

vba beleggingsprofessionals

VBA RISICO- STANDAARDEN BELEGGINGEN 2015



De standaard in kwaliteit en integriteit.

Het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2015 bevat de aanbevelingen van VBA beleggingsprofessionals (VBA) met betrekking tot de te hanteren risicoparameters – standaarddeviaties en correlaties – bij het maken van een kwantitatieve risicoanalyse van beleggingscategorieën en beleggingsportefeuilles. Het betreft een actualisatie van het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010.

We gaan eerst in op het doel en het gebruik van het rapport, daarna op de uitgangspunten en vervolgens komen wij tot de parameters voor standaarddeviaties en correlaties. In de bijlage is een overzicht van de gebruikte benchmarks opgenomen en staat een beschrijving van de beleggingscategorieën. Hier wordt ook ingegaan op de kwalitatieve risico's.

DOEL EN GEBRUIK

Met dit rapport willen wij als VBA bijdragen aan de zorgvuldige selectie van beleggingscategorieën en constructie van beleggingsportefeuilles en daarmee aan de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening in Nederland. De aanbevelingen zijn gericht aan de beleggingssector zelf, aan degenen die in de dagelijkse praktijk bezig zijn met het selecteren van beleggingscategorieën dan wel construeren van portefeuilles. In de praktijk is gebleken dat de aanbevelingen uit het VBA rapport van 2010 met name gebruikt worden binnen de beleggingsadvisering¹ van particuliere cliënten. Wij richten onze aanbevelingen in het rapport 2015 dan ook met name tot degenen die werkzaam zijn binnen het particulier vermogensadvies of -beheer. Wij hebben op basis van relevantie en toepasbaarheid een selectie gemaakt van beleggingscategorieën waarvoor wij te hanteren risicoparameters hebben weergegeven. Het overzicht van de genoemde beleggingscategorieën is echter geen checklist in de zin dat alle genoemde categorieën opgenomen zouden moeten worden of dat niet-genoemde beleggingen ongeschikt zouden zijn. De parameters kunnen ondersteunen bij het zelf samen stellen van portefeuilles van beleggingscategorieën.

De financiële doelstelling van een cliënt staat centraal bij het samenstellen van een portefeuille, naast zijn financiële positie en risicobereidheid. Het doel van de portefeuilleconstructie is om de kans zo groot mogelijk te maken dat deze doelstelling behaald wordt. Het gebruik van veronderstellingen over risico zijn hiervoor essentieel. Het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2015 geeft een inschatting van de beweeglijkheid van verschillende beleggingscategorieën over een lange horizon. Wij gaan er daarbij vanuit dat de toekomstige beweeglijkheid gelijk is aan de historische beweeglijkheid, wanneer deze over een lange periode gemeten wordt. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat de volatiliteit de laatste jaren sterk is gedaald. De risicoparameters in dit rapport kunnen gebruikt worden als een startpunt voor het maken van een inschatting van het risico van beleggen op de lange termijn.

Wij willen benadrukken dat zonder veronderstellingen ten aanzien van rendement geen goede inschatting gemaakt kan worden van de kans op het behalen van de doelstelling van de cliënt. Doordat verschillende beleggingsovertuigingen en visies op wereldwijde (financieel-economische) ontwikkelingen mogelijk zijn en de beleggingsinstrumenten kunnen verschillen, kunnen de inschattingen van toekomstig rendement uiteenlopen. Als VBA abstraheren wij bewust in dit rapport van het geven van veronderstellingen van verwachte rendementen.

¹ Hierbij wordt geen onderscheid gemaakt tussen advies- en beheer.

UITGANGSPUNTEN

—

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

- Om te komen tot de inschatting van de risicoparameters maken wij gebruik van historische data. Wij onthouden ons van voorspellingen omtrent toekomstige financieel-economische ontwikkelingen en scenario's.
- De beleggingscategorieën die worden onderscheiden dienen een representatieve afspiegeling te zijn van de categorieën die in de praktijk in beleggingsportefeuilles van particuliere beleggers voorkomen.
- De beleggingscategorieën die worden onderscheiden dienen daarnaast onderscheidend te zijn naar risicokarakteristieken; wanneer (sub)categorieën beperkt onderscheidend zijn, hebben we deze samengevoegd.
- Wij gaan uit van brede, goed gespreide en algemeen geaccepteerde marktindices. Indien het specifieke risico dat het gevolg is van selectie domineert, hebben wij geabstraheerd van de betreffende beleggingscategorie.
- Wij gaan uit van een lange termijn horizon (minimaal 10 jaar) van beleggers. Om die reden worden risicoparameters afgeleid van een lange historische periode. Vanwege de beschikbaarheid van verschillende historische reeksen hebben we als startdatum 1999 genomen.
- Het exact vaststellen van toekomstige beweeglijkheid of correlatie is niet mogelijk. Om uiting te geven aan deze onzekerheid hanteren wij bandbreedtes in plaats van puntschattingen.
- Bij illiquide beleggingen, zoals verschillende hedge fund strategieën, is de waarde soms minder objectief vast te stellen. Het kan voorkomen dat uitschieters in rendementen naar boven en naar beneden worden uitgesmeerd over de tijd. Het resultaat is dat de standaarddeviatie en de correlatie met andere beleggingscategorieën worden gedrukt. Wij corrigeren voor dit effect, waardoor standaarddeviaties (enigszins) hoger uitvallen en correlaties veranderen.
- In de praktijk wordt een verschillend beleid ten aanzien van de afdekking van valutarisico gehanteerd. Wij gaan uit van euro rendementen waarin het valutarisico niet is afgedekt.

BELEGGINGSCATEGORIEËN

Op grond van de genoemde uitgangspunten onderscheiden wij 13 verschillende (sub)beleggingscategorieën. Vergeleken met het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010 is sprake van de volgende wijzigingen:

- Binnen staatsleningen hebben we de focus met name aangebracht op Europese staatsleningen, aangezien dit veruit het grootste deel van de vastrentende waarden beleggingen van particuliere beleggers betreft.
- Wij hebben een splitsing aangebracht in staatsleningen van opkomende markten, in leningen genoteerd in harde valuta (dollars) en in de eigen valuta. Beleggingen in staatsleningen genoteerd in lokale valuta zijn sterk in opkomst, ook bij particuliere cliënten. De risicoparameters verschillen wezenlijk tussen beide (sub) categorieën door een verschillende landensamenstelling in de index, verschillende looptijden en vanwege de impact van wisselkoersschommelingen.
- De hoogrentende bedrijfsobligaties euro en niet-euro hebben we samengevoegd aangezien de risicoparameters niet wezenlijk verschillen.
- Omdat private vastgoed beleggingen veelal specifiek risico betreffen (bijvoorbeeld beleggingen in specifieke panden op een bepaalde locatie), abstraheren wij hiervan. In plaats daarvan nemen wij nu beursgenoteerd vastgoed als aparte categorie op.
- Wij abstraheren in onze aanbevelingen van private equity. Dit betreft veelal ook een specifiek risico en komt relatief weinig voor in particuliere portefeuilles.

AANBEVELINGEN VOOR STANDAARDDEVIATIES

Beleggingscategorie	Standaarddeviatie
Liquiditeiten	0,5-2%
Staatsleningen	
• Staatsleningen euro AAA-AA	3-5%
• Staatsleningen EMU	3-5%
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	10-14%
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	7-11%
Bedrijfsobligaties (credits)	
• Investment grade bedrijfsobligaties euro	3-5%
• Investment grade bedrijfsobligaties niet-euro	6-8%
• Hoogrentende bedrijfsobligaties (wereldwijd)	9-13%
Aandelen	
• Aandelen ontwikkelde markten	12-17%
• Aandelen opkomende markten	18-23%
Beursgenoteerd vastgoed	16-21%
Alternatieve beleggingen	
• Hedge funds	7-12%
• Grondstoffen	20-25%

Vergeleken met de inzichten uit het rapport Risicostandaarden Beleggingen 2010 is een belangrijke constatering dat de volatiliteit van een aantal beleggingscategorieën is afgenomen. Dit geldt bijvoorbeeld voor liquiditeiten, bedrijfsobligaties en aandelen.

Omdat vanuit de standaarddeviaties van en correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën alleen een eerste indruk verkregen kan worden omtrent het kwantitatieve risicoprofiel, is in bijlage 2 tevens per beleggingscategorie een meer kwalitatieve beschrijving opgenomen van de onderscheiden beleggingscategorieën; hierbij worden tevens de belangrijkste kwalitatieve risico's besproken.

AANBEVELINGEN VOOR CORRELATIES

	Liquiditeiten	Staatsleningen euro AAA-AA	Staatsleningen EMU	Staatsleningen opkomend (harde valuta)	Staatsleningen opkomend (lokale valuta)	Investment grade bedrijfsobligaties euro	Investment grade bedrijfsobligaties niet-euro	Hoogrentende bedrijfsobligaties	Aandelen ontwikkelde markten	Aandelen opkomende markten	Beursgenoteerd vastgoed	Hedge funds	Grondstoffen
Liquiditeiten	1	-0,2	0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0	0	0	-0,2	0
Staatsleningen euro AAA-AA		1	1	0,2	0,2	0,6	0,4	0	-0,2	-0,2	0	0	-0,2
Staatsleningen EMU			1	0	0,2	0,6	0,2	0	-0,2	-0,2	0	-0,2	-0,2
Staatsleningen opkomend (harde valuta)				1	0,6	0,2	0,8	0,8	0,6	0,4	0,4	0,8	0,2
Staatsleningen opkomend (lokale valuta)					1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,2
Investment grade bedrijfsobligaties euro						1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0	0
Investment grade bedrijfsobligaties niet-euro							1	0,6	0,4	0,2	0,2	0,8	0,2
Hoogrentende bedrijfsobligaties								1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,2
Aandelen ontwikkelde markten									1	0,8	0,8	0,6	0,2
Aandelen opkomende markten										1	0,8	0,4	0,4
Beursgenoteerd vastgoed											1	0,2	0,2
Hedge funds												1	0,4
Grondstoffen													1

GEHANTEERDE REFERENTIE INDICES

Beleggingscategorie	Referentie indices
Liquiditeiten	1-maands Eonia
Staatsleningen <ul style="list-style-type: none">• Staatsleningen euro AAA-AA• Staatsleningen EMU• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	The BofA Merrill Lynch AAA-AA Euro Government Index The BofA Merrill Lynch Euro Government Index J.P. Morgan EMBI Global Diversified unhedged in EUR JPMorgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged EUR
Bedrijfsobligaties (credits) <ul style="list-style-type: none">• Investment grade bedrijfsobligaties euro• Investment grade bedrijfsobligaties niet-euro• Hoogrentende bedrijfsobligaties (wereldwijd)	The BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index The BofA Merrill Lynch Global Corporate Index The BofA Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index
Aandelen <ul style="list-style-type: none">• Aandelen ontwikkelde markten• Aandelen opkomende markten	MSCI World DM Index MSCI Emerging Markets Index
Beursgenoteerd vastgoed	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index
Alternatieve beleggingen <ul style="list-style-type: none">• Hedge funds• Grondstoffen	HFR index (ongewogen) CSFB Tremont index (waardegewogen) HFRX Global Hedge Fund Index S&P GSCI Total Return CME Bloomberg Commodity Index Total Return

BESCHRIJVING KARAKTERISTIEKEN BELEGGINGSCATEGORIEËN

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's 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's is de hoogste credit rating AAA; deze wordt bijvoorbeeld verstrekt aan overheden met een solide financiële positie. De laagste rating is C of D welke wordt verstrekt aan bedrijven die een groot risico lopen om in financiële moeilijkheden te geraken of dit al zijn.

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 in waarde daalt ten gevolge van een relatieve versterking van de euro. Een belegger 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. Doordat de regulering voor banken is verscherpt, is de liquiditeit de laatste jaren al sterk afgenomen.

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 eurolanden, 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 of D 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. Medio 2014 bedroeg de marktkapitalisatie (marktwaarde van alle vastrentende waarden) wereldwijd volgens de Bank of International Settlements meer dan \$ 85.000 miljard. De grootste deelmarkt bestaat uit staatsleningen, gevolgd door bedrijfsobligaties en hypotheekobligaties.

Aandelen

Definitie

Aandelen zijn bewijzen van deelname in het kapitaal van een onderneming. De periodieke vergoeding (dividend) is niet contractueel vastgesteld maar afhankelijk van de financiële prestaties van de onderneming. Verder realiseert de aandeelhouder koerswinsten of –verliezen als gevolg van het verloop van de aandelenkoersen op de beurs. Bij een eventueel faillissement komen aandeelhouders als laatste aan bod. Hierdoor lopen aandeelhouders een relatief groot risico (ten opzichte van beleggers in vastrentende waarden). Door stemrecht krijgen aandeelhouders beperkte indirecte zeggenschap in het te voeren beleid.

Risico's

Aandelen kennen verschillende type risico's zoals marktrisico, renterisico, kredietrisico, waarderingsrisico, valutarisico en liquiditeitsrisico.

Omdat aandelen geen contractueel overeengekomen periodieke vergoeding betalen maar een onzekere vergoeding geven die afhankelijk is van de financiële prestaties van de onderneming geldt dat de economische groeivoorzichten van bijzonder groot belang kunnen zijn voor de waarde van de beleggingen. Dit is het *marktrisico*. Een verslechtering van de economische groei kan bijvoorbeeld een negatief effect hebben op de waarde van een onderneming. Het gevolg zal zijn dat de aandelen van die onderneming minder waard worden. Immers, hoe beter de economische prognoses hoe hoger de winstgroei van de onderneming en hoe hoger de waarde van het aandeel. Op gelijke wijze geldt dat een verslechtering van de groeivoorzichten een negatief effect heeft op de waarde van de onderneming.

Hoewel de *renteontwikkeling* voor aandelen relatief minder van belang is dan voor obligaties geldt veelal dat de waarde van aandelen daalt als de rente stijgt. Een stijgende rente kan tot minder consumptie leiden en tot hogere rentelasten bij een onderneming en daarmee leiden tot winstdruk. Ook zijn rentestijgingen vaak een gevolg van hogere inflatie en inflatieverwachtingen, die doorgaans een drukkend effect hebben op de winstmarges van bedrijven. Verder is de rente van belang als disconteringsvoet.

Ondanks dat beleggers in aandelen geen juridisch afdwingbaar recht hebben op een bepaalde periodieke uitkering, staan zij toch bloot aan *kredietrisico*. Dit is het

risico dat de onderneming niet aan de betalingsverplichtingen kan voldoen of zelfs failliet gaat. 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.

Vele wetenschappelijke onderzoeken tonen aan 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 in de verwachting dat automatisering tot spectaculaire economische ontwikkelingen zouden leiden, hetgeen niet werd waargemaakt. Een hoge waardering in de aandelenmarkten kan om die reden een bron van risico zijn, het *waarderingsrisico*.

Er ontstaat *valutarisico* wanneer een belegger in aandelen met een andere valuta dan de euro belegt. Als de koers van die andere valuta daalt in vergelijking met de euro, dan heeft dit een negatieve invloed op de waarde van non-euro beleggingen. Het relatief belang van het valutarisico is over een wat langere periode bezien beperkt.

Bij beleggen in aandelen loopt de aandeelhouder ook een *liquiditeitsrisico*. Indien beleggingen niet of nauwelijks verhandeld kunnen worden op de beurs zijn de beleggingen niet 'liquide'. Hierdoor kunnen de beleggingen (tijdelijk) niet worden verkocht en heeft de aandeelhouder geen vrije beschikking over de inleg of alleen tegen een flinke korting op de laatste marktprijs. Bij small caps is dit risico groter.

Onderverdeling van de aandelenmarkt

Er zijn vele manieren om de aandelenmarkt onder te verdelen. De eerste onderverdeling is een welvaarts- en marktafhankelijke, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen de ontwikkelde markten en de opkomende markten. De ontwikkelde markten worden gevormd door de landen met een goed ontwikkelde en stabiele economie en een welvaartsniveau per hoofd van de bevolking dat minimaal drie jaar op rij 25% boven de grens van hoge inkomens (definitie Wereldbank) valt. De opkomende markten kennen een lagere welvaart maar ook minder ontwikkelde financiële markten qua omvang en liquiditeit en bijvoorbeeld minder vrij

— kapitaalverkeer, minder regelgeving, minder transparantie en informatie en een minder goede afhandeling van transacties.

De referentie index die als standaard geldt voor de rendementsontwikkeling van de ontwikkelde aandelenmarkten is de MSCI World Developed Market index. In deze marktwaardegewogen index zitten meer dan 820 aandelen uit 23 landen, te weten Australië, België, Canada, Denemarken, Duitsland, Finland, Frankrijk, Hong Kong, Ierland, Israël, Italië, Japan, Nederland, Nieuw-Zeeland, Noorwegen, Oostenrijk, Portugal, Singapore, Spanje, Zweden, Zwitserland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

De standaard voor de opkomende markten is de MSCI Emerging Market index. In deze marktwaardegewogen index zitten ruim 800 aandelen uit 23 landen, te weten Brazilië, Chili, China, Colombia, Egypte, de Filippijnen, Griekenland, Hongarije, India, Indonesië, Korea, Maleisië, Mexico, Peru, Polen, Rusland, Taiwan, Thailand, Tsjechië, Turkije, Verenigde Arabische Emiraten, Qatar en Zuid-Afrika.

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 resultaten in de chemische industrie en de automobiellindustrie zullen in de regel sterker afhankelijk zijn van de economische ontwikkeling dan de niet-cyclische sectoren, zoals de voedingsindustrie en de nutssector.

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 groeiaandelen. Waarde-aandelen zijn in de regel aandelen met een relatief lage waardering en een stabiele winst- en cash flow ontwikkeling. Groeiaandelen 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. Momenteel bedraagt de totale marktomvang meer dan \$ 65 biljoen. Hiervan komt ongeveer 11% voor rekening van de opkomende aandelenmarkten. Het aantal ondernemingen in de MSCI All Cap World Index bedraagt zo'n 14.000. Verder zijn er wereldwijd veel meer kleinere ondernemingen (small caps); deze beslaan ruim 70% van het aantal ondernemingen (maar slechts 11% van de marktkapitalisatie van alle ondernemingen). De grote ondernemingen (large caps) zijn in termen van marktkapitalisatie dominant; zij bepalen ruim 73% van de aandelenmarkt.

Beursgenoteerd vastgoed

Definitie

Onder vastgoedfondsen vallen alle beleggingsinstellingen die de verkregen gelden van beleggers investeren in vastgoedobjecten. Binnen de VBA Risicostandaarden Beleggingen hebben we ervoor gekozen om alleen de genoteerde vastgoedfondsen in de analyse mee te nemen. Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen beleggen direct in vastgoedprojecten en kennen veelal een matige liquiditeit, een lange looptijd en een hoog specifiek risico.

Recentelijk hebben MSCI en S&P Dow Jones Indices besloten om per augustus 2016 indirect vastgoed als aparte sector mee te nemen binnen aandelen, in plaats van deze als subindex van de financiële sector mee te nemen. Indirect vastgoed is een belangrijke en groeiende sector binnen de wereldwijde economie.

Het geld dat een vastgoedfonds ophaalt door het uitgeven van participaties, aandelen of obligaties wordt geïnvesteerd in de bouw of de aankoop van kantoren, winkelcentra of woningen. Het fonds verdient geld aan de verhuur en uiteindelijke verkoop van het vastgoed en keert de winst (na aftrek van kosten) aan de beleggers uit.

Risico's

Beleggen in indirect vastgoed kent dezelfde risico's als beleggen in aandelen, namelijk het marktrisico, renterisico, kredietrisico, waarderingsrisico, valutarisico, en liquiditeitsrisico en daarnaast leveragerisico en informatierisico. Het *marktrisico* voor vastgoed omvat het risico dat de waarde van de onderliggende 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.

Het *renterisico* voor vastgoedaandelen is hoger dan bij andere aandelen. 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. Het *leveragerisico*

dient hier als een aparte risicofactor te worden genoemd omdat vastgoedfondsen vaak een hefboom gebruiken om een hoger rendement te kunnen behalen. Dit betekent ook dat in slechtere tijden leverage er voor zorgt dat de verliezen 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.

Onderverdeling van de markt

De vastgoedmarkt kent verschillende deelsectoren. 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. In de Verenigde Staten zijn indirecte vastgoedbeleggingen mogelijk via REIT's, dat staat voor Real Estate Investment Trust. Deze fondsen zijn meestal vrijgesteld van vennootschapsbelasting en keren minimaal 90% van de winst uit als dividend.

Omvang van de markt

Per eind november 2014 was de omvang van de markt voor genoteerde vastgoedfondsen ongeveer € 1.100 miljard. Ruim de helft van deze markt bestaat uit Noord-Amerikaanse aandelen, 25% uit ontwikkelde Aziatische landen en 14% uit Europese. De resterende 11% betreft aandelen uit de opkomende landen.

Hedge funds

Definitie

Hedge funds zijn privaat georganiseerde beleggingsinstellingen die veelal worden gekenmerkt door een grote mate van 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 hedge funds gaat een tal van verschillende strategieën schuil. In het kader op de volgende pagina wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste strategieën.

Risico's

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

Classificatie van hedge fund strategieën

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. Hedge fundstrategieën 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 convertiblemarkt. 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 aandelenvolatiliteit.

Equity Market Neutral strategieën trachten voordeel te behalen vanuit kleine mispricing's 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 bètaneutraal 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 o.a. 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 bidder. 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 risicomanagementdoelstellingen.

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

Het zevende risico is *informatierisico*. Dit heeft te maken met de omstandigheid dat hedge funds 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 hedge fund 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 hedge fund 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 het kader op de voorgaande pagina 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 hedge fund markt is in de afgelopen tien jaar sterk gegroeid. In 1999 bedroeg het totale belegd vermogen van hedge funds nog geen \$ 500 miljard. Eind 2007 was dit opgelopen tot bijna \$ 1.900 miljard verspreid over 9.000 fondsen. Na een daling vlak na de kredietcrisis is het belegd vermogen in hedge funds inmiddels verder gestegen tot zo'n \$ 2.400 miljard (Barclays Hedge).

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. Ook loopt de belegger tegenpartijrisico.


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 geopolitieke 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.

vormgeving en realisatie:

 az grafisch serviceburo bv, Den Haag. www.az-gsb.nl



EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION
OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

vbabeleggingsprofessionals

Gustav Mahlerplein 109-111
1082 MS Amsterdam
telefoon: 020 - 618 2812
e-mail: secretariaat@nvba.nl
www.vbabeleggingsprofessionals.nl