

# vba beleggingsprofessionals

## VBA RISICO- STANDAARDEN BELEGGINGEN 2017



*De standaard in kwaliteit en integriteit.*

---

Het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2017 bevat de aanbevelingen van VBA beleggingsprofessionals (VBA) met betrekking tot de te hanteren risicoparameters, standaarddeviaties en correlaties. Deze zijn van belang bij het maken van een kwantitatieve risicoanalyse van beleggingscategorieën en beleggingsportefeuilles. Het betreft een gedeeltelijke actualisatie van het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2016.

De actualisatie betreft met name de statistieken zelf. De historische analyse is nu doorgetrokken tot en met 2016. Voor de beschrijving van de beleggingscategorieën verwijzen wij naar het rapport van 2016. In dat rapport staat in bijlage 2 een beschrijving van de beleggingscategorieën en wordt ingegaan op de kwalitatieve risico's.

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.

# 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, voor degenen die in de dagelijkse praktijk bezig zijn met het selecteren van beleggingscategorieën dan wel construeren van portefeuilles. In 2010 lanceerde de VBA risicoparameters. In de praktijk is sindsdien gebleken dat de aanbevelingen van de VBA met name gebruikt worden binnen de beleggingsadvisering<sup>1</sup> van particuliere cliënten. Wij richten onze aanbevelingen in het rapport 2017 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 met 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 2017 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, waarbij wel dient te worden opgemerkt dat de volatiliteit sinds 2010 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 verwachtingen voor toekomstige rendementen.

<sup>1</sup> 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 een inschatting van de risicoparameters maken wij gebruik van historische data. Wij onthouden ons van voorspellingen omtrent toekomstige financieel-economische ontwikkelingen en scenario's. Ook houden wij geen rekening met de mate waarin de risicoparameters eventueel afhankelijk zijn van de economische situatie op het moment dat het beleggingsadvies gegeven wordt of met mean-reversion of juist mean-aversion effecten.
- 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 als gevolg van selectie domineert, hebben wij geabstraheerd van de betreffende beleggingscategorie. Dit betreft bijvoorbeeld private vastgoed beleggingen en private equity.
- 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 voor alle beleggingscategorieën gezamenlijk hebben we als startdatum 1999 genomen. Voor een aantal reeksen is een kortere periode gebruikt (zie bijlage). Voor sommige reeksen kan er desgewenst een langere historische periode worden gebruikt. Bij een langere historie zullen de risicoparameters wel afwijken en veelal een hogere risico-indicatie geven.
- De standaarddeviatie is een vereenvoudigde maatstaf voor risico. Risico laat zich niet eenvoudig vatten in een enkelvoudig getal. Zo zijn er risico's die zich niet makkelijk laten kwantificeren, zoals het illiquiditeitsrisico. Daarnaast zal de standaarddeviatie veelal een onderschatting geven van het feitelijke risico ten tijde van stress in de financiële markten.

- 
- 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 hedge funds uitschieters in rendementen naar boven en naar beneden uitsmeren over de tijd. Verder is het aantal hedge funds dat in een index wordt meegenomen vaak beperkt ten opzichte van het universum en fluctueert de samenstelling sterk door 'survivorship bias' of doordat fondsen sluiten. De waarde en volatiliteit worden ook beïnvloed doordat de index vaak slechts een maandelijkse notering heeft. Het resultaat is dat de standaarddeviatie en de correlatie met andere beleggingscategorieën worden gedrukt.
  - In geval van vastrentende beleggingscategorieën is het van belang dat de duration van de beleggingsportefeuille vergeleken wordt met de duration van de gehanteerde benchmark. Bij een hogere duration is de volatiliteit hoger.
  - In de praktijk kan het beleid met betrekking tot de afdekking van valutarisico's verschillen. Wij gaan uit van euro rendementen waarbij het valutarisico niet is afgedekt.
  - Bij het samenstellen van portefeuilles is het belangrijk voor de inschatting van het risico om zowel naar de volatiliteit als de correlatie te kijken. Een beleggingscategorie met een relatief hoge volatiliteit kan door correlatie-effecten veel minder risicovol zijn in een portefeuillecontext dan alleen het volatiliteitscijfer doet vermoeden.

In bijlage 1 zijn de gehanteerde referentie indices opgenomen.

Omdat vanuit de standaarddeviaties van en correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën alleen een eerste indruk verkregen kan worden omtrent het kwantitatieve risicoprofiel, verwijzen wij naar bijlage 2 van het vorig jaar verschenen rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2016 voor een meer kwalitatieve beschrijving van de onderscheiden beleggingscategorieën en risico's.

# BELEGGINGSCATEGORIEËN

Op grond van de genoemde uitgangspunten onderscheiden wij 13 verschillende (sub)beleggingscategorieën. Er zijn geen wijzigingen ten opzichte van het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2016.

Beleggingscategorie	Standaarddeviatie
Liquiditeiten	0 - 1%
<b>Staatsleningen</b>	
• Staatsleningen euro AAA-AA	3 - 5%
• Staatsleningen EMU	3 - 5%
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	10 - 14%
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	7 - 11%
<b>Bedrijfsobligaties (credits)</b>	
• Investment grade bedrijfsobligaties euro	3 - 5%
• Investment grade bedrijfsobligaties niet-euro	6 - 8%
• Hoogrentende bedrijfsobligaties (wereldwijd)	9 - 13%
<b>Aandelen</b>	
• Aandelen ontwikkelde markten	12 - 17%
• Aandelen opkomende markten	18 - 23%
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>	16 - 21%
<b>Alternatieve beleggingen</b>	
• Hedge funds	7 - 12%
• Grondstoffen	20 - 25%

Vergeleken met het rapport Risicostandaarden Beleggingen 2016 is alleen de bandbreedte voor de volatiliteit voor liquiditeiten aangepast. Deze is enigszins verlaagd. De overige berekende volatiliteiten over de periode 1999-2016 vallen binnen de bandbreedtes van het rapport 2016.

Enkele correlatiecijfers zijn aangepast ten opzichte van de standaarden 2016. Door kleine veranderingen valt in sommige gevallen de afronding anders uit. Dit geldt met name voor liquiditeiten.

# CORRELATIEMATRIX

	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	0	0	0	0	0	-0,2	-0,2	0	-0,2	0	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	0,2	0,2	0,6	0,4	0	-0,2	-0,2	0,2	0	-0,2
Staatsleningen opkomend (harde valuta)				1	0,8	0,2	0,8	0,8	0,6	0,4	0,6	0,8	0,2
Staatsleningen opkomend (lokale valuta)					1	0,4	0,6	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	0,8	0,4	0,2	0,4	0,8	0
Hoogrentende bedrijfsobligaties								1	0,6	0,6	0,6	0,8	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	0,4	0,2
Hedge funds												1	0,2
Grondstoffen													1

In vergelijking met het rapport 2016 is de correlatie van liquiditeiten met bedrijfsobligaties nu minder negatief. De correlatie tussen staatsleningen opkomende landen in lokale valuta (EMD LC) en onroerend goed, hedge funds en grondstoffen is eveneens iets hoger, terwijl de correlaties tussen EMD LC en bedrijfsobligaties in euros iets lager is. Dit betekent dat per saldo de correlaties in 2016 iets verder zijn toegenomen.


# GEHANTEERDE REFERENTIE INDICES

Beleggingscategorie	Referentie indices	Datahorizon
<b>Liquiditeiten</b>	1-maands Eonia	jan 1999 - dec 2016
<b>Staatsleningen</b>		
• Staatsleningen euro AAA-AA	The BofA Merrill Lynch AAA-AA Euro Government Index	jan 1999 - dec 2016
• Staatsleningen EMU	The BofA Merrill Lynch Euro Government Index	jan 1999 - dec 2016
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	J.P. Morgan EMBI Global Composite unhedged in EUR	feb 1999 - dec 2016
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	JPMorgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged EUR	<b>jan 2003 - dec 2016</b>
<b>Bedrijfsobligaties (credits)</b>		
• Investment grade bedrijfsobligaties euro	The BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index	jan 1999 - dec 2016
• Investment grade bedrijfsobligaties niet-euro	The BofA Merrill Lynch Global Corporate Index	jan 1999 - dec 2016
• Hoogrentende bedrijfsobligaties (wereldwijd)	The BofA Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index	jan 1999 - dec 2016
<b>Aandelen</b>		
• Aandelen ontwikkelde markten	MSCI World DM Index	jan 1999 - dec 2016
• Aandelen opkomende markten	MSCI Emerging Markets Index	<b>jan 2001 - dec 2016</b>
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	<b>mrt 2005 - dec 2016</b>
<b>Alternatieve beleggingen</b>		
• Hedge funds	HFRX Global Hedge Fund Index	feb 1999 - dec 2016
• Grondstoffen	S&P GSCI Total Return CME	feb 1999 - dec 2016

In vergelijking met het rapport van 2016 zijn bij hedge funds de data van de hedge fund index CSFB Tremont en bij grondstoffen de data van de Bloomberg Commodity index niet meer meegenomen.



vormgeving en realisatie:

 az grafisch serviceburo bv, Den Haag. [www.az-gsb.nl](http://www.az-gsb.nl)



EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION  
OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

## **vba**beleggingsprofessionals

Gustav Mahlerplein 109-111  
1082 MS Amsterdam  
telefoon: 020 - 618 2812  
e-mail: [secretariaat@nvba.nl](mailto:secretariaat@nvba.nl)  
[www.vbabeleggingsprofessionals.nl](http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl)