

Het echte meetbare risico bij beleggen

VFP 2019/75

Bij beleggen zijn er in de basis slechts drie vragen waar (potentiële) beleggers een antwoord op willen hebben:

- 1 Wat is het rendement?
- 2 Wat zijn de kosten?
- 3 Wat is het risico?

Op de eerste twee vragen, 'Wat is het rendement?' en 'Wat zijn de kosten?', wordt door de meeste partijen in de markt veelal nog wel een duidelijk antwoord gegeven. Echter, als het gaat om de laatste vraag: 'Wat is het risico?' dan laten de antwoorden zwaar te wensen over en geven ze eerder onduidelijkheid dan opheldering. In dit artikel ga ik de antwoorden aangaande risico bij beleggen van veel aanbieders doorgronden en in jip-en-janneketaal het risico beschrijven. Ik houd de standpunten van de AFM aangaande dit onderwerp zoals verwoord in de leidraden tegen het licht. Ook geef ik aan hoe je wel een duidelijk antwoord kunt krijgen op de vraag: Wat is het risico?

Inleiding

Voor de AFM, financieel adviseurs, verzekeraars, grootbanken en de meeste vermogensbeheerders, is het blijkbaar moeilijk om het risico terug te brengen naar een hapklare brok informatie voor de klant. En dat terwijl het risico een belangrijke, zo niet de belangrijkste vraag is die speelt bij beleggers. Alle goede bedoelingen en inspanningen ten spijt heb ik in de afgelopen twintig jaar eigenlijk geen relevante breed gedragen ontwikkeling gezien op dit terrein welke een duidelijk antwoord geeft aan de belegger aangaande het risico. En dat terwijl het in mijn optiek wel kan!

En als ik zeg risico dan bedoel ik eigenlijk: 'wat kan ik verliezen?', want dat is natuurlijk de achterliggende reden van de vraag. Een belegger wil simpelweg een antwoord op de vraag van wat hij kan kwijtraken op zijn inleg of wat hij kan verliezen gedurende zijn periode dat hij gaat beleggen.

Beleggen is voor velen een ongrijpbaar iets alwaar ze zo goed mogelijk grip en inzicht in proberen te verschaffen. Een belangrijke reden voor velen om niet te beleggen is dat ze niet kunnen inschatten wat het risico is dat ze aangaan.

En of die belegger nu gaat beleggen met € 1000 of met € 100.000, het moet toch mogelijk zijn om het risico in een percentage of bedrag uit te rekenen en aan die klant te tonen. En ja, het blijft een inschatting van een mogelijk verlies. Maar dat geldt ook voor het toekomstig ingeschatte rendement. Ik begin de zoektocht naar het verlossende antwoord met de wijze hoe nu het risico wordt getoond.

¹ L. van Meel is directeur bij Post Vermogensbeheer.

Risico volgens de AFM

De AFM heeft veel nuttige leidraden opgesteld.² Zo ook over het risico en risicoprofiel. De AFM vindt het wenselijk dat financiële ondernemingen de informatie over de risico's van een risicoprofiel grafisch weergeven. De NVB³ heeft een risicometer opgesteld, waar de AFM het gebruik van toejuicht. De risicometer is een grafische weergave van het risico van de beleggingen in het risicoprofiel. De risicomaatstaf die voor de berekening van de risicometer 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. Bovenstaande passage komt uit de leidraad 'Informatie over risicoprofielen - Aanbevelingen voor een betere aansluiting tussen beleggingen en risicoprofielen'.

Nou dat klinkt goed. Ik geef u direct een voorbeeld van deze risicometer.

Kunt u zo een-twee-drie aangeven wat het risico is van een belegging of beleggingsportefeuille (lees: wat kan ik verliezen?) behorend bij figuur 1?

Figuur 1



In de praktijk blijkt dat het moeilijk is om op basis van de risicometer een antwoord te geven op deze vraag.

Ikzelf moet dan echt de bijbehorende kenmerken en specificaties van de risicometer erbij halen om überhaupt een idee te vormen wat er nou wordt bedoeld met dit figuur. De AFM juicht dus deze risicometer toe als een grafische weergave van het risico van de beleggingen in het risicoprofiel. Op basis van de risicometer zou je makkelijk risicoprofielen moeten kunnen vergelijken. Het initiatief is absoluut goed, maar mist zijn doel in de praktijk is mijn opvatting.

² Voor een overzicht zie de website van AFM: www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/leidraden-bu; Onder andere: De klant in beeld (p. 38 e.v.), Informatie over risicoprofielen (p. 13 e.v.).
³ Nederlandse Vereniging van Banken.

De AFM ontleent veel van haar inzichten van de CFA Society VBA Netherlands ('CFA'). In de vele leidraden van de AFM wordt veelvuldig naar publicaties van de CFA verwezen. De inmiddels jaarlijks door de CFA gepubliceerde 'Risicostandaarden beleggingen' is een belangrijke.

In dat stuk wordt de beweeglijkheid van de beleggingen (standaarddeviatie) aangehaald als belangrijkste maatstaf van het risico van de beleggingen.

De standaarddeviatie is echter een vereenvoudigde maatstaf voor risico. Dit wordt overigens ook zo aangegeven in het document, door te stellen dat de standaarddeviatie veelal een onderschatting geeft van het feitelijke risico ten tijde van stress in de financiële markten. Op één pagina in bovengenoemd document van de CFA wordt dus aangegeven dat de standaarddeviatie de belangrijkste maatstaf is aangaande risico om deze stelling vervolgens te ontkrachten als het gaat om de betrouwbaarheid ervan. Dan moet je toch op zoek gaan naar een alternatief zou ik zeggen. Door naar het volgende.

Statistiek

De risicometer wordt niet door veel partijen gebruikt. Wat de meeste partijen wel gebruiken om klanten een idee te geven van het risico zijn het tonen van risicobandbreedtes van de beweeglijkheid. Dit gebeurt dan vaak cijfermatig of in een plaatje. In het laatste geval is het vaak een staafdiagram of ruitvormig figuur waarbij de uiteinden de onderste en bovenste bandbreedte aangeven van de beweging waarbinnen een portefeuille zich op jaarbasis kan bewegen met een statische zekerheid van veelal 95% of 99%.

Op deze wijze wordt snel aangegeven wat een portefeuille behorend bij een risicoprofiel naar verwachting aan rendement zou kunnen geven en waarbinnen de bewegingen zich gedurende een jaar kunnen afspelen. En zo op het eerste gezicht lijkt het dat deze methode duidelijkheid geeft aan de klant. Ik geef een voorbeeld van zo'n figuur (zie figuur 2) en oordeel zelf.

Bij dit voorbeeld is het te verwachten brutorendement van een effectenportefeuille met een profiel III 6,6%. Daarnaast kan deze portefeuille op jaarbasis een beweging laten zien met een statistische waarschijnlijkheid van 95% van +29% tot -15,8%.

De meeste klanten denken: oké, mijn risico is ongeveer -16%... klaar. Graag licht ik toe waarom ik van mening ben dat ook deze veelgebruikte methodiek niet de beste is voor het risico.

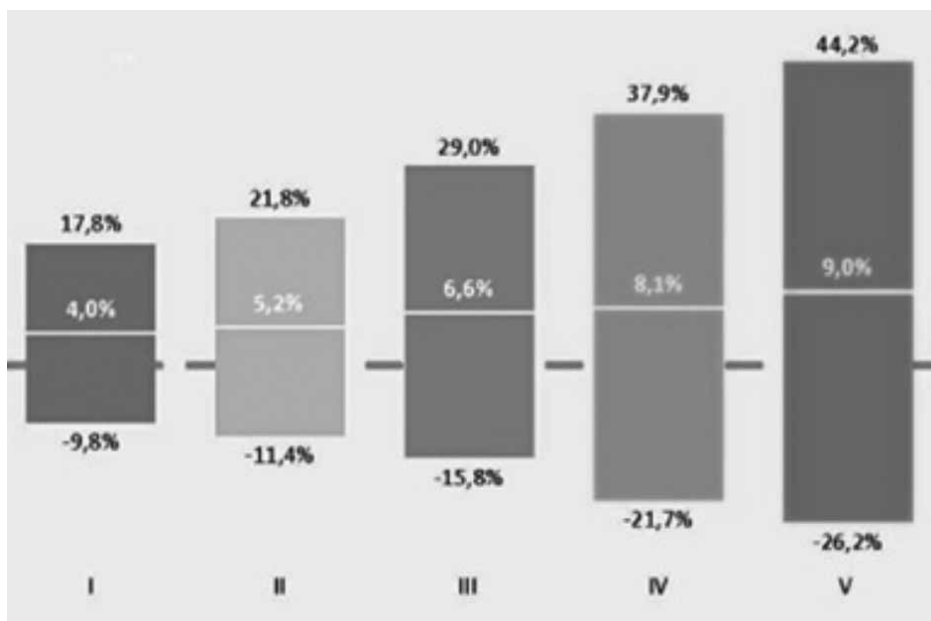
Met statistiek kun je een beetje gochelen en de uitkomsten tonen en sturen zoals je die wenst te tonen. De bekende schrijver Mark Twain heeft er een mooie quote voor 'There are three kinds of lies: lies, damned lies, and statistics'.

Allereerst wordt onterecht een hoge standaarddeviatie (hoge beweeglijkheid) synoniem gebracht als meer risicovol. Echter, een belegging die met hoge beweeglijkheid omhoog sprint, daar word ik heel vrolijk van. Het is de neerwaartse beweeglijkheid waarin ik geïnteresseerd ben.

Hoe normaal is de normale verdeling?

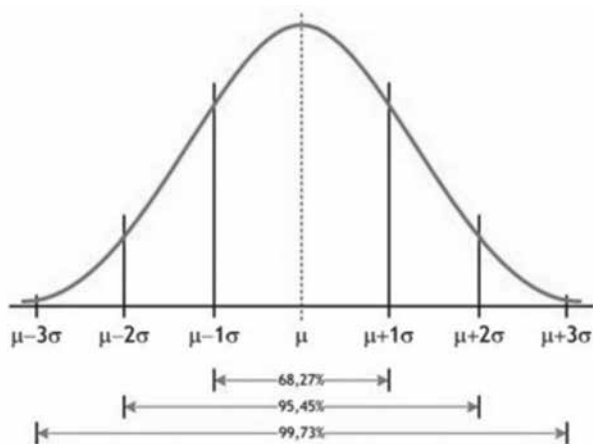
Maar ja, als we naar beneden gaan (stress in de financiële markten) geeft de standaarddeviatie veelal een onderschatting van het risico zoals de CFA al aangeeft. Deze onderschatting is een zeer terechte opmerking van de CFA. Deze onderschatting komt doordat de normale verdeling of gaussverdeling (genoemd naar de Duitse wiskundige

Figuur 2



Carl Friedrich Gauss) gebruikt wordt door alle partijen om daarmee het risico te kwantificeren. De normale verdeling wordt door de vorm ook wel klokkromme of gauss-curve genoemd, zie figuur 3.

Figuur 3 Gauss-kromme



Nu zijn veel verschijnselen te beschrijven met behulp van een normale verdeling. Het gaat dan om verschijnselen waarvan de verdeling symmetrisch geconcentreerd is rond een centrale waarde en afwijkingen van deze centrale waarde steeds onwaarschijnlijker worden naarmate de afwijking groter is.

Echter, de normale verdeling is niet altijd een goede benadering. Zeker als we het hebben over aandelenkoersen is het niet de beste methode. Zoals aangegeven zijn bij de normale verdeling de afwijkingen geconcentreerd rondom een centrale waarde. Ik geef een voorbeeld waarbij de normale verdeling prima gebruikt kan worden. De gemiddelde lengte van volwassen mannen en uitschieters zijn prima te verklaren met de normale verdeling. Aldaar zal er niet een volwassen man bij zijn van tien centimeter of tien meter. De lengte van volwassen mannen zijn, zoals de naam het al zegt, normaal verdeeld rondom de gemiddelde lengte. Een echte uitschieter zal daar niet voorkomen.

Hoe anders is het bij aandelenkoersen. Een aandeel kan van de één op de andere dag gewoon naar nul gaan; als het bedrijf bijvoorbeeld failliet gaat. Ook kan de aandelenkoers in één klap verdubbelen als er uitzonderlijk nieuws is; bijvoorbeeld een overname. Deze twee voorbeelden vertegenwoordigen een beweging van respectievelijk -100% en +100%. Het zijn juist deze bewegingen die bij de normale verdeling niet zullen voorkomen dan wel een kans hebben van één op 1 miljard dat ze voorkomen. Als je echter in de recente geschiedenis kijkt dan zie je dat dit soort bewegingen, maar ook andere minder extreme bewegingen, veel vaker voorkomen dan de normale verdeling voor mogelijk acht.

In dit artikel heb ik al een paar keer een 95% of soms zelfs 99% statistische zekerheid/kans genoemd. Wat wordt daarmee bedoeld? Die kans wordt berekend door de

standaarddeviatie (beweeglijkheid) van de portefeuille respectievelijk ongeveer 2 (bij 95%) dan wel 2,6 keer (bij 99%) van het gemiddelde te halen (zie figuur 3). In de praktijk zou dit moeten betekenen dat bij een 99% statistische zekerheid een situatie zich slechts één keer in 100 gevallen zou kunnen voordoen.

VOORBEELD:

Voor aandelen ontwikkelde landen geldt aldus de CFA een gemiddeld te verwachten rendement van 7% bruto op jaarbasis en een standaarddeviatie van 14,5%.⁴ Dit resulteert in een 99% scenario waarbij er slechts een kans is van 1% dat aandelen een verlies laten zien groter dan 30,7% in één jaar. $7\% - (2,6 \times 14,5\%) = 7\% - 37,7\% = -30,7\%$.

Even een check met de praktijk. De afgelopen 100 jaar hebben aandelen genoteerd in de ontwikkelde landen vaker dan één keer een verlies in één jaar laten zien groter dan 30%. Zo heeft onze eigen AEX-index sinds 1983 al drie keer een jaarverlies laten zien groter dan 30%... die 99% statistische zekerheid is zo gezien derhalve een puur statistisch gegeven in plaats van een realistische weergave van het verleden.

Maar wat dan? We weten nu dat de huidige wijze waarop het risico wordt gekwantificeerd een veel te rooskleurig beeld van het risico geeft. En dit geldt ook voor de meeste zo niet alle scenarioanalyses die ik tegenkom. Aldaar wordt namelijk bovenstaande methodiek gebruikt bij het genereren van scenarioanalyses.

U, de AFM en zeker uw klant hechten terecht een grote waarde aan een betrouwbaar antwoord op de vraag: 'Wat is het risico?'. Ook is het zwaar wenselijk dat geschetste beleggingsscenario's niet een te rooskleurig beeld afgeven. Bij de berekening van dit soort scenario's is de standaarddeviatie gemeengoed. Maar het kan anders en is heel makkelijk.

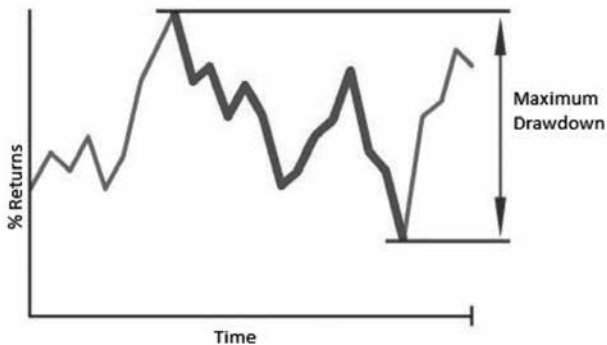
Voordat ik de 'oplossing' geef, geef ik eerst een voorbeeld.

MAXIMUM DRAWDOWN

Als je meespeelt met de Staatsloterij dan weet je vooraf dat de kans groot is dat je je gehele inleg verliest. De kans op een mooie geldprijs is heel klein. Eenieder die meespeelt, weet dit en gaat dit risico vaak keer op keer aan. Waarom? Je hebt vooraf antwoord gekregen op de drie vragen die men ook stelt bij beleggen. Eén: Wat is het rendement? Het rendement is naar verwachting -100%, maar kan ook astronomisch hoog zijn, al is de kans daarop nihil. Twee: Wat zijn de kosten? De kosten zijn de kosten voor het lot. En drie: Wat is het risico? Je kunt de gehele inleg kwijtraken. Punt.

4 CFA Society VBA Netherlands - Risicostandaarden beleggingen 2018.

Figuur 4



Met alle historische koersgegevens die voorhanden zijn wordt nu de standaarddeviatie berekend, zo ook door de CFA, AFM en andere partijen. Wat je ook kan doen met al die gegevens, is simpelweg het maximale verlies berekenen gedurende die gehele periode.

Dus gewoonweg vanaf de startdatum van de gegevensset de waarde nemen van een portefeuille of belegging en vervolgens kijken wat de laagste waarde in de gehele periode daarna is geweest. Dit proces blijf je herhalen totdat je aankomt bij de laatste waarde van de gegevensset. Het grootste verschil is de maximum drawdown⁵ en is gelijk aan het maximaal mogelijke verlies dat een belegger zou kunnen hebben gehad die op de top was ingestapt om vervolgens op de laagst mogelijke waarde daarna weer uit te stappen. De berekening is veel gemakkelijker en geeft een eerlijk antwoord op basis van de historische gegevens.

Dus als het maximale verlies voor de beleggingscategorie aandelen ontwikkelde landen -60% is geweest de afgelopen 100 jaar dan is -60% het te verwachte risico voor de beleggingscategorie aandelen ontwikkelde landen. Niet meer, niet minder. Met bovenstaande methode kun je aan iedereen gewoonweg een percentage of bedrag geven aan het mogelijke risico (lees: verlies) welke een klant aangaat met beleggen. Niks moeilijke berekeningen of geïmagineerd met cijfers en kansen.

Er zijn enkele partijen (niet veel) die de maximum drawdown tonen van de portefeuilles die ze aanbieden. Ik zou graag zien dat dit de standaard wordt, desnoods naast de bestaande. Ik heb hiertoe bovenstaande methodiek en toelichting ook aan de AFM gemeld. Helaas geen interesse aldaar.

Ik eindig met de vraag die u kunt stellen om het risico wel glashelder en duidelijk in beeld te krijgen: Wat is de

maximum drawdown van de portefeuille/belegging die u aanbiedt?

Ik wens u allen mooie realistische beleggingsrendementen toe en beantwoord meer dan graag vragen die u heeft naar aanleiding van dit artikel.

Informatie: lvmeel@postbv.nl

5 Maximum Drawdown is de grootste procentuele daling ooit vanaf een historische piek van de portefeuille tot de 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.