Als de afwijking erg groot is qua verdeling en/of risico's, dan is het verstandiger de keuzemogelijkheden te beschouwen als op zichzelf staande risicoprofielen.

1.5 Wanneer is de informatie over risicoprofielen van belang?

De informatie over risicoprofielen gaat dus, zoals hierboven aangegeven, over informatie over de standaardverdeling in beleggingscategorieën in een risicoprofiel. In meerdere fasen van het adviesproces¹ kan deze informatie voor consumenten van belang zijn. Het is de verantwoordelijkheid van de financiële onderneming om de consument tijdens de verschillende fasen van het adviesproces de op dat moment van belang zijnde informatie te verstrekken. De AFM gaat er van uit dat de financiële onderneming de informatie dusdanig tijdig verstrekt dat de consument een geïnformeerde keuze kan maken om een advies op te volgen of bepaalde dienstverlening aan te gaan.

In de **oriëntatiefase**, nog voor het adviesproces, vormt de informatie een hulpmiddel voor consumenten om zich te oriënteren op de beleggingen in de risicoprofielen die een financiële onderneming hanteert. Op basis van de informatie kan de consument zich een realistisch beeld vormen over wat hij redelijkerwijs kan en mag verwachten van de mogelijke uitkomsten en risico's van de beleggingen in de gehanteerde risicoprofielen. De consument (of de adviseur) kan eventueel vergelijkbare risicoprofielen van andere financiële ondernemingen hiertegen afzetten.

Aan het einde van de **beeldvormingsfase** en tijdens de **oplossingsfase** helpt de informatie over risicoprofielen de adviseur of vermogensbeheerder. Hij kan aan de consument toelichten wat het betekent als er voor hem wordt belegd volgens het door de adviseur of vermogensbeheerder bepaalde profiel. De consument kan

¹ Zie de Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw.

mede op basis van de informatie het advies dat hij krijgt op waarde schatten. Hierbij is wel het volgende van belang. De daadwerkelijke beleggingsportefeuille² van een consument kan afwijken van de standaard verdeling van beleggingscategorieën die gekoppeld is aan een profiel. De consument moet hierover worden geïnformeerd (bijvoorbeeld in een beleggingsvoorstel). Duidelijk gemaakt moet worden op welke punten de beleggingsportefeuille afwijkt van de standaard verdeling van beleggingscategorieën en welke consequenties dit heeft voor de risico's.

Als de consument uiteindelijk een beheer- of adviesovereenkomst heeft gesloten of een financieel product heeft afgesloten, dan kan de informatie in de **nazorgfase** ook van belang zijn. Samen met de klantspecifieke informatie geeft het namelijk inzicht in de wijze waarop de financiële onderneming uitvoering geeft en zou moeten geven aan de beleggingen en het managen van de risico's binnen het afgesproken risicoprofiel.

1.6 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 leest u de aanbevelingen voor de informatieverstrekking aan consumenten over de aan een risicoprofiel gekoppelde beleggingen. In hoofdstuk 3 wordt het gebruik van de hierbij ondersteunende risicowijzer toegelicht. Ook leest u in hoofdstuk 3 over de raakvlakken met de bestaande financiële bijsluiters voor financiële producten en beleggingsinstellingen en de toekomstige wetgeving voor een Europese financiële bijsluiter voor beleggingsinstellingen.

In de bijlagen is de berekening achter de risicowijzer opgenomen (bijlage 1), een toelichting op de karakteristieken van de te hanteren beleggingscategorieën (bijlage 2) en het advies van de VBA aan de AFM over de risicostandaarden (bijlage 3).

² Dit kan een losse beleggingsportefeuille zijn of de beleggingen binnen een product.

2 Informatie over risicoprofielen

Zoals in het vorige hoofdstuk al aangegeven, moet de informatie over risicoprofielen antwoord geven op de belangrijkste vragen die een consument en/of adviseur zou moeten stellen over de aan een risicoprofiel gekoppelde beleggingen. De informatie heeft overigens niet tot doel de consument op te leiden tot beleggingsanalist.

In dit hoofdstuk zijn de vragen opgenomen die van belang zijn. Elke vraag wordt in een aparte paragraaf behandeld. Hierbij wordt aangegeven welke elementen belangrijk kunnen zijn om een voldoende uitgebreid en volledig antwoord te geven. Het is mogelijk dat niet altijd alle elementen van toepassing zijn.

Het verbeteren van de informatievoorziening en een meer realistisch verwachtingspatroon voor de consument zijn alleen haalbaar als marktpartijen over alle relevante aspecten van de aan risicoprofielen gekoppelde beleggingen communiceren. Een aantal algemene aandachtspunten is hierbij van belang:

- De informatie is **evenwichtig**. Dat wil bijvoorbeeld zeggen dat de informatie over risicoprofielen gericht is op het informeren van de consument over de relevante risico's. De informatie is dus niet bedoeld als reclamemateriaal.
- De informatie is **vindbaar**. Mogelijk zijn veel aspecten uit deze leidraad al opgenomen in verschillende documenten. Dit kan. Het opnemen van de informatie in één document en/of de vragen die in dit hoofdstuk zijn opgenomen duidelijk terug laten komen, kan bijdragen aan de vindbaarheid van de informatie. Marktpartijen zijn er echter zelf verantwoordelijk voor dat de informatie voor de consument vindbaar is. Marktpartijen kunnen er dus voor kiezen de informatie in meerdere documenten op te nemen.
- De informatie is **begrijpelijk**. Het gaat dan bijvoorbeeld om het taalgebruik, het geven van voorbeelden en het expliciet benoemen van risico's.
- De informatie is **correct, duidelijk en niet misleidend**.³

2.1 Vraag 1: Wat wordt bedoeld met het risicoprofiel?

De consument moet begrijpen waarover de informatie die hij ontvangt gaat. De consument moet begrijpen dat het gaat om informatie over de standaard verdeling in beleggingscategorieën binnen een risicoprofiel en niet over zijn specifieke beleggingen of het risicoprofiel van de consument zelf. De volgende informatie is hierbij ook van belang:

³ Artikel 4:19, artikel 4:20 en artikel 4:22 van de Wet op het financiële toezicht (Wft).

- Informatie over de verschillende risicoprofielen die de financiële onderneming heeft.
- Informatie over hoe de financiële onderneming bepaalt welk risicoprofiel past bij de consument.

2.2 Vraag 2: Waarom ontvangt de consument deze informatie?

De consument moet het doel en nut van de informatie over het risicoprofiel kunnen begrijpen. Het is daarom belangrijk dat de consument wordt geïnformeerd over de inhoud, de aard en de doelstelling van de informatie. De volgende informatie is hierbij ook van belang:

- Een toelichting waarom de consument de beleggingsinformatie ontvangt.
- Een toelichting hoe deze informatie zich verhoudt tot andere relevante documenten, zoals beleggingsvoorstel, offerte, cliëntenovereenkomst of beheerovereenkomst.
- Een toelichting hoe de consument de beleggingsinformatie kan gebruiken.

2.3 Vraag 3: Hoe wordt er belegd in het risicoprofiel?

De consument moet allereerst worden geïnformeerd over de wijze waarop binnen het risicoprofiel wordt belegd om rendement te halen. De volgende informatie is hierbij ook van belang:

- Een toelichting op de bij het risicoprofiel behorende visie op de werking van de financiële markten en de beleggingsfilosofie. Bijvoorbeeld over de uitgangspunten en kijk op de markt en de daarop gebaseerde beleggingsaanpak.
- Een toelichting op de binnen het risicoprofiel gehanteerde beleggingsstrategie, de kenmerken hiervan en de koppeling naar de hierdoor te verwachten rendementen en risico's voor de consument. Bijvoorbeeld maatschappelijk verantwoord beleggen, actief beleggen, passief beleggen, stock-picking, life-cycling en uitbesteding van het beleggingsbeleid.
- Een toelichting op de risicoreducerende maatregelen in de standaard beleggingen in het risicoprofiel, zoals spreiding qua landen en sectoren of beschermings- en garantieconstructies.
- Een toelichting op de vrijheid die de financiële onderneming heeft om de strategie aan te passen en /of hiervan af te wijken.
- Een toelichting op welke wijze wordt gewaarborgd dat de standaard verdeling binnen de grenzen van het risico blijft.

2.4 Vraag 4: Hoe zien de beleggingen eruit?

De consument moet daarna worden geïnformeerd over de standaard verdeling van de beleggingscategorieën die hoort bij het risicoprofiel. De volgende informatie is hierbij ook van belang:

- Een toelichting op de beleggingscategorieën waarin wordt belegd (zie ook bijlage 2).
- Benoemen in welke beleggingscategorieën niet wordt belegd.
- Een toelichting op hoeveel de individuele beleggingsportefeuille van consumenten (tijdelijk) af mag wijken van de standaard verdeling en hoe hiermee wordt omgegaan.
- Een algemene toelichting op de wijze waarop de selectie van individuele vermogenstitels plaatsvindt. Bijvoorbeeld de selectiecriteria, de keuze voor beleggingsfondsen van de eigen instelling, de keuze voor beleggingsfondsen van derden en de aard van de gebruikte informatie.
- Een algemene toelichting op welke bijzondere groepen van vermogenstitels of producten kunnen worden geselecteerd, met welk doel dit gebeurt, welke specifieke risico's dit meebrengt en de eventuele beperkingen. Bijvoorbeeld derivaten, geldmarktinstrumenten en gestructureerde producten.
- Een algemene toelichting op welke individuele vermogenstitels of bijzondere groepen van vermogenstitels expliciet worden uitgesloten. Bijvoorbeeld vanwege beperkt track record en verhandelbaarheid.
- Eventuele overige beperkingen. Bijvoorbeeld ten aanzien van short posities, de omvang van individuele vermogenstitels ten opzichte van de totale beleggingsportefeuille, het uitlenen van effecten, rating restricties en valuta restricties.

Indeling in beleggingscategorieën

Veel instellingen hanteerden tot nu toe een vrij grove indeling van de beleggingscategorieën binnen een beleggingsportefeuille of de beleggingen binnen een financieel product. Bij een te grove indeling ontstaat het gevaar dat de risico's van de individuele vermogenstitels binnen een beleggingscategorie sterk uiteen lopen, terwijl consumenten uitgaan van eenzelfde hoog of laag risico. Daarom beveelt de AFM aan om uit te gaan van een uitgebreidere indeling van beleggingscategorieën. Deze doet meer recht aan de verschillen in risico's. Deze indeling is hieronder opgenomen.

1. Liquiditeiten
2. Staatsleningen Euro AAA-AA
3. Staatsleningen Euro A en lager
4. Staatsleningen niet-Euro AAA-AA
5. Staatsleningen niet-Euro A en lager
6. Staatsleningen opkomende markten
7. Investment grade bedrijfsobligaties Euro
8. High yield bedrijfsobligaties Euro
9. Investment grade bedrijfsobligaties niet-Euro
10. High yield bedrijfsobligaties niet-Euro
11. Aandelen ontwikkelde markten
12. Aandelen opkomende markten
13. Vastgoed privaat indirect Nederland
14. Vastgoed privaat indirect ex-Nederland
15. Hedge funds
16. Grondstoffen
17. Private equity

De indeling is afkomstig van de VBA Beleggingsprofessionals (VBA). Marktpartijen kunnen indien gewenst een verdere verfijning van deze indeling in beleggingscategorieën maken, zoals naar looptijd en sector. In bijlage 2 heeft de VBA de karakteristieken van de beleggingscategorieën beschreven. Deze toelichting per beleggingscategorie kan, wellicht in aangepaste vorm, eveneens voor de consument interessant zijn.

2.5 Vraag 5: Wat zijn de risico's en verwachte rendementen van de beleggingen?

De consument moet worden geïnformeerd over de mogelijke uitkomsten en risico's van de beleggingen in het risicoprofiel. Dit kan grafisch worden ondersteund door de risicowijzer (zie hoofdstuk 3) of een eigen grafische weergave. Het is daarnaast belangrijk dat de consument weet welke specifieke risico's er gelden voor de beleggingen in het risicoprofiel, die niet door de risicowijzer worden uitgebeeld en wat hiervan de consequenties zijn. Bijvoorbeeld liquiditeitsrisico's, intereustrisico's, tegenpartijrisico's en valutarisico's. De volgende informatie is hierbij ook van belang:

- Het apart vermelden van de beperkingen van de risicowijzer (zie hoofdstuk 3) of andere grafische weergave.
- Het apart vermelden van de mate van concentratierisico.
- Een toelichting op het feit dat zich onvoorziene situaties kunnen voordoen en dat dit (zelfs bij een laag risico) grote impact kan hebben op het risico

en rendement van de beleggingen. Voorbeelden hiervan zijn grote negatieve uitschieters in de rendementen ten gevolge van stress situaties in de markt, de terroristische aanslagen van 11 september 2001 of een impactvolle wetswijziging.

- Een toelichting op welke risico's actief worden gemeten.
- Inzicht in het verwachte netto rendement en de aannames waarop deze rendementsverwachting is gebaseerd. Bijvoorbeeld op basis van historie of toekomstige verwachtingen.
- Een toelichting op de waarde die de consument aan de verwachte rendementen kan toekennen.
- Inzicht in de omvang van het verlies van de beleggingen in een worst case scenario. Dit kan door een theoretisch minimum aan te geven (€0 of zelfs negatief) of door een meer geavanceerde scenarioberekening. Dit zal mede afhankelijk zijn van de dienstverlening en type beleggingen.

2.6 Vraag 6: Wat zijn de beleggingskosten?

Naast de informatie over te verwachten rendementen, is het belangrijk dat de consument ook wordt geïnformeerd over de kostenstructuur en het kostenniveau van de beleggingen, in het bijzonder de impact op het rendement.

2.7 Tot slot: Hoe helpen deze aanbevelingen bij het oplossen van de bestaande problemen?

Bovenstaande aanbevelingen ten aanzien van de informatie over risicoprofielen bieden een oplossing voor het probleem van de onvolledige informatie over de beleggingen en risico's van risicoprofielen. Het andere probleem, dat van de sterk uiteenlopende beleggingsportefeuilles bij eenzelfde risicobereidheid, wordt hiermee niet opgelost. Dat gebeurt pas als financiële ondernemingen breed gebruik gaan maken van de risicowijzer. De risicowijzer wordt in het volgende hoofdstuk besproken.

3 De risicowijzer

De AFM vindt het wenselijk dat financiële ondernemingen de informatie over de risico's van een risicoprofiel grafisch weergeven. De AFM introduceert hiertoe in deze leidraad een risicowijzer. De risicowijzer is een grafische weergave van het risico van de beleggingen in het risicoprofiel. Sommige financiële ondernemingen maken nu al gebruik van een grafische weergave van het risico van risicoprofielen. Financiële ondernemingen kunnen dan ook ervoor kiezen om gebruik te maken van een eigen grafische weergave. De aanbevelingen in paragraaf 3.3. en 3.4 kunnen dan echter nog steeds van toepassing zijn.

Echter, de doelstelling dat het mogelijk moet zijn om risicoprofielen met elkaar te kunnen vergelijken, wordt alleen gehaald als alle financiële ondernemingen gebruik gaan maken van een zelfde risicoindicator, zoals de risicowijzer die in dit hoofdstuk wordt besproken. In bijlage 2 is de berekening van de risicowijzer opgenomen.

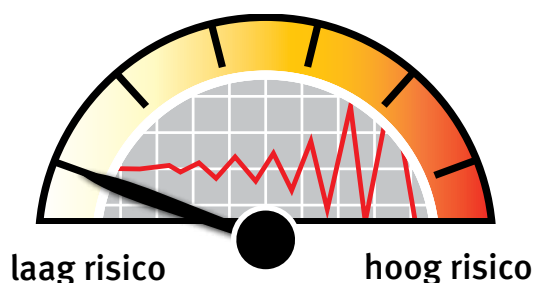
3.1 Wat is het doel van de risicowijzer?

De risicowijzer geeft het risico aan gebaseerd op de volatiliteit van het rendement van de beleggingen in een risicoprofiel. Voor een overzicht van alle risico's van de beleggingen in een risicoprofiel moet de consument ook de overige informatie over het risicoprofiel lezen. Zie hoofdstuk 2.

De risicowijzer heeft vooral tot doel om consumenten meer houvast te geven bij het vergelijken van de grote hoeveelheid profielnamen die door marktpartijen worden gebruikt. De risicowijzer dient ter illustratie en ondersteuning van de overige informatie over een risicoprofiel.

3.2 Hoe ziet de risicowijzer er uit?

Onderstaand is een afbeelding van de risicowijzer opgenomen. De risicowijzer bestrijkt het spectrum van laag naar hoog risico. Het risico van een risicoprofiel wordt aangegeven door de positie van de pijl.



Deze positie wordt bepaald door de standaarddeviatie te berekenen van de standaard verdeling van beleggingscategorieën in een risicoprofiel. Hoe groter de standaarddeviatie, hoe meer de pijl naar rechts staat en hoe hoger dus het risico. Zie voor de berekening bijlage 1.

De risicowijzer is tot stand gekomen op basis van een consumentenonderzoek. Het doel van het onderzoek was enerzijds vast te stellen welke afbeelding consumenten voldoende aanspreekt. Anderzijds was het doel vast te stellen welke afbeelding consumenten helpt bij het interpreteren en vergelijken van de risico's van de beleggingen in een bepaald risicoprofiel.

Uit het onderzoek blijkt, dat consumenten het als een voordeel zien dat de risicowijzer in één oogopslag een eerste indruk van het risiconiveau aangeeft. Consumenten geven aan dat het verleidelijk is om vooral naar het rendement te kijken en dat ook financiële ondernemingen vooral het rendement benadrukken. Hierdoor gaat de aandacht minde ruit naar de mogelijke risico's. Consumenten vinden het daarom goed dat de risicowijzer hier juist de nadruk op legt. Consumenten zien het ook als een voordeel dat de risicowijzer helpt bij het vergelijken van verschillende risicoprofielen. Uit het onderzoek blijkt ook dat consumenten in verwarring raken als er meerdere risicowijzers worden voorgesteld met eenzelfde risicoprofielnaam, maar met sterk verschillende standen van de pijl. Consumenten gaan er vanuit dat achter een zelfde naam evenveel risico zit.

De risicowijzer zoals deze nu wordt geïntroduceerd is uiteindelijk het meest geschikt gebleken. De risicowijzer is gebaseerd op een voor consumenten vergelijkbaar en herkenbaar voorbeeld vanwege de associatie met een snelheidsmeter. Hierdoor is het voor consumenten snel duidelijk hoe ze de risicowijzer moeten lezen.

3.3 Hoe moet de risicowijzer worden geïnterpreteerd?

Zoals aangegeven in paragraaf 3.1 geeft de risicowijzer de beweeglijkheid (volatiliteit) van de beleggingen in het risicoprofiel weer. Dit wil zeggen de hoogte en frequentie van de koersschommelingen van de standaard beleggingsportefeuille. Deze volatiliteit is de maatstaf voor marktrisico. Andere risico's kunnen echter ook grote impact hebben op het uiteindelijk resultaat. Twee beleggingsportefeuilles met dezelfde volatiliteit kunnen daardoor heel andere risico's hebben. Om deze reden is het altijd van belang om ook de overige informatie over risicoprofielen te lezen, omdat hier ook wordt ingegaan op de andere risico's. Zie ook hoofdstuk 2.

Het is dan ook van belang dat de consument in de informatie over risicoprofielen ook wordt geïnformeerd over de beperkingen en het gebruik van de risicowijzer. De AFM heeft er voor gekozen geen standaardtekst hiervoor op te stellen omdat de inhoud van de tekst mede afhankelijk is van de dienstverlening of de invulling van het risicoprofiel. Marktpartijen kunnen zelf de meest relevante beperkingen bij hun risicowijzer aangeven. De onderstaande aspecten kunnen hierbij van belang zijn:

- De risicowijzer is gebaseerd op de beweeglijkheid van de koersen in het verleden. Dit is een indicatie voor de beweeglijkheid in de toekomst, maar geen garantie.
- Hoe beweeglijker de koersen, hoe hoger het rendement kan zijn, maar ook hoe lager het rendement kan zijn.
- Er zijn meer risico's bij beleggen. Lees daarom ook de rest van de informatie over het risicoprofiel.
- Laag risico betekent nog steeds dat de consument geld kan verliezen. Lees daarom ook de informatie over wat er gebeurt in een worst case scenario; de risicowijzer gaat over de standaard beleggingen in een profiel en niet over de daadwerkelijke beleggingen van de consument.
- De risicowijzer gaat uit van een gespreide beleggingsportefeuille. Een minder gespreide beleggingsportefeuille kent veelal een hoger risico. Lees daarom ook de informatie over het spreidingsrisico.
- De risicowijzer gaat uit van een lange beleggingshorizon. Hoe korter de (responderende) beleggingshorizon en hoe beweeglijker de koersen, hoe minder tijd er is om slechte rendementen te compenseren met goede rendementen.
- Voor verzekeringsproducten: de risicowijzer geeft het risico aan van de beleggingen in het verzekeringsproduct. Afgesproken garanties of ingebouwde verzekeringen kunnen het risico positief of negatief beïnvloeden.

3.4 Hoe verwacht de AFM dat marktpartijen de risicowijzer gebruiken?

De AFM schrijft het gebruik van de risicowijzer niet bindend voor. Als financiële ondernemingen gebruik maken van de risicowijzer, dan is het wel van belang dat zij gebruik maken van de afbeelding die de AFM hiervoor ter beschikking stelt. Ook is het van belang dat de door de AFM opgestelde berekening wordt gevolgd.

Om te bereiken dat consumenten meer inzicht krijgen in het risico van de beleggingen in een risicoprofiel en meer houvast hebben bij de grote hoeveelheid profielnamen die in de markt worden gebruikt zijn nog een aantal andere zaken van belang:

- De risicowijzer moet duidelijk zichtbaar worden opgenomen bij de aansluitende informatie over risicoprofielen.

- De risicowijzer moet worden omgeven door de in paragraaf 3.3. genoemde relevante aspecten over de beperkingen en het gebruik van de risicowijzer.
- De risicowijzer is niet bedoeld als reclamemiddel. Belangrijk is dat het commerciële belang niet boven de doelstellingen van de informatie over risicoprofielen prevaleert.

De AFM stelt op haar website de verschillende posities van de pijl in de risicowijzer, behorende bij de verschillende standaarddeviaties, beschikbaar, zie www.afm.nl/risicowijzer.

Hoe kan de risicowijzer ook gebruikt worden?

De risicowijzer is bedoeld om het risico van de standaard beleggingen in een risicoprofiel aan te duiden. Het risicoprofiel van de beleggingen moet passend zijn bij het risicoprofiel van de consument. De AFM kan zich voorstellen dat de risicowijzer ook kan worden gebruikt om het risicoprofiel van een consument aan te duiden. Adviseurs zouden bijvoorbeeld de doelstelling(en), financiële positie, risicobereidheid, kennis en ervaring van de consument kunnen vertalen naar een passend risico, uitgedrukt in de passende beweeglijkheid van rendementen, en dit afbeelden op de risicowijzer. Deze adviseurs kunnen dan op zoek naar beleggingen met een vergelijkbare positie op de risicowijzer. Hiermee wordt voorkomen, dat beleggingen worden geadviseerd op basis van alleen een zelfde risicoprofielnaam. Belangrijk hierbij is natuurlijk wel dat de adviseur op basis van de volledige informatie over het risicoprofiel van de beleggingen bepaalt of beleggingen daadwerkelijk passend zijn.

3.5 Hoe verhoudt de risicowijzer zich tot bestaande en toekomstige risico-indicatoren?

Op dit moment kent de Nederlandse financiële markt al een wettelijk voorgeschreven risico-indicator: de financiële bijsluiter voor complexe financiële producten en beleggingsinstellingen. Daarnaast is er vanuit Europa wetgeving op komst voor een Europese risico-indicator voor beleggingsinstellingen.

De Nederlandse financiële bijsluiter voor beleggingsinstellingen zal worden vervangen door deze Europese financiële bijsluiter voor beleggingsinstellingen.

De Nederlandse financiële bijsluiter voor complexe financiële producten geeft aan wat het risico is van een product, gebaseerd op de meest voorkomende beleggingsportefeuille of spaarvariant. Deze financiële bijsluiter zegt echter weinig over de specifieke beleggingen in de gehanteerde risicoprofielen. Overigens is de verwachting dat er op Europees niveau op langere termijn ook een risico-indicator voor andere verpakte beleggingsproducten, zoals beleggingsverzekeringen en structured products, zal worden ontwikkeld, gebaseerd op de Europese risico-indicator voor beleggingsinstellingen.

Deze Europese financiële bijsluiter krijgt een risico-indicator die gebaseerd is op de standaarddeviatie. Dit is een belangrijke reden voor de keuze om ook de risicowijzer te baseren op de standaarddeviatie.

De Europese risico-indicator en de Nederlandse risicowijzer verschillen qua gebruik op twee punten van elkaar. Ten eerste is de Europese risico-indicator bedoeld voor verpakte beleggingsproducten en de Nederlandse risicowijzer voor risicoprofielen. Ten tweede wijkt de afbeelding voor de Europese risico-indicator af van de Nederlandse risicowijzer. In het oorspronkelijke voorstel voor risicoprofielen wilde de AFM de namen en risico's van risicoprofielen standaardiseren, maar dit is losgelaten. De Europese risico-indicator standaardiseert de namen en risico's voor de beleggingsinstellingen (en straks naar verwachting voor verpakte beleggingsproducten) echter wel. De Europese risico-indicator en de Nederlandse risicowijzer overlappen elkaar dus niet, maar vullen elkaar in veel gevallen aan.

Bijlage 1:

Berekening van de risicowijzer

De risicomaatstaf die voor de berekening van de risicowijzer wordt gebruikt is de standaarddeviatie van de rendementen. Deze risicomaat kent beperkingen, maar heeft als belangrijke voordelen de brede toepasbaarheid en de betrekkelijk eenvoudige berekening.

De risicowijzer wordt berekend op basis van de standaard verdeling van beleggingscategorieën die is gekoppeld aan een specifiek risicoprofiel. De AFM kiest er hierbij nadrukkelijk voor om instellingen niet de standaarddeviaties en correlaties te laten berekenen op basis van eigen historische cijfers of toekomstige verwachtingen, maar om voor de gehele markt dezelfde risico-parameters per beleggingscategorie – standaarddeviaties en correlaties – voor te schrijven. De risicowijzer is dus een uitvloeisel van de standaard verdeling van beleggingscategorieën in een risicoprofiel.

De standaarddeviaties en de correlaties zijn, op verzoek van de AFM, door de VBA opgesteld en de AFM hoopt hiermee op brede acceptatie door de markt te kunnen rekenen. De cijfers zullen jaarlijks worden geëvalueerd en zonodig worden aangepast.

De berekening

De AFM verwacht van marktpartijen dat zij de volatiliteit van de beleggingsportefeuille zelf berekenen. Deze berekening wordt uitgevoerd door gebruik te maken van

- 1) het gewicht van een beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille,
- 2) de voorgeschreven standaarddeviaties per beleggingscategorie, en
- 3) de correlaties tussen de beleggingscategorieën.

De beleggingscategorieën zijn terug te vinden in de tabellen op de volgende pagina's. Bij iedere beleggingscategorie is in de eerste tabel opgenomen wat de bijbehorende standaarddeviatie is en in de tweede tabel wat de bijbehorende correlatie is. Het is de bedoeling dat alle elementen van een beleggingsportefeuille in te delen zijn in één van deze categorieën. De categorieën zijn daartoe uitgebreid gedefinieerd en afgebakend in Bijlage 2: Toelichting per beleggingscategorie.

Voor een uitgebreide toelichting op de indeling in beleggingscategorieën, de herkomst van de cijfers en de onderlinge correlaties verwijzen we naar het advies dat door de VBA voor de AFM is opgesteld. Zie bijlage 3: VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010.

Tabel 1: Aanbevelingen voor risico parameters (bron: VBA)

| Beleggingscategorie | Standaarddeviatie |
|---|-------------------|
| Liquiditeiten | 2.5% |
| Staatsleningen | |
| Staatsleningen Euro AAA-AA | 3.5% |
| Staatsleningen Euro A en lager | 4.5% |
| Staatsleningen niet-Euro AAA-AA | 6.5% |
| Staatsleningen niet-Euro A en lager | 7.5% |
| Staatsleningen opkomende markten | 10% |
| Bedrijfsobligaties (Credits) | |
| Investment Grade Bedrijfsobligaties Euro | 5% |
| High Yield Bedrijfsobligaties Euro | 15% |
| Investment Grade Bedrijfsobligaties niet-Euro | 8% |
| High Yield Bedrijfsobligaties niet-Euro | 16% |
| Aandelen | |
| Aandelen ontwikkelde markten | 17.5% |
| Aandelen opkomende markten | 22.5% |
| Vastgoed | |
| Privaat indirect Nederland | 7.5% |
| Privaat indirect ex-Nederland | 9.5% |
| Alternatieve beleggingen | |
| Hedge funds | 12.5% |
| Grondstoffen | 22.5% |
| Private equity | 17.5% |

Tabel 2: Correlatiematrix (bron: VBA)

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|
| 1. Liquiditeiten | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,25 | -0,25 | -0,25 | -0,25 | -0,25 | -0,25 | 0,00 | 0,00 | -0,25 | 0,00 | 0,00 |
| Staatsleningen | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2. Staatsleningen Euro AAA-AA | | 1,00 | 0,75 | 0,75 | 0,50 | 0,00 | 0,50 | 0,00 | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,25 | -0,25 | 0,00 |
| 3. Staatsleningen Euro A en lager | | | 1,00 | 0,50 | 0,75 | 0,25 | 0,50 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,25 | -0,25 | 0,00 |
| 4. Staatsleningen niet-Euro AAA-AA | | | | 1,00 | 0,75 | 0,25 | 0,50 | 0,00 | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,25 | -0,25 | 0,00 |
| 5. Staatsleningen niet-Euro A en lager | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,50 | 0,00 | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,25 | -0,25 | 0,00 |
| 6. Staatsleningen opkomende markten | | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,50 | 0,25 | 0,75 | 0,50 | 0,50 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,00 |
| Credits | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 7. Investment Grade bedrijfsobligaties Euro | | | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,25 | 0,50 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| 8. High Yield bedrijfsobligaties Euro | | | | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| 9. Investment Grade bedrijfsobligaties niet-Euro | | | | | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| 10. High Yield bedrijfsobligaties niet-Euro | | | | | | | | | | 1,00 | 0,50 | 0,50 | 0,25 | 0,25 | 0,50 | 0,25 | 0,25 |
| Aandelen | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 11. Aandelen ontwikkelde markten | | | | | | | | | | | 1,00 | 0,75 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,25 | 0,75 |
| 12. Aandelen opkomende markten | | | | | | | | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,25 | 0,50 | 0,25 | 0,50 |
| Vastgoed | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 13. Privaat indirect Europa | | | | | | | | | | | | | 1,00 | 0,75 | 0,25 | 0,00 | 0,50 |
| 14. Privaat indirect wereld ex-Europa | | | | | | | | | | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,00 | 0,50 |
| Alternatieve Beleggingen | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 15. Hedge funds | | | | | | | | | | | | | | | 1,00 | 0,25 | 0,50 |
| 16. Grondstoffen | | | | | | | | | | | | | | | | 1,00 | 0,00 |
| 17. Private Equity | | | | | | | | | | | | | | | | | 1,00 |

Toelichting bij de tabellen:

Deze cijfers gelden voor de in bijlage 3 beschreven uitgangspunten. Uitgangspunten zijn onder meer dat de risicoparameters zijn afgeleid van een lange periode en dat de beleggingsportefeuilles ook binnen een beleggingscategorie voldoende gespreid zijn. Als onvoldoende aan één of meer van de in bijlage 3 beschreven uitgangspunten wordt voldaan om de cijfers van de VBA reëel te achten, dan verwacht de AFM van marktpartijen dat zij op basis van hun professionele deskundigheid voor het hogere risico corrigeren. Het is dus wel mogelijk om de risicoparameters te verhogen, bijvoorbeeld omdat er binnen een bepaalde beleggingscategorie te weinig of te sterk afwijkende individuele titels in de beleggingsportefeuille zitten om de cijfers van de VBA reëel te achten, maar het is dus niet mogelijk lagere risicoparameters dan de voorgeschreven risicoparameters te gebruiken.

Voor de beleggingscategorieën vastgoed, privaat indirect Europa en vastgoed, privaat indirect wereld ex-Europa, is bij de bepaling van de standaarddeviaties gebruik gemaakt van unlevered indices, dat wil zeggen indices die zijn geschoond voor het gebruik van schuldfinanciering binnen de fondsen. In praktijk maken veel private indirecte vastgoedfondsen frequent gebruik van schuldfinanciering om het rendement te verhogen. Hiermee dient rekening te worden gehouden door middel van het toepassen van een schalingsfactor. Het risico van privaat indirect vastgoed is daarom gelijk aan de standaarddeviatie zoals genoemd in tabel 1 vermenigvuldigd met de factor (Totaal Vermogen / Eigen Vermogen).

Indien individuele vermogenstitels van de beleggingsportefeuille uit meerdere beleggingscategorieën bestaan, verwacht de AFM dat marktpartijen deze op basis van hun professionele deskundigheid in één of meerdere beleggingscategorieën indelen. Uitgangspunt hierbij is dat beleggingen binnen een zelfde beleggingscategorie een zo goed mogelijk vergelijkbaar rendementrisicoprofiel dienen te hebben.

Een mathematische toelichting op de berekening van de risicowijzer

Berekening standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille:

1 Variantie van de beleggingsportefeuille:

$$\sigma_p^2 = \sum_i \omega_i \sigma_i + \sum_i \sum_{j \neq i} \omega_i \omega_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

In deze formule is w_i het gewicht van beleggingscategorie i (dus dat deel van de beleggingsportefeuille dat bestaat uit beleggingscategorie i), ρ_{ij} is de correlatiecoëfficiënt tussen de rendementen op beleggingscategorie i en j . De formule kan eveneens als volgt worden weergegeven:

$$\sigma_p^2 = \sum_i \sum_j \omega_i \omega_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

In deze formule is $\rho_{ij} = 1$ voor $i=j$.

2 Standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille.

De standaarddeviatie is gelijk aan de wortel van de variantie van de beleggingsportefeuille, zoals berekend in stap 1.

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

Voorbeeldberekeningen:

- Voorbeeld 1: Beleggingsportefeuille bestaande uit twee beleggingscategorieën:

Variantie van de beleggingsportefeuille:

$$\sigma_p^2 = \omega_A^2 \sigma_A^2 + \omega_B^2 \sigma_B^2 + 2 \omega_A \omega_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$$

In deze formule is w_A het gewicht van beleggingscategorie A (dus dat deel van de beleggingsportefeuille dat bestaat uit beleggingscategorie A), ρ_{AB} is de correlatiecoëfficiënt tussen de rendementen op beleggingscategorie A en B. De formule kan eveneens als volgt worden weergegeven:

Standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille:

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

- Voorbeeld 2: Beleggingsportefeuille bestaande uit drie beleggingscategorieën:

Variantie van de beleggingsportefeuille:

$$\sigma_p^2 = \omega_A^2 \sigma_A^2 + \omega_B^2 \sigma_B^2 + \omega_C^2 \sigma_C^2 + 2 \omega_A \omega_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB} + 2 \omega_A \omega_C \sigma_A \sigma_C \rho_{AC} + 2 \omega_B \omega_C \sigma_B \sigma_C \rho_{BC}$$

Standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille:

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

Bijlage 2:

Toelichting per beleggingscategorie

In deze bijlage zijn de door de VBA opgestelde beschrijvingen van de karakteristieken van de beleggingscategorieën weergegeven.

Vastrentende waarden

Definitie

Onder vastrentende waarden verstaan we alle beleggingen waarvan de periodieke betalingen in de vorm van rente en aflossing contractueel zijn vastgelegd. De bekendste verschijningsvormen zijn de obligaties van overheden (staatsobligaties) en bedrijven (bedrijfsobligaties).

Risico's

Vastrentende waarden kennen verschillende type risico's. De belangrijkste risico's zijn: renterisico, kredietrisico, valutarisico en liquiditeitsrisico

Onder renterisico verstaan we het risico dat een obligatie in waarde daalt ten gevolge van een rentestijging. Het renterisico wordt bepaald door twee factoren. Ten eerste is dat de beweeglijkheid van de rente. Dit kunnen we meten met behulp van de standaarddeviatie van de rente. Daarnaast speelt de gevoeligheid van de obligatie(portefeuille) voor renteveranderingen een belangrijke rol. Deze gevoeligheid meten we met behulp van de duration. Deze maatstaf meet de relatieve gevoeligheid van een obligatie(portefeuille) voor wijzigingen in de rente. Stel dat de duration gelijk is aan vijf en de rente stijgt met 1%-punt (100 basispunten), dan daalt de waarde van de obligatie met 5%-punt.

Onder kredietrisico verstaan we het risico dat een debiteur niet aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. Dat wil zeggen dat de uitgevende instelling niet in staat is om de rente en/of aflossing te betalen aan de belegger. Er zijn verschillende manieren om dit risico in kaart te brengen. De bekendste manier is de credit rating. Partijen als Moody's, Standard & Poor en Fitch geven aan obligaties en leningen credit ratings - een soort rapportcijfer maar dan in de vorm van letters — die uitdrukking geven aan het kredietrisico. Bij Standard & Poor is de hoogste credit rating AAA; deze wordt bijvoorbeeld verstrekt aan overheden met een solide financiële positie. De laagste rating is C en deze wordt verstrekt aan bedrijven die een groot risico lopen om in financiële moeilijkheden te geraken. Beleggers hebben twee mogelijkheden om het kredietrisico dat ze lopen te beïnvloeden. Ten eerste is dat door de keuze van de debiteur. Indien een belegger

een zo laag mogelijk kredietrisico wil lopen dan dient hij zich te richten op de obligaties en leningen van overheden en bedrijven met een zeer solide financiële positie. Ten tweede kan de belegger het kredietrisico beïnvloeden door zijn keuze voor een bepaald type obligatie of lening van een debiteur. Sommige ondernemingen geven zowel secured als unsecured obligaties en/of leningen uit. We noemen een obligatie en/of lening secured indien deze beschermd is door een bepaald onderpand. Dat wil zeggen dat bij faillissement de houder van deze obligatie of lening als eerste recht heeft op de opbrengsten vanuit de verkoop van dit onderpand. Een unsecured obligatie heeft deze bescherming niet. Derhalve hebben secured obligaties en leningen een lager kredietrisico dan unsecured obligaties en leningen.

Onder valutarisico verstaan we het risico dat een obligatie of lening die is genoteerd in een andere valuta dan de euro daalt in waarde ten gevolge van een relatieve versterking van de euro. Een fonds kan dit risico reduceren door het afdekken van het valutarisico.

Onder liquiditeitsrisico verstaan we het risico dat een belegger niet tegen normale prijzen zijn positie kan verkopen of een positie kan aangaan vanwege een gebrek aan voldoende kopers en verkopers in de betreffende obligatie of lening. Dit zal zich met name voordoen bij obligaties en leningen die klein zijn van omvang.

Onderverdeling van de markt

Een eerste onderscheid dat gemaakt kan worden is tussen obligaties van overheden en bedrijven. Bij overheidsobligaties kan vervolgens weer onderscheid worden gemaakt in overheidsobligaties van overheden in ontwikkelde landen en opkomende landen. Onder de ontwikkelde landen wordt in de regel verstaan de Euro-landen, Engeland, Australië, Canada, Denemarken, Japan, Zweden, Zwitserland en de Verenigde Staten. In zijn algemeenheid wordt verondersteld dat staatsobligaties van opkomende landen een hoger kredietrisico hebben vanwege een mindere financiële positie van de overheden; bovendien hebben deze obligaties veelal een groter valutarisico.

Bij de bedrijfsobligaties wordt in de regel onderscheid gemaakt tussen obligaties met een hoge kredietkwaliteit (investment grade) en met een lage kredietkwaliteit (high yield). In termen van de credit rating van Standard & Poor hebben investment grade obligaties een credit rating AAA, AA, A of BBB, terwijl high yield obligaties een credit rating BB, B, CCC, CC of C hebben.

Een specifieke groep van obligaties vormen obligaties waar rente en aflossing worden bepaald door de kasstroom karakteristieken van een specifieke groep van

activa. Dit kunnen zijn hypotheekobligaties (we spreken dan van hypotheekobligaties), maar ook studentleningen of vorderingen van credit card maatschappijen. Om een inschatting te kunnen maken van het risico van dergelijke obligaties is kennis nodig omtrent de risico's van de specifieke groep van activa waarop de obligatie betrekking heeft. Veelal geldt de credit rating als eerste indicatie van dit risico.

Omvang van de markt

De vastrentende waardenmarkt is bijzonder groot qua omvang. Eind oktober 2010 bedroeg de marktkapitalisatie (marktwaarde van alle vastrentende waarden) van de VS plus Europa meer dan € 50,000 miljard. De grootste deelmarkt bestaat uit staatsleningen, gevolgd door bedrijfsobligaties en hypotheekobligaties. Ook in termen van het aantal beschikbare obligatieleningen is de vastrentende waardenmarkt aanzienlijk. Zo zijn er bijvoorbeeld in de Merrill Lynch Global Government Bond Index bijna 900 verschillende leningen opgenomen, en in de Merrill Lynch EMU Corporate Index - een index voor investment grade obligatieleningen in Euroland - zijn 1750 verschillende leningen opgenomen (de Amerikaanse evenknie telt er zelfs ruim 4300).

Aandelen

Definitie

Aandelen zijn beleggingsinstrumenten waarbij de periodieke vergoeding (dividend) niet contractueel is vastgesteld maar afhankelijk is van de financiële prestaties van de onderneming. Verder geldt dat de aandeelhouders als laatste aan bod komen bij een eventueel faillissement; eerst komen de vreemd vermogenverschaffers aan bod. Dit betekent dan ook dat aandeelhouders een relatief groot risico lopen (ten opzichte van beleggers in vastrentende waarden).

Risico's

Aandelen kennen verschillende type risico's. De belangrijkste risico's zijn: afname economische groei vooruitzichten, renterisico, kredietrisico, waarderingsrisico, valutarisico en liquiditeitsrisico.

Omdat aandelen geen contractueel overeengekomen periodieke vergoeding betalen maar een onzekere periodieke vergoeding die afhankelijk is van de financiële prestaties van de onderneming geldt dat de economische groei vooruitzichten van bijzonder groot belang zijn. Immers, hoe beter de economische prognoses hoe hoger de groei in de resultaten van de onderneming en hoe hoger de waarde van het aandeel.

Op gelijke wijze geldt dat een verslechtering van de groei vooruitzichten een negatief effect heeft op de waarde van de onderneming.

Hoewel de renteontwikkeling voor aandelen relatief minder van belang is dan voor obligaties geldt dat een stijgende rente veelal niet goed is voor beleggers in aandelen. Dit komt omdat een periode van rentestijgingen veelal gepaard gaat met een periode waarin de inflatieverwachtingen toenemen, en inflatie heeft doorgaans een drukkend effect op de winstmarges van bedrijven.

Ondanks dat beleggers in aandelen geen juridisch afdwingbaar recht hebben op een bepaalde periodieke uitkering, staan zij toch bloot aan kredietrisico. Immers, indien een onderneming niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen dan bestaat er een reële kans op faillissement. In geval van faillissement staan de beleggers in aandelen achteraan in de rij. Pas wanneer de vreemd vermogensverschaffers zijn betaald komt de aandelenbelegger in beeld.

Tal van wetenschappelijk onderzoek heeft aangetoond dat de waardering op de aandelenmarkten - veelal gemeten met indicatoren als de koers/winst verhouding of het dividendrendement - niet altijd oorzakelijk verbonden is met de ontwikkelingen in de economie. Vaak heeft dit zijn oorsprong in het sentiment op de aandelenmarkt. Een goed voorbeeld was de periode 1999-2000 (de internet bubbel) toen de waarderingen op de aandelenmarkt op een bijzonder hoog niveau stonden zonder dat dit werd ondersteund door een spectaculaire economische ontwikkeling. Een hoge waardering in de aandelenmarkten kan om die reden een bron van risico zijn.

Net als ieder andere belegger die belegt in aandelen genoteerd in buitenlandse valuta loopt een aandelenbelegger die aandelen aanhoudt van buitenlandse beurzen valutarisico. Echter, het relatief belang van het valutarisico is over een wat langere periode bezien beperkt.

Liquiditeitsrisico is een risico dat zich doorgaans voordoet bij aandelen van kleinere ondernemingen (small caps). In deze aandelen zal in de regel weinig worden gehandeld, en daarmee loop je als belegger het risico dat wanneer je van je aandelen af wilt dat dit niet tegen 'normale' prijzen kan.

Onderverdeling van de aandelenmarkt

Er zijn vele manieren om de aandelenmarkt onder te verdelen. De eerste onderverdeling is geografisch. Hierbij wordt in eerste instantie onderscheid gemaakt tussen de ontwikkelde markten en de opkomende markten. De ontwikkelde markten worden gevormd door de landen met een goed ontwikkelde en stabiele economie. Zoals het woord reeds zegt worden de opkomende markten gevormd door de landen met een economie die nog in ontwikkeling is. De referentie index die als standaard geldt voor de rendementsontwikkeling van de ontwikkelde aandelenmarkten is de MSCI World Developed Market index. In deze marktwaarde-

gewogen index zitten 24 landen, te weten Australië, Oostenrijk, België, Canada, Denemarken, Finland, Frankrijk, Duitsland, Griekenland, Hong Kong, Italië, Ierland, Israël, Japan, Nederland, Nieuw Zeeland, Noorwegen, Portugal, Singapore, Spanje, Verenigd Koninkrijk, Zweden, Zwitserland en de Verenigde Staten. De standaard voor de opkomende markten is de MSCI Emerging Market index. In deze marktwaardegewogen index zitten 21 landen, te weten Brazilië, Chili, China, Colombia, Tsjechië, Egypte, Hongarije, India, Indonesië, Korea, Maleisië, Mexico, Marokko, Peru, de Filipijnen, Polen, Rusland, Zuid Afrika, Taiwan, Thailand en Turkije.

Een andere onderverdeling is die naar sectoren. Zo kan onderscheid worden gemaakt naar cyclische sectoren en niet-cyclische sectoren. Cyclische sectoren zoals de staalindustrie, de chemische industrie en de automobielenindustrie zullen in de regel sterker afhankelijk zijn voor hun resultaten van de economische ontwikkeling dan de niet-cyclische sectoren, zoals de voedingsindustrie en de utiliteitsindustrie.

Een derde onderverdeling is die naar beleggingsstijlen. Een eerste onderscheid is die naar grote, middelgrote en kleinere ondernemingen (gemeten in marktwaarde). Een tweede onderscheid is tussen waarde-aandelen en groei-aandelen. Waarde-aandelen zijn in de regel aandelen met een relatief lage waardering en een stabiele winst- en cash flow ontwikkeling. Groei-aandelen zijn aandelen met een hoge verwachte toekomstige groei in de winst en cash flow; veelal gaat dit gepaard met een hogere waardering.

Omvang van de markt

De MSCI All Cap World Index geeft een goed inzicht in de omvang van de wereldwijde aandelenmarkt. Per eind september 2010 bedroeg de totale marktomvang zo'n € 20.000 miljard. Hiervan komt ruim 12% voor rekening van de opkomende aandelenmarkten. Het aantal ondernemingen in de MSCI All Cap World Index bedraagt zo'n 8.460. Hiervan is bijna 29% afkomstig uit de opkomende aandelenmarkten. Verder is de verdeling wat betreft aantal ondernemingen scheef verdeeld naar de kleinere ondernemingen (small caps); deze beslaan ruim 70% van het aantal ondernemingen (maar slechts 12% van de marktkapitalisatie van alle ondernemingen). De grote ondernemingen (large caps) zijn in termen van marktkapitalisatie dominant; zij bepalen ruim 73% van de aandelenmarkt.

Vastgoed

Definitie

Onder vastgoedfondsen vallen alle beleggingsinstellingen die de verkregen gelden van beleggers investeren in vastgoedobjecten. Binnen de leidraad van de AFM rekenen we alleen de niet-genoteerde vastgoedfondsen tot het vastgoed,

de genoteerde vastgoedfondsen worden gezien als een specifieke sector van de aandelenmarkt.

Risico's

Het belangrijkste risico is dat de vastgoedobjecten waarin is geïnvesteerd in waarde dalen. Veelal wordt dit veroorzaakt door het teruglopen van de economische activiteit en/of omdat er teveel capaciteit is bijgekomen in de vastgoedmarkt. Daarnaast kan de waarde van het vastgoed ook dalen wanneer de verwachte huurwaardegroei naar beneden toe moet worden bijgesteld.

Een tweede risico betreft het renterisico. Wanneer de rente stijgt zal de economische waarde van de toekomstige kasstromen lager worden, en daarmee eveneens de waarde van de vastgoedobjecten. Daarnaast brengt een stijgende rente een tweede risico met zich mee. Veel vastgoedfondsen maken gebruik van leverage. Bij een stijgende rente zullen de rentekosten toenemen en zal het bedrag dat overblijft voor de aandeelhouders lager uitvallen.

Een derde risico is leverage risico. Dit is reeds aangehaald in verband met het renterisico. Niettemin dient leverage als een aparte risicofactor te worden genoemd. Leverage wordt veelal gebruikt door vastgoedfondsen om een hoger rendement te kunnen behalen. Deze medaille heeft echter een keerzijde; wanneer de resultaten negatief zijn - zoals in de periode 2008-2009 - kan leverage er voor zorgen dat de verliezen eveneens worden vergroot. Daarnaast brengt het gebruik van leverage de noodzaak van herfinanciering met zich mee. Een vastgoedfonds loopt altijd het risico te moeten herfinancieren op een moment dat de toegang tot de kredietmarkt slecht is en/of duur.

Een vierde risico betreft het kredietrisico. Indien een vastgoedfonds huurders heeft met een slechte kredietwaardigheid dan loopt zij het risico dat een deel van de huren niet meer worden betaald en dat mogelijkwjs het betreffende pand opnieuw verhuurd zal moeten worden. De kosten die hiermee zijn gemoeid komen voor rekening van de aandeelhouders. Doordat het vastgoedfonds de vastgoedobjecten in bezit heeft blijft het kredietrisico in de regel beperkt.

Een vijfde risico is liquiditeitsrisico. Vastgoedobjecten worden niet dagelijks verhandeld. Dit brengt het risico met zich mee dat beleggers in niet-genoteerd vastgoed niet op ieder gewenst moment kunnen uitstappen. Dit risico doet zich met name voor ten tijde van stress op de vastgoed- of financiële markten.

Een zesde risico is valutarisico. Voor zover een belegger belegt in vastgoed buiten het euro-gebied worden de resultaten mede gedreven door de ontwikkeling van de euro ten opzichte van de andere valuta. Dit geldt natuurlijk niet indien een vastgoedfonds de valutarisico's afdekt.

Het zevende risico is informatierisico. Dit heeft te maken met de omstandigheid dat vastgoedfondsen veelal minder transparant zijn en het feit dat de activiteiten van vastgoedfondsen voor beleggers veelal minder makkelijk te volgen zijn. Deze verminderde transparantie brengt met zich mee dat het monitoren van dit soort strategieën in de praktijk lastiger is, hetgeen risico's met zich mee kan brengen.

Het achtste risico is waarderingsrisico. De waardering van niet-genoteerde vastgoedfondsen komt tot stand door middel van taxaties van de vastgoedobjecten. Anders dan de prijzen op financiële markten veranderen deze niet van dag tot dag. Periodiek worden vastgoedobjecten getaxeerd en komt een nieuwe waarde tot stand. Doordat tussen taxaties soms een half jaar tot een jaar kan zitten, loopt de belegger het risico dat de waarde zoals opgegeven door het vastgoedfonds niet een representatieve weergave is van de feitelijke waarde. Verder kunnen er in het proces van waardering door taxateurs allerlei fouten sluipen waardoor de afgegeven waarde ook niet volledig representatief is.

Onderverdeling van de markt

De vastgoedmarkt kan op verschillende manieren worden onderverdeeld. Een eerste verdeling is die naar sectoren. De meest bekende vastgoedsectoren zijn Kantoren, Winkels, Bedrijfsruimten en Woningen. Van deze vier sectoren zijn Kantoren en Bedrijfsruimten het meest gevoelig voor de schommelingen in de economie.

Een tweede onderscheid is die naar core fondsen, value added fondsen en opportunity fondsen. Bij core fondsen is het rendement uit de huuropbrengsten de belangrijkste component van het totaal rendement. Huur en waardegroei zijn beide belangrijke componenten bij value added fondsen en bij opportunity fondsen is de waardegroei de belangrijkste component van het totaal rendement. Verder varieert de looptijd van deze fondsen. Core fondsen hebben veelal een onbepaalde looptijd. Value added fondsen en opportunity fondsen hebben veelal een eindige looptijd. Tot slot is het niveau van leverage bij core fondsen normaliter lager dan bij value added en opportunity fondsen.

Omvang van de markt

Per eind oktober 2010 was de omvang van de markt voor niet-genoteerde vastgoedfondsen ongeveer € 500 miljard. Ongeveer 45% van deze markt bevindt zich in Europa. De Verenigde Staten maakt zo'n 30% uit van de markt en de resterende 25% komt voor rekening van Azië. Het aantal niet-genoteerde vastgoedfondsen bedraagt ruim duizend. Veruit het grootste deel van markt voor niet-genoteerde vastgoedfondsen komt voor rekening van de core fondsen.

Hedgefonds

Definitie

Hedgefonds zijn privaat georganiseerde beleggingsinstellingen die veelal worden gekenmerkt door een grote mate aan vrijheid in het beleggingsbeleid, een beperkte transparantie en een beperkt toezicht. De vrijheid in beleggingsbeleid geldt met betrekking tot de beleggingscategorieën waarin belegd kan worden, het gebruik van leverage en het kunnen innemen van short posities.

Onder het begrip hedgefonds gaan een tal van verschillende strategieën schuil. In de box op de volgende pagina wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste strategieën.

Risico's

Aan hedgefund strategieën kleven diverse risico's. Omdat de verschillen tussen de verschillende hedgefund strategieën aanzienlijk kunnen zijn, kunnen ook de risicoprofielen sterk verschillen. Derhalve zullen niet alle hieronder genoemde risico's in even sterke mate van toepassing zijn op de diverse hedgefund strategieën.

Het eerste risico is marktrisico. Dat is het risico dat de belegging in waarde daalt doordat de markt waarin wordt belegd in waarde daalt. Zo zal voor een long-short aandelen strategie het aandelenmarktrisico het belangrijkste zijn en voor een long-short credit strategie zal het kredietmarktrisico het belangrijkste zijn.

Het tweede risico is renterisico. Vrijwel alle strategieën met een positie in de rentemarkt - zoals fixed income arbitrage strategieën en long-short credit strategieën - zullen in waarde dalen bij een stijgende rente.

Het derde risico is kredietrisico. Vrijwel alle hedgefund strategieën zijn long kredietrisico, dat wil zeggen dat ze waarde verliezen indien de onderneming waarin wordt belegd failliet gaat of wanneer de kredietrisicopremies in de markt gaan stijgen.

Het vierde risico is liquiditeitsrisico. Sommige hedgefund strategieën beleggen in illiquide markten. In dat geval loop je als belegger het risico dat niet tegen normale prijzen een positie verkocht kan worden of een nieuwe positie kan worden ingenomen, vanwege een gebrek aan voldoende kopers en/of verkopers.

Het vijfde risico is volatiliteitsrisico. Doordat sommige hedgefund strategieën actief met derivaten werken hebben zij een relatief grote blootstelling aan volatiliteitsrisico. Afhankelijk van de positie die hedge funds hebben ingenomen kan een stijging van de volatiliteit positief of negatief uitpakken.

Het zesde risico is tegenpartijrisico. Veel hedgefonds zijn actief in derivatenmarkt en lopen uit dien hoofde tegenpartijrisico. Dit geldt ook voor de relatie die hedgefonds hebben met prime brokers, instellingen die worden ingeschakeld om shortposities te kunnen innemen. Indien de risico's met betrekking tot deze tegenpartijen niet goed worden gemanaged dan kan dit tot grote verliezen leiden.

Classificatie van hedgefundstrategieën

Relative Value Strategieën

Deze groep van strategieën tracht voordeel te behalen door het innemen van long- en shortposities. In het algemeen hebben deze strategieën geen directional bias met betrekking tot een specifieke financiële markt. Hedgefundstrategieën die als relative value aangemerkt kunnen worden zijn: Convertible Arbitrage, Equity Market Neutral en Fixed Income Arbitrage.

Convertible Arbitrage strategieën trachten gebruik te maken van inefficiënties in de convertiblenmarkt. Veelal worden in dit soort strategieën convertibles gekocht en wordt het aandelenrisico afgedekt via een shortpositie in het aandeel. Soms worden ook het renterisico en het kredietrisico afgedekt. Vanwege de calloptie van de convertible is deze strategie long in aandelen volatiliteit.

Equity Market Neutral strategieën trachten voordeel te behalen vanuit kleine mispricings in de aandelenmarkt. Het zijn veelal kwantitatieve strategieën waarbij long- en shortportefeuilles worden geconstrueerd met respectievelijk ondergewaardeerde en overgewaardeerde aandelen in een zodanige samenstelling dat de portefeuille betaneutraal is. Veelal zal de volatiliteit van deze strategieën ook laag zijn.

Fixed Income Arbitrage strategieën trachten voordeel te behalen uit prijsinefficiënties tussen gerelateerde vastrentende instrumenten. Dit wordt bereikt door het innemen van long- en shortposities. Veelal zijn deze prijsinefficiënties klein van omvang; om die reden wordt vaak relatief veel leverage gebruikt in dit soort strategieën.

Event driven strategieën

Deze groep van strategieën tracht voordeel te behalen vanuit een specifieke gebeurtenis die zich afspeelt bij een onderneming. Deze gebeurtenissen kunnen onder andere gelegen zijn in fusies en overnames (merger arbitrage) en financiële stresssituaties (distressed debt), maar ook vele andere events kunnen onderdeel uitmaken van event-drivenstrategieën.

Merger Arbitrage strategieën trachten voordeel te behalen uit een aangekondigde fusie of overname. Hiertoe wordt een longpositie ingenomen in de doelwitonderneming en een shortpositie in de bieder. Het belangrijkste risico is dat de deal niet doorgaat.

Distressed Debt strategieën trachten voordeel te behalen door aandelen, obligaties of leningen te kopen van bedrijven die in financiële stress zitten, of misschien zelfs al in surseance van betaling. Het voordeel dat behaald kan worden zit hem in de nieuw uit te geven schuld en de nieuw uit te geven aandelen, die

veelal naar de vreemdvermogenverschaffers gaan die een groot deel van hun vordering hebben moeten opgeven. Bij een succesvolle herstructurering kunnen deze nieuwe effecten veel waard worden.

Opportunistic strategieën

Deze groep van strategieën wordt gekenmerkt doordat ze een relatief grote exposure hebben naar de traditionele beleggingsmarkten, zoals aandelen en obligaties. Ze trachten voordeel te behalen uit prijsinefficiënties binnen markten (Equity Long-Short) of uit trends binnen markten (Global Macro en Managed Futures).

Equity Long-Short strategieën trachten voordeel te behalen door het benutten van gesignaleerde prijsinefficiënties. Hiertoe worden long- en shortposities ingenomen. Gemiddeld over een lange termijn bezien zijn deze strategieën veelal netto long. De shortposities worden niet alleen ingenomen vanwege rendementsdoelstellingen maar ook vanwege risicomangementdoelstellingen.

Global Macro strategieën trachten voordeel te behalen door in te spelen op trends die men verwacht met betrekking tot bepaalde markten. In beginsel kunnen dit vrijwel alle financiële markten zijn. In het algemeen zijn dit fundamenteelgedreven strategieën.

Managed Futures strategieën trachten eveneens voordeel te behalen uit trends op financiële markten, maar anders dan bij Global Macro wordt hiertoe gebruik gemaakt van kwantitatieve modellen en technische handelsregels. Deze strategieën doen het in de regel goed in trending markten.

Bron: VBA rapport 'Het toezicht op pensioenbeleggingen', februari 2010

Het zevende risico is informatierisico. Dit heeft te maken met de omstandigheid dat hedgefonds veelal minder transparant zijn. Veelal ontbreekt informatie over de posities in de portefeuille of de belangrijkste risico's die worden gelopen. Deze verminderde transparantie brengt met zich mee dat het monitoren van dit soort strategieën in de praktijk lastiger is, hetgeen risico's met zich mee kan brengen. Daar komt bij dat de complexiteit van veel hedgefund strategieën hogere eisen stelt aan het kennisniveau van de belegger, de adviseur en fondsbeheerder om op adequate wijze de risico's van dit soort strategieën te kunnen inschatten.

Het achtste risico is valutarisico. Onder valutarisico verstaan we het risico dat de waarde van een hedgefund belegging in waarde daalt ten gevolge van een relatieve versterking van de euro. Een fonds kan dit risico reduceren door het afdekken van het valutarisico.

Onderverdeling van de markt

De markt wordt in de regel onderverdeeld naar type strategie. Er zijn verschillende manieren om strategieën te classificeren, maar de onderverdeling in bovenstaande box is gebruikelijk in de markt (relative value strategieën, event-driven strategieën en opportunistische strategieën). In termen van marktwaarde

beslaan de opportunistische strategieën ongeveer 50% van de markt (hierbinnen is de long-short aandelenstrategie de grootste); de resterende 50% is gelijkelijk verdeeld over de relative value strategieën en event-driven strategieën.

Omvang van de markt

De hedgefundmarkt is in de afgelopen tien jaar sterk gegroeid. In 1999 bedroeg het totale belegd vermogen van hedgefonds nog geen \$ 500 miljard. Volgens schattingen van Morgan Stanley en The Economist was het totale belegd vermogen eind 2007 opgelopen tot bijna \$ 1,900 miljard verspreid over 9,000 fondsen. Door de kredietcrisis is dit bedrag sterk geslonken. De combinatie van prijsdalingen en redemptions (het terugtrekken van gelden door beleggers) ter grootte van zo'n 20-25% heeft de totale hedgefundmarkt teruggebracht tot een omvang van naar schatting \$ 1,535 miljard per ultimo oktober 2009. Per eind oktober 2010 schatten we omvang van de hedgefund markt ongeveer op € 1.200 miljard. De omvang van het geïnvesteerde vermogen in hedgefonds geeft veelal niet een goede indicatie van het financieel-economisch belang van deze sector. Door het gebruik van leverage kan de economische exposure aanzienlijk groter zijn dan het totaal belegd vermogen bij hedgefonds suggereert. Volgens schattingen van Morgan Stanley lag de gemiddelde leverage eind 2009 op zo'n 1,5. Dat zou betekenen dat de economische exposure per eind oktober 2010 ongeveer € 1.800 miljard zou bedragen.

Private Equity

Definitie

Private equity beleggingen zijn beleggingen in niet-genoteerde beleggingsinstellingen die het geld dat ze van beleggers ontvangen investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven; het kan hier gaan om startende ondernemingen (venture capital) en reeds lang bestaande ondernemingen (buy outs).

Risico's

Beleggingen in private equity gaan over het algemeen gepaard met dezelfde risico's als beleggingen in beursgenoteerde aandelen, te weten: afname economische groei vooruitzichten, renterisico, kredietrisico, valutarisico en liquiditeitsrisico. In aanvulling hierop kennen beleggingen in private equity een aantal specifieke risico's, te weten informatierisico en manager selectie risico.

Omdat aandelen geen contractueel overeengekomen periodieke vergoeding betalen maar een onzekere periodieke vergoeding die afhankelijk is van de financiële prestaties van de onderneming geldt dat de economische groei vooruitzichten van bijzonder groot belang zijn. Immers, hoe beter de economische prognoses hoe hoger de groei in de resultaten van de onderneming en hoe hoger de waarde van het aandeel.

Op gelijke wijze geldt dat een verslechtering van de groei vooruitzichten een negatief effect heeft op de waarde van de onderneming.

Hoewel de renteontwikkeling voor aandelen relatief minder van belang is dan voor obligaties geldt dat een stijgende rente veelal niet goed is voor beleggers in aandelen. Dit komt omdat een periode van rentestijgingen veelal gepaard gaat met een periode waarin de inflatieverwachtingen toenemen, en inflatie heeft doorgaans een drukkend effect op de winstmarges van bedrijven. Daarnaast worden de winstmarges gedrukt door de hogere rentelasten. Specifiek voor private equity geldt dat een stijging van de rente gepaard kan gaan met financieringsproblemen. Dit komt omdat private equity fondsen in de regel relatief veel leverage gebruiken (met name de buy-out fondsen). Hierdoor zal een rentestijging gemiddeld genomen een relatief grote invloed hebben op de waarde van private equity fondsen.

Ondanks dat beleggers in aandelen geen juridisch afdwingbaar recht hebben op een bepaalde periodieke uitkering, staan zij toch bloot aan kredietrisico. Immers, indien een onderneming niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen dan bestaat er een reële kans op faillissement. In geval van faillissement staan de beleggers in aandelen achteraan in de rij. Pas wanneer de vreemd vermogensverschaffers zijn betaald komt de aandelenbelegger in beeld.

Net als ieder andere belegger die belegt in aandelen genoteerd in buitenlandse valuta loopt een aandelenbelegger die aandelen aanhoudt van private equity fondsen buiten het eurogebied valutarisico. Echter, het relatief belang van het valutarisico is over een wat langere periode gezien beperkt.

Liquiditeitsrisico is voor private equity fondsen van groot belang. De belangen die private equity fondsen nemen worden doorgaans voor 7 tot 10 jaar in portefeuille gehouden. Om die reden is de liquiditeit die een private equity fonds kan bieden beperkt. Een private equity fonds dat een breed gespreide portefeuille van projecten aanhoudt is veelal beter in staat om liquiditeit te bieden, maar het zal in de regel minder zijn dan de liquiditeit in beursgenoteerde aandelen.

Informatierisico duidt op de omstandigheid dat beleggers in private equity fondsen veelal een minder goed beeld hebben van hun beleggingen. Ze zijn daarom ook minder goed in staat om hun beleggingen op adequate wijze te volgen. Deze verminderde transparantie brengt extra risico's met zich mee.

Tot slot manager selectierisico. Het gemiddelde private equity fonds blijkt het in de praktijk niet veel beter te doen dan een representatieve index voor beursgenoteerde aandelen (bijvoorbeeld de MSCI World). Echter, de beste 25% van alle private equity fondsen doet het een stuk beter dan de genoteerde aandelenmarkt. Dit is kenmerkend voor de private equity markt. Het verschil tussen goede en slechte private equity fondsen kan bijzonder groot zijn. Alleen indien een belegger in staat is om de top 25% van de private equity markt te selecteren is

private equity vanuit rendementsoogpunt een aantrekkelijk alternatief. In de andere 75% van de gevallen loopt de belegger het risico op een (zeer) slecht resultaat.

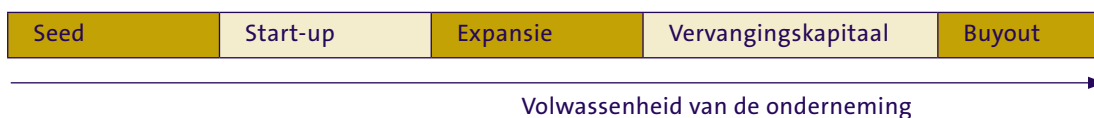
Onderverdeling van de markt

Het belangrijkste onderscheid is die tussen de venture capital markt en de (leveraged) buy-out markt. In de box op de volgende pagina zijn beide markten en hun verschillen toegelicht. Omdat venture capital zich richt op jonge, startende ondernemingen die zich soms nog moeten bewijzen zijn daar de risico's het grootst. In beginsel zijn (leveraged) buy-out fondsen minder risicovol omdat zij zich richten op ondernemingen die zich reeds over langere tijd bewezen hebben. Echter, door het - soms agressieve - gebruik van leverage kunnen ook hier de risico's sterk oplopen.

Omvang van de markt

De omvang van de private equity markt is sterk gegroeid in de afgelopen jaren. In 2003 werd nog zo'n \$960 miljard beheerd door private equity fondsen. Volgens cijfers van Preqin was dat eind 2008 ruim \$2,500 miljard. In de termen van euro's per oktober 2010 zou dit overeenkomen met een bedrag van € 1,785 miljard. Het aantal voor beleggers toegankelijke fondsen ligt op dit moment ruim boven de 5000.

Classificatie van Private Equity strategieën



Iedere categorie heeft haar eigen sub-categorieën en dynamiek alsmede afwijkende rendement- en risicokarakteristieken. de verschillende financieringsfasen vragen om verschillende vaardigheden aangezien zij verschillende fasen van de levensloop van een onderneming betreffen.

Venture Capital

Het investeren in ondernemingen die onderontwikkelde of nog te ontwikkelen producten of diensten hebben. Venture capital is met name gericht op startende ondernemingen en minder volwassen bedrijven die gekenmerkt worden door hoge groei en een hoog risico. de Venture capital fondsmanager heeft gewoonlijk een minderheidsbelang maar vervult een belangrijke en direct betrokken rol bij het bedrijf. Venture capital funds zijn in principe de meest risicovolle beleggingen binnen het private equity segment. De onderliggende bedrijven zijn vaak klein en niet gediversifieerd. De waarde die wordt gecreëerd door de venture capital fondsen is de skill van het identificeren van het meest lucratieve idee of bedrijf. Door middel van een ruime diversificatie van onderliggende bedrijven wordt de waarschijnlijkheid dat een of meerdere van deze ondernemingen succesvol zijn groter en wordt bovendien de kans op grote negatieve uitslagen verkleind.

- **Seed stage:** financiering voor het onderzoeken, testen en ontwikkelen van een nieuw concept (prototype) voordat een bedrijf de start-up fase heeft bereikt. Financiering komt meestal met ondernemer's geld en zgn. 'friends and family' tot stand.
- **Start-up fase:** financiering van productontwikkeling en initiële marktverkenning. De onderneming heeft meestal nog geen inkomsten. Financiering wordt gedaan door venture capital funds die start-up financiering niet uit de weg gaan en in staat zijn de mogelijkheden vroeg te doorgronden.
- **Late stage fase:** financiering van groei, expansie en marktontwikkeling via internationale uitbreiding. De onderneming is 'break-even' en heeft financiering nodig voor productiecapaciteit of werkkapitaal. Het venture capotal fonds participeert weer en haalt daarbij ook andere partijen binnen.
- **Vervangingskapitaal:** het bedrijf heeft een volwassen status bereikt en nieuwe of bestaande investeerders kopen een minderheid van de aandelen. De meerderheid van de aandelen is nog steeds bij de oprichter/ondernemer.

(Leveraged) Buyout

In de situatie van een buyout wordt financiering verschafte om het management van een bedrijf tezamen met de investeerders (het buyout fonds) in de gelegenheid te stellen een substantieel of meerderheidsbelang te verkrijgen. Men investeert in meer volwassen bedrijven met bestaande businessplannen om uitbreiding, consolidatie, turnarounds, het afstoten van divisies of dochtermaatschappijen te financieren. Bij de financiering speelt het vreemd vermogen vaak een dominante rol. Er kan onderscheid gemaakt worden tussen:

- **Management Buyout (MBO):** het bestaande management neemt het bedrijf over samen met het financierende buyout fonds. Het mee-investerende management kent de onderneming goed.
- **Management buy-in (MBI):** de verkoop van een onderneming aan een buyout fonds met een nieuw management team.

Bron: VBA rapport 'Het toezicht op pensioenbeleggingen', februari 2010

Grondstoffen

Definitie

Onder beleggingen in grondstoffen verstaan we alle directe beleggingen in fysieke grondstoffen, dan wel in futures die grondstoffen als onderliggende waarde hebben.

Risico's

Het eerste risico waaraan een belegging in grondstoffen is blootgesteld is een afname van de economische activiteit. Als de economische groei terugloopt zal in de regel de vraag naar grondstoffen afnemen.

Een tweede risico waaraan een belegging in grondstoffen is blootgesteld is een negatieve roll return. Dit doet zich specifiek voor bij beleggingen in grondstoffen

futures (het grootste deel van de beleggingen in grondstoffen gaat via grondstoffen futures). Het is gebruikelijk dat beleggingsfondsen in grondstoffen steeds een positie innemen in de kortlopende future; deze positie wordt - zeg na een maand – gesloten en ‘doorgerold’ naar de volgende kortlopende future. Indien de futures curve oplopend is – dat wil zeggen dat de futuresprijs voor langlopende contracten hoger ligt dan de futuresprijs voor kortlopende contracten – zal een dergelijke strategie gepaard gaan met verliezen bij het doorrollen van de positie (we noemen dit een negatieve roll return). In de praktijk is de futures curve voor de meeste grondstoffen oplopend en derhalve moet de belegger er rekening mee houden dat hij geld kan verliezen bij het doorrollen van de positie. Om die reden kan het rendementsprofiel van een belegging in een grondstoffenfonds sterk afwijken van de ontwikkeling van de grondstoffenprijzen zoals deze in de krant staan.

Een derde risico betreft valutarisico. Vrijwel alle grondstoffen noteren in US dollars en derhalve heeft de ontwikkeling van de EUR/US\$ wisselkoers invloed op het rendement (tenzij dit door het fonds is afgedekt).

Een vierde risico betreft het renterisico. Een belegging in een grondstoffenfuture bestaat namelijk uit drie componenten: de ontwikkeling van de spot prijs (zeg maar de prijs die in de krant staat), de roll return en de geldmarktrente. Als de geldmarktrente daalt dan gaat derhalve het rendement op grondstoffen omlaag wanneer deze belegging wordt geëffectueerd via grondstoffen futures.

Onderverdeling van de markt

De grondstoffenmarkt wordt veelal onderverdeeld naar de volgende sub-markten: Energie, Industriële Metalen, Agrarische Producten en Edelmetalen. De sub-markt Energie is veruit de grootste sub-markt met een aandeel van zo'n 70%. Zowel Energie als Industriële Metalen zijn het meest direct verbonden met de economische activiteit in de wereld. Als de economie aantrekt dan leidt dat tot meer vraag naar olie, gas, koper en aluminium. Energie is eveneens een vluchthaven in tijden van geo-politieke onzekerheid. Tot op zekere hoogte geldt dit ook voor Edelmetalen, en dan met name voor goud. Verder wordt goud ook als vluchthaven gezien ten tijde van hoge inflatie en een afbrokkelend vertrouwen in de belangrijkste valuta in de wereld.

Omvang van de markt

Precieze cijfers over de totale omvang van de grondstoffenmarkt zijn niet voorhanden. Niettemin, als we de markten in grondstoffenfutures in de Verenigde Staten als referentiepunt nemen dan kunnen we veilig stellen dat het om een markt gaat ter grootte van vele honderden miljarden euro's en met een redelijk grote liquiditeit.

Bijlage 3:

VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010

Deze VBA Risicostandaard Beleggingen 2010 bevat de aanbevelingen van de VBA met betrekking tot de te hanteren risicoparameters - standaarddeviaties en correlaties - bij het maken van een kwantitatieve risicoanalyse van beleggingscategorieën en beleggingsportefeuilles. De aanbevelingen zijn ten dele gebaseerd op de analyses die zijn beschreven in het VBA rapport 'Het Toezicht op Pensioenbeleggingen' (2010), beschikbaar op www.nvba.nl, en verder op aanvullende kwantitatieve analyses die specifiek voor deze standaard zijn verricht.

In het nu volgende zullen eerst de uitgangspunten worden besproken die zijn gehanteerd bij het opstellen van de standaarden. Vervolgens zullen de standaarddeviaties en correlaties worden weergegeven gevolgd door een overzicht van de referentie indices die zijn gebruikt om de diverse beleggingscategorieën in kaart te brengen.

Uitgangspunten

Bij het in kaart brengen van de risicoparameters van de diverse beleggingscategorieën zijn de volgende uitgangspunten gehanteerd:

1. De beleggingscategorieën die worden onderscheiden dienen een representatieve afspiegeling te zijn van de categorieën die gemiddeld genomen de beleggingsportefeuilles van particuliere beleggers domineren;
2. Om reden van eenvoud en overzichtelijkheid streven we naar zo min mogelijk beleggingscategorieën, dit streven wordt begrensd door het uitgangspunt dat beleggingen binnen een zelfde beleggingscategorie een vergelijkbaar rendementrisicoprofiel dienen te hebben;
3. Beleggers houden gespreide beleggingsportefeuilles aan; om die reden worden de risicokarakteristieken afgeleid van brede, algemeen geaccepteerde marktindices;
4. Beleggers hebben een lange horizon en om die reden worden risicoparameters afgeleid van een lange periode, dat wil zeggen, er wordt een zo lang mogelijke periode gebruikt met een minimum van 10 jaar;

Op grond van deze uitgangspunten worden de volgende beleggingscategorieën onderscheiden: Liquiditeiten, Staatsleningen, Corporate Credit, Aandelen, Vastgoed en Alternatieve Beleggingen. Onder Vastgoed verstaan we enkel en alleen niet-genoteerd indirect vastgoed. Genoteerd vastgoed wordt gezien als onderdeel van de beleggingscategorie Aandelen. Hoewel Alternatieve Beleggingen een *panta rei* aan verschillende soorten beleggingen kan bevatten, beperken wij ons hier tot drie categorieën, te weten hedgefonds, grondstoffen en private equity.

Binnen Staatsleningen wordt verder onderscheid gemaakt naar:

- Euro Staatsleningen AAA-AA
- Overige Euro Staatsleningen
- Niet-Euro Staatsleningen AAA-AA
- Overige niet-Euro Staatsleningen
- Overheidsobligaties opkomende landen

Binnen Credits wordt verder onderscheid gemaakt naar:

- Euro IG bedrijfsobligaties
- Euro non-IG bedrijfsobligaties (high yield)
- Niet-Euro IG bedrijfsobligaties
- Niet-Euro non-IG bedrijfsobligaties (high yield)

Binnen Aandelen wordt onderscheid gemaakt naar:

- Aandelen ontwikkelde markten (inclusief vastgoedaandelen)
- Aandelen opkomende markten

Binnen Vastgoed wordt onderscheid gemaakt naar:

- Vastgoed Europa
- Vastgoed Wereld ex-Europa

Binnen Alternatieve Beleggingen wordt onderscheid gemaakt naar:

- Hedgefonds
- Grondstoffen
- Private equity

Aanbevelingen van de VBA

In bijlage 1 zijn de 'VBA Standaarden' weergegeven voor de standaarddeviaties met betrekking tot voornoemde beleggingscategorieën. De aanbevelingen van de VBA zijn voor wat betreft de standaarddeviaties weergegeven middels bandbreedtes. De AFM heeft op basis van deze bandbreedtes de standaarddeviaties in tabel 1, bijlage 1, vastgesteld.

Bij de aanbevelingen zijn we voor alle beleggingscategorieën uitgegaan van rendementen in euro's. Verder zijn we er vanuit gegaan dat valutarisico's niet zijn afgedekt. Zoals blijkt uit bovenstaande tabel heeft het valutarisico met name invloed op de beleggingscategorieën Staatsleningen en Bedrijfsobligaties (gemiddeld neemt het risico 3%-punt toe). Indien valutarisico's wel worden afgedekt dan kan het risico worden afgeleid van de referentie indices in lokale valuta. Bij Vastgoed en Hedgefonds zijn de risico's afgeleid van unsmoothed index reeksen. In de volgende paragraaf wordt uitgelegd waarom dit noodzakelijk is

en hoe dit heeft plaatsgevonden. Verder is bij Vastgoed gebruik gemaakt van unlevered indices, dat wil zeggen indices die zijn geschoond voor het gebruik van schuldfinanciering binnen de fondsen. In de praktijk echter, maken veel private indirecte vastgoedfondsen frequent gebruik van schuldfinanciering om daarmee het rendement te verhogen. Hiermee kan rekening worden gehouden door toepassing van een schalingsfactor. Het risico van privaat indirect vastgoed is dan gelijk aan het risico zoals genoemd in bovenstaande tabel vermenigvuldigd met de factor (Totaal Vermogen / Eigen Vermogen).

Bij het bepalen van de risicoparameters is gebruik gemaakt van diverse indices. Door naar meerdere indices te kijken wordt de robuustheid van de uitkomsten geborgd. Onderstaand wordt een overzicht gegeven van de gehanteerde indices.

Referentie index voor Liquiditeiten

1-maands Eonia

Referentie indices voor staatsleningen

| | |
|---------------------------------|--|
| <i>Euro staatsleningen</i> | <i>Markit iBoxx EUR Sovereigns</i> <i>ML EMU Direct Governments AAA-AA</i> |
| <i>Niet-Euro staatsleningen</i> | <i>Citigroup World Government Bond Index ex EUR</i> <i>ML Global Government Bond Index II</i> |
| <i>Opkomende landen</i> | <i>JP Morgan EMBI TR</i> |

Referentie indices voor bedrijfsobligaties

| | |
|----------------------------------|--|
| <i>IG Bedrijfsobligaties</i> | <i>Citigroup Euro Broad IG Bond Index - Corporate</i> <i>iBoxx Euro Corporate Credit Index</i> <i>ML EUR Corporate Master</i> <i>ML US Corporate Master</i> |
| <i>Non-IG Bedrijfsobligaties</i> | <i>ML High Yield Index EUR</i> <i>ML High Yield Index US</i> |

Referentie indices voor aandelen

| | |
|----------------------------|------------------------------------|
| <i>Ontwikkelde markten</i> | <i>MSCI World DM Index</i> |
| <i>Opkomende markten</i> | <i>MSCI Emerging Markets Index</i> |

Referentie indices voor vastgoed

ROZ-IPD indices voor Europa
NCREIF indices voor de VS

Referentie indices voor hedgefunds

| | |
|---------------------------|----------------------------|
| <i>HFR index</i> | <i>ongewogen index</i> |
| <i>CSFB Tremont index</i> | <i>waardegewogen index</i> |

Referentie indices voor commodities

S&P /Goldman Sachs Commodity Index *productiewaarde gewogen index*
Dow Jones - AIG Commodity Index *weging afhankelijk van liquiditeit/
trading volume*

Referentie index voor private equity

*Rendementen zijn afgeleid van de rendementsgegevens van Thomson Venture
Economics*

Aanpassing rendementen illiquide beleggingen voor seriële correlatie

Seriële correlatie of autocorrelatie tussen opeenvolgende rendementen is een verschijnsel dat zich vrijwel bij alle reeksen van financiële titels voordoet. Seriële correlatie duidt op de omstandigheid dat er een samenhang bestaat tussen opeenvolgende rendementen. Deze samenhang kan positief zijn (positieve rendementen worden gemiddeld genomen opgevolgd door positieve rendementen) of negatief (positieve rendementen worden gemiddeld genomen opgevolgd door negatieve rendementen).

Positieve seriële correlatie is een fenomeen dat zich met name voordoet bij illiquide beleggingen (niet-genoteerd vastgoed, private equity en verschillende hedgefund strategieën). De reden die veelal wordt genoemd is dat bij illiquide beleggingen vaak geen goede marktprijzen beschikbaar zijn waardoor waardering plaatsvindt via broker quotes of waarderingsmodellen. In geval van markt-to-model kan de waardering worden opgesteld door de fondsmanger dan wel een onafhankelijke derde partij. Uiteraard is deze laatste optie de te prefereren optie. Het moge duidelijk zijn dat bij illiquide beleggingen de fondsmanager meer ruimte heeft om de rendementen te managen. Hij kan bij het schatten van de waardering zodanig te werk gaan dat uitschieters naar boven en naar beneden worden uitgesmeerd over de tijd. Het resultaat is een rendementsreeks met een lagere standaarddeviatie en een lagere correlatie met andere beleggings-categorieën. Kortom, het uitmiddelen van de rendementsreeks (smoothing) leidt tot een gunstiger risicoprofiel. In de empirische academische literatuur zijn veel voorbeelden te vinden van return smoothing.

Hedge funds

Omdat verschillende hedge fund strategieën actief zijn in illiquide markten (bijvoorbeeld distressed debt en convertible arbitrage) is het goed mogelijk dat vanuit de beschikbare rendementsreeksen van hedge funds een te gunstig risicoprofiel naar voren komt. Wij hebben daarom eerst vastgesteld in welke mate hedge fund rendementen onderhevig zijn aan seriële correlatie. We hebben daarvoor gebruik gemaakt van de Ljung-Box Q-statistic. De resultaten van deze analyse staan in onderstaande tabel.

Tabel 3: Test voor seriële correlatie in de hedgefund rendementen (1999 - 2010)
(bron: VBA)

| Strategie | Ljung-Box Q-statistic | Probability |
|-----------------------------|-----------------------|-------------|
| Convertible Arbitrage | 44,78 | 0,0001 |
| Distressed Debt | 43,55 | 0,0001 |
| Merger Arbitrage | 8,47 | 0,0040 |
| Equity Market Neutral | 0,75 | 0,3040 |
| Equity Long-Short | 10,68 | 0,0010 |
| Global Macro | 1,33 | 0,2490 |
| Event Driven | 22,20 | 0,0001 |
| HFR Index | 11,18 | 0,0010 |
| Credit-Suisse Tremont Index | 13,95 | 0,0010 |

Zoals uit bovenstaande tabel kan worden afgeleid geldt dat vrijwel alle hedgefund strategieën – Equity Market Neutral en Global Macro vormen de uitzondering – worden gekenmerkt door een significante mate van positieve seriële correlatie.

Om hiervoor te corrigeren hebben we een techniek gebruikt die in de academische literatuur bekend staat als de ‘unsmoothing technique’. De essentie van deze aanpak is dat de bestaande rendementsreeks zodanig wordt omgerekend dat een reeks ontstaat met een seriële correlatie van nul. Deze nieuwe rendementsreeks heeft meer volatiliteit en waarschijnlijk een hogere correlatie met andere beleggingscategorieën.

De eerste stap in het construeren van de ‘unsmoothed’ rendementsreeks is het vaststellen van de *lag structure* (het aantal opeenvolgende waarnemingen waarvoor een significante seriële correlatie bestaat). Dit doen we aan de hand van de Ljung-Box Q-statistic. In de testen bleek dat er sprake was van eerste-orde seriële correlatie.

De volgende stap is het vaststellen van de eerste-orde seriële correlatie coëfficiënt. Dit doen we door het schatten van de volgende vergelijking:

$$R_t = b_0 + b_1 R_{t-1}$$

Hierbij is b_1 is eerste-orde seriële correlatie coëfficiënt. Met behulp van b_1 wordt de unsmoothed rendementsreeks als volgt uit de bestaande rendementsreeks afgeleid:

$$R_t^u = \frac{(R_t - b_1 R_{t-1})}{(1 - b_1)}$$

Het resultaat van deze correctie is dat standaarddeviatie van de HFR Index stijgt van 7,6% naar 10,4%. De maximum drawdown gaat voor de HFR Index van 19,6% naar 21,3%.

Vastgoed

Evenals voor hedgefonds is ook voor de private vastgoedfondsen onderzocht in welke mate er sprake is van seriële correlatie. Zo bleken bijvoorbeeld ook de rendementen van de private vastgoedfondsen in Nederland (ROZ-IPD Netherlands Index) onderhevig aan positieve (eerste orde) seriële correlatie (0,47; $p = 0,012$; Q-statistic 6,35). Aanpassing van de rendementsreeks leidde tot een toename in de standaarddeviatie van 4,7% naar 6,5%. Voor de private vastgoedfondsen in de VS (NCREIF Index) vonden we eveneens een significante positieve (eerste orde) seriële correlatie (0,75; $p = 0,000$; Q-statistic 56,2). Aanpassing van de rendementsreeks leidde tot een toename in de standaarddeviatie van 4,5% naar 11,3%.

Autoriteit Financiële Markten
T 020 797 2000 | F 020 797 3800
Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM

www.afm.nl

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, november 2010