

Voorlichting over het risico van beleggen

Risico, luisteren we wel goed?

Veel particulieren durven niet te gaan beleggen. Mede gevoed door de berichten in de krant en televisie, is de angst om de zuurverdiende gelden minder waard te zien worden in een crisis die zich eens in de zoveel jaren voordoet, groot. En als je denkt dat je het goed voor elkaar hebt en fantastische resultaten behaald hebt, bestaat alsnog de kans dat je je geld kwijtraakt. Je zult je beleggingen maar eens laten beheren door een partij à la Bernard Madoff, of in zee gegaan zijn met Palminvest dan wel de tennissende wonderbelegger Van den Berg. Tja, dit soort berichtgeving zorgt er niet voor dat je denkt: "Ja, ik ga beleggen!"

Maar daar gaat dit artikel niet over! Ik wil het graag hebben over hoe we worden voorgelicht over het risico als het gaat om beleggen. Of beter gezegd, de discrepantie tussen wat de klant over het algemeen wil weten als het gaat over het risico bij beleggen en wat het antwoord is dat de klant veelal krijgt.



Luisteren we wel goed?

Vraag een willekeurige vermogensbeheerder naar het risico wat je aangaat als je wilt gaan beleggen en in 99 van de 100 gevallen is het antwoord *de volatiliteit* (beweeglijkheid) van de portefeuille. Stel dezelfde vraag aan een klant en je krijgt een ander antwoord: "Wat kan ik verliezen!"

Dit moet u bekend voorkomen.

Pak een willekeurige website van een partij die beleggen aanbiedt of erover informeert. Of dit nu een (groot)bank, verzekeraar, profielfondsen aanbieder, de AFM, Nederlandse vereniging van banken, VBA, vergelijkingstool of vermogensbeheerder is; bij de meeste wordt er gesproken over de beweeglijkheid als het gaat om risico bij beleggen.

Als eerste tool voor het tonen van het risico aan de klant neem ik de risicometer. De risicometer wordt vaak (verplicht) gebruikt en geeft aan binnen welke bandbreedte de portefeuille kan bewegen op jaarbasis. De risicometer is opgesteld door de Nederlandse Vereniging van Banken en wordt berekend op basis van de rekenmethodiek zoals aangereikt door de AFM en VBA beleggingsprofessionals. Naast de naam, RISICOMeter, is hier duidelijk een link van risico naar beweeglijkheid.

Wat ik ook vaak aantref, zijn (interactieve) scenarioanalyses waarbij er middels een grafiek wordt getoond binnen welke bandbreedte een portefeuille zich zou kunnen bewegen in de toekomst. Er kan dan 'gespeeld' worden met bijvoorbeeld de inleg, de periode dat belegd wordt en het risicoprofiel. De grafiek toont dan een mooi lijnenspel met het mogelijke toekomstige waardeverloop van de effectenportefeuille binnen bepaalde bandbreedtes.

Is dit dan niet goed? Jawel, die informatie is zeker nuttig, maar het is in mijn optiek niet volledig en

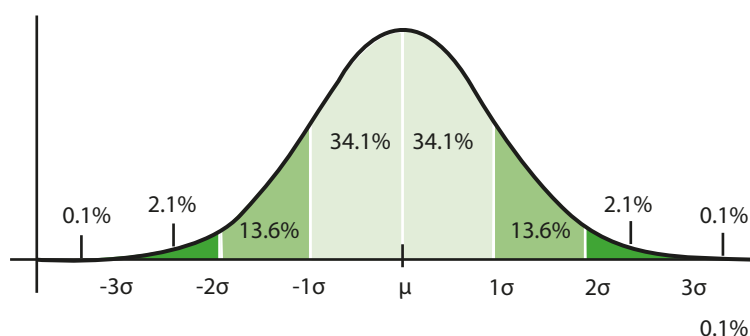
De risicometer wordt vaak (verplicht) gebruikt

geeft niet een eenduidig antwoord op de vraag: Wat kan ik verliezen? En juist die vraag willen de meeste (potentiële) klanten beantwoord hebben, voordat er besloten wordt om wel/niet te gaan beleggen. Ook wij gebruiken dergelijke mooie visualisaties van scenarioanalyses. Maar geven daarnaast nog iets: de *maximum drawdown*. Ik ga hier straks verder op in.

Beweeglijkheid

Zowel de risicometer als zo'n beetje alle analyses en risicomaatstaven gaan uit van de standaarddeviatie als mogelijkheden van bewegingen zoals die voorkomen bij een effectenportefeuille.

Belangrijkste aanname daarbij is dat alle bewegingen conform een normale verdeling plaatsvinden. De normale verdeling of gaussverdeling (genoemd naar de Duitse wiskundige Carl Friedrich Gauss) is een continue kansverdeling met twee parameters: de verwachtingswaarde (het te verwachten rendement) en de standaardafwijking (standaarddeviatie van de portefeuille). De verdeling is symmetrisch rond de verwachtingswaarde, hoog in het midden en wordt naar lage en hoge waarden steeds kleiner zonder ooit echt nul te worden. Door de vorm wordt deze ook wel klokkromme of gausscurve genoemd (zie afbeelding). Elk gebied binnen de verwachtingswaarde geeft de kans weer dat de beweging zich aldaar voordoet.



Veel verschijnselen zijn benaderend te beschrijven met behulp van een normaalverdeling. De normaalverdeling is echter niet altijd een goede benadering! Bij beleggen denk ik dat je tekort zou kunnen schieten. Ik zal dit duidelijk maken met een voorbeeld.



Slechts als voorbeeld neem ik de risicometer zoals gehanteerd door EVI van Lanschot bij haar Neutraal profiel portefeuille. Ze geven op de website aan dat ze de afgelopen vijf jaar met dit profiel een gemiddeld jaarrendement hebben weten te realiseren van 5,68% (verwachtingswaarde). U ziet dat de wijzer een bandbreedte bestrijkt vanaf 4 1/3 tot en met 5 2/3. Wat zegt dit u, qua risico? Niks toch. Wat zou u kunnen verliezen in dit profiel in één jaar als u € 10.000 inlegt? Ik heb nog geen idee en ik verwacht de klant ook niet.

We duiken er verder in. De waarden 4 1/3 t/m 5 2/3 in de risicometer betekenen dat de jaarlijkse standaarddeviatie van de portefeuille tussen de 3% en 15% ligt. Ervan uitgaande dat de gemiddelde standaarddeviatie op 9% ligt en het rendement op 5,68%, dan kunnen we met 68,2% statis-

Alle goede bedoelingen ten spijt zal een klant zich nog steeds moeilijk een beeld kunnen vormen wat nu zijn risico is

tische zekerheid stellen dat het rendement van de portefeuille over een periode van één jaar ligt tussen de bandbreedte -3,32% en +14,68%.

Ik kom aan deze waarden door het gemiddelde jaarrendement van 5,68% te nemen en vervolgens daarvan 9% af te halen voor de neerwaartse bandbreedtegrens van -3,32% en 9% bij op te tellen voor de opwaartse bandbreedtegrens van 14,68%. Zoals gezegd is dit de bandbreedte voor 68,2% statistische zekerheid. Vaker wordt 95,6% statistische zekerheid gebruikt in de markt, scenarioanalyses en AFM-leidraden. In dit geval betekent dat er van het gemiddelde jaarrendement van 5,68% niet 1 x de standaarddeviatie maar 2 x de standaarddeviatie af- respectievelijk bijgeteld dient te worden. Dit brengt ons het volgende.

Er kan met 95,6% statistische zekerheid gesteld worden dat het rendement van de portefeuille over een periode van één jaar ligt tussen de bandbreedte -12,32% en +23,68%, bij een genoemde gemiddelde standaarddeviatie van 9% op jaarbasis.

Ik noem bewust overal jaarbasis en periode van één jaar. Want wat denkt u dat de bandbreedte is van het te verwachten rendement over een periode van vijf jaar? Beleggen doen we toch niet één jaar?

Een standaarddeviatie van 9% op jaarbasis betekent een standaarddeviatie van ongeveer 20% voor een periode van vijf jaar. Dit is te berekenen door de jaarlijkse standaarddeviatie te vermenigvuldigen met de wortel van het aantal jaren. In dit geval is dat wortel 5 (2,236) x 9% is 20%.

Standaarddeviatie (n jaar)	=	standaarddeviatie 1 jaar	*√n jaar
-----------------------------------	---	---------------------------------	-----------------

Met 95,6% statistische zekerheid kan vervolgens gesteld worden dat het rendement van de portefeuille over een periode van vijf jaar ligt tussen de bandbreedte -11,85% en +68,65%. Zoals u wellicht ziet is de ondergrens iets beter geworden en de bovengrens aanzienlijk hoger. Dit heeft er alles mee te maken dat hoe langer er wordt belegd, hoe groter de kans is dat het jaarrendement richting het gemiddelde rendement gaat en minder gevoelig is voor de uitschieter in één jaar.

Alle goede bedoelingen ten spijt zal een klant zich nog steeds moeilijk een beeld kunnen vormen wat nu zijn risico is. Het wordt al wat concreter als we geen percentages zouden noemen maar bedragen. Het liefst nog bedragen die in lijn liggen met de inleg van de klant.

Wat wellicht wel onmiskenbaar duidelijk is geworden is dat de risicometer een bandbreedte geeft van de standaarddeviatie op jaarbasis van de portefeuille die zich maar moeilijk laat omrekenen naar bovengenoemde percentages. Ook geeft de risicometer niet het echt een antwoord op de vraag: Welk risico loop ik, laat staan wat kan ik verliezen?

De ene appel is de andere niet

De achterliggende rekentechniek van de risicometer wordt meestal toegepast voor de (interactieve) scenarioanalyse. Het voordeel daarvan is dat het rekenwerk wordt gedaan en dat er een visuele weergave wordt gegeven voor de te verwachten eindwaarden bij verschillende looptijden en bandbreedte. Maar ook daarin zit een grote valkuil.



Het aandeel Royal Dutch en het aandeel BE Semiconductor Industries. Wat hebben ze gemeen als het gaat om risico? Weinig in mijn optiek, behalve dat het allebei aandelen zijn. Als we de methodiek van de risicometer volgen (en daarmee ook veelal die van de scenarioanalyses) dan moeten we elk effect in de portefeuille toedelen aan één van de dertien beleggingscategorieën die zijn benoemd door de VBA. Voor aandelenbeleggingen is de keuze: Aandelen ontwikkelde markten of Aandelen opkomende markten.

Dit betekent in dit voorbeeld dat zowel het aandeel Royal Dutch alsmede het aandeel BE Semiconductor Industries in de categorie Aandelen ontwikkelde markten worden ingedeeld met een gemiddelde jaarlijkse standaarddeviatie van 14,5%. Juist. Daar gaat het eigenlijk alweer (!) fout. De historische jaarlijkse standaarddeviatie van Royal Dutch is 17% en die van het aandeel BE Semiconductor Industries 39%. Op deze wijze kunnen portefeuilles met zeer beweeglijke aandelen zoals BE Semiconductor Industries een geheel vertekend beeld geven aan de klant als het gaat om risico tonen op deze wijze. Het feit dat er weer een aanname wordt gemaakt (alle *aandelen ontwikkelde markten* hebben ongeveer dezelfde beweeglijkheid/standaarddeviatie) geeft ruis en

zorgt ervoor dat je steeds verder van de realiteit afraakt.

Gokken

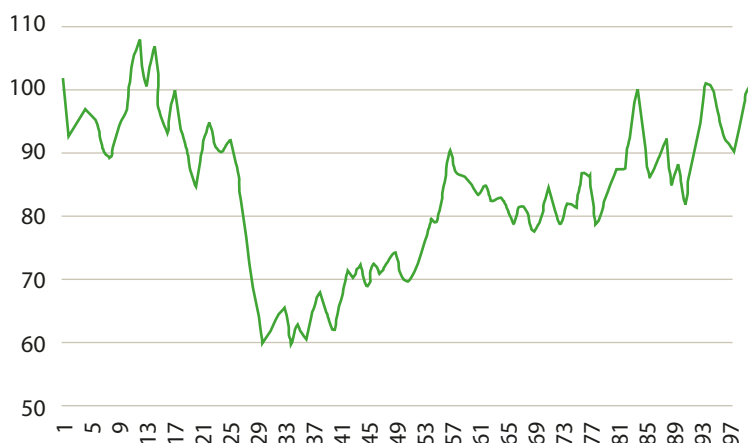
Het is misschien even een rare zijspiong, maar als we het hebben over gokken of meedoen aan de loterij dan krijgen we wel antwoord op de vraag: “Wat kan ik verliezen?” Antwoord: Je kunt je gehele inleg verliezen. Iedereen die meedoet aan bijvoorbeeld de staatsloterij weet dit. Ook weten we allemaal dat de kans dat we de inleg kwijt zijn heel groot is. Ook weten we dat de kans klein is dat we een bedrag winnen dat boven de inleg ligt, laat staan dat we de hoofdprijs binnenhalen met de inleg. En aan gokken en loterijen doen juist heel veel mensen mee. Waarom? We willen allemaal een kans maken op die hoofdprijs en nu komt het, we weten wat we kwijt kunnen raken. Hé, dat klinkt bekend.

Maximum Drawdown

De *maximum drawdown* is de grootste procentuele daling ooit vanaf een historische piek van de portefeuille tot het laagste opeenvolgende waarde van de portefeuille. De maximum drawdown wordt uitgedrukt als percentage van het koersniveau waarop de grootste daling ooit begon. Feitelijk is de maximum drawdown dus het maximale verlies dat een participant met die portefeuille heeft kunnen realiseren door in en uit te stappen op de slechtst mogelijke momenten in het verleden.

Een voorbeeld. In de grafiek hiernaast toon ik een fictief koersverloop over één jaar van een portefeuille. De hoogste waarde in die periode is 105 en de laagste waarde 59. De maximum drawdown is hier 43% of wellicht nog duidelijker, de maximum drawdown als bedrag. In dit geval € 46.

De maximum drawdown als percentage is te berekenen door het verschil tussen de hoogste en





laagste waarde ($105 - 59 = 46$) te delen door de hoogste waarde (105). Oh ja, de standaarddeviatie van deze portefeuille is 5,39%.

De waarde van de maximum drawdown wijkt significant af van de standaarddeviatie. Met die standaarddeviatie is in dit voorbeeld op geen enkele wijze een goed beeld te schetsen van het risico van deze portefeuille. Ook al nemen we hier 95,6% statistische zekerheid (2 x de standaarddeviatie), 99% statistische zekerheid (3 x de standaarddeviatie) of zelf 99,9% statistische zekerheid (4 x de standaarddeviatie) dan komen we niet op de helft van de berekende maximum drawdown.

En dit is niet eens een extreem voorbeeld! Want het koersverloop van deze portefeuille zou zomaar het koersverloop van de AEX-index in 2008 kunnen zijn. Weliswaar is de portefeuille na één jaar in dit voorbeeld ongeveer geëindigd alwaar deze begon. De klanten in deze portefeuille zouden flink geschrokken zijn als ze een risico is voorgehouden op basis van de risicometer/scenarioanalyse. Wellicht zijn ze wel zo hard geschrokken dat ze tussentijds zijn uitgestapt (of moesten uitstappen).

De maximum drawdown geeft glashard het maximale verlies aan in een periode. Een maximaal verlies welke wellicht enkelen ook daadwerkelijk hebben gehad. Maar dat is niet het belangrijkste.

Het toont het maximale verlies dat je kunt lopen. Ook al is dit in het verleden zo geweest. Het geeft een beter te verwachten risico in de toekomst en wellicht het belangrijkste.

De maximum drawdown geeft antwoord op de vraag van de klant "Wat kan ik verliezen?". Geen moeilijke berekening maar een cijfer/percentage dat gemakkelijk te berekenen is met gebruik van de daadwerkelijke historische rendementen van een portefeuille van een aanbieder.

Tot slot

Wat kan een klant met de beweeglijkheid die de meeste aanbieders geven als het gaat om risico? Het antwoord daarop lijkt me duidelijk. De beweeglijkheid van een portefeuille heeft raakvlakken met wat er daadwerkelijk verloren kan worden met diezelfde portefeuille, maar het is niet hetzelfde. Maximum drawdown sluit veel beter aan met wat de klant onder risico verstaat en geeft in elke geval een maximaal te lopen verlies, welke zich in het verleden heeft voorgedaan in een portefeuille die de klant nu wenst aan te gaan. Ik sluit af met een gewetensvraag aan u als lezer. Wat gaat u vertellen aan de klant als deze aan u vraagt wat het risico is van zijn portefeuille/profiel?

Ik beantwoord meer dan graag de vragen die u heeft naar aanleiding van dit artikel.



Lodewijk van Meel
Directeur Post Vermogens-
beheer