



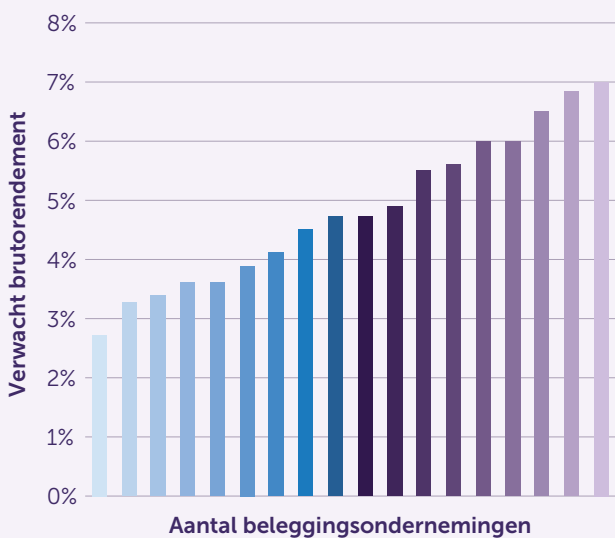
In het kort

- Beleggingsondernemingen gebruiken heel verschillende methodes om tot een verwacht rendement te komen voor de verschillende beleggingscategorieën. Dit blijkt uit onderzoek van de AFM onder 18 beleggingsondernemingen.
- Het baart de AFM zorgen dat er aanzienlijke verschillen zijn in de markt. Mogelijk betekent dit dat een deel van de verwachte rendementen niet realistisch is.
- De methoden om het risico van een portefeuille te bepalen, lopen minder uiteen.

Door beleggingsondernemingen gehanteerde verwachte rendementen op neutrale portefeuilles lopen flink uiteen

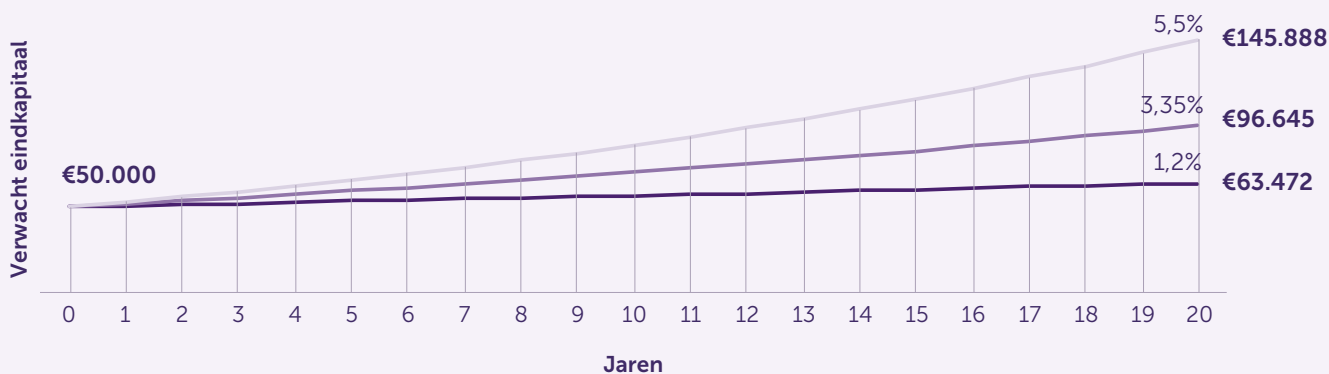
De AFM heeft in het derde kwartaal van 2021 aan 18 beleggingsondernemingen gevraagd met welk verwacht brutojaarrendement op de lange termijn zij rekenen voor een portefeuille met een neutraal profiel. Dit liep uiteen tussen de 2,7% en 7% op jaarbasis.

Spreiding in verwachte brutorendementen neutrale portefeuilles van 2,7% tot 7%



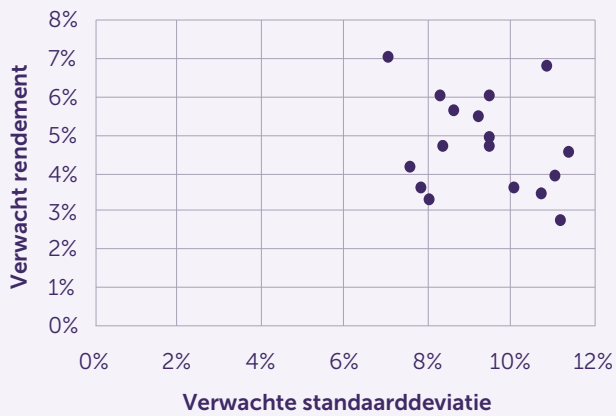
Uit onderstaande grafiek blijkt dat het een groot verschil maakt of een beleggingsonderneming rekent met een verwacht brutorendement van 7% of van 2,7% bij een langetermijnbelegging. Hierdoor ontstaan enorme verschillen in uitkomsten in de haalbaarheidsanalyse. (In de grafiek is gerekend met nettorendementen van 1,2% tot 5,5% per jaar, uitgaande van een fictief kostenpercentage van 1,5%.) Bij een inleg van €50.000 en een beleggingshorizon van 20 jaar komt het verwachte eindkapitaal bij 1,2% nettorendement op €63.472. Bij een verwacht nettorendement van 5,5% komt het verwachte eindkapitaal op meer dan het dubbele, namelijk €145.888. Dit betekent dat beleggingsondernemingen beleggers bij gelijke inleg en gelijk profiel heel verschillende verwachte eindkapitalen voorhouden. Wanneer de verwachte rendementen niet realistisch zijn, kunnen de beoogde eindkapitalen niet gehaald worden. Dit kan een teleurstelling voor de belegger betekenen die een te hoog eindkapitaal is voorgehouden.

Bij een gelijke inleg van €50.000 en verschillende verwachte nettorendementen ontstaan enorme verschillen in verwacht eindkapitaal

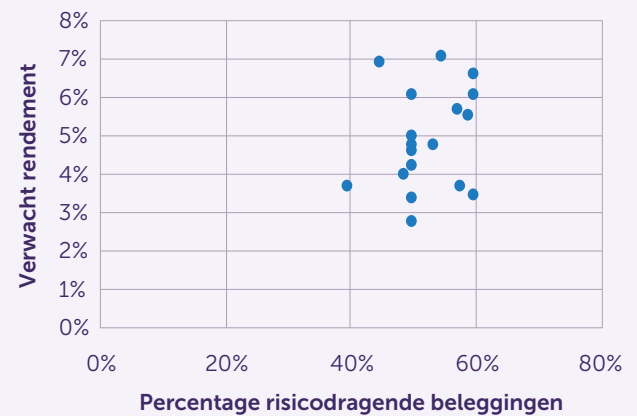


Uiteraard is het ene neutrale profiel, het andere niet, de precieze assetallocatie verschilt per onderneming. De grote mate van spreiding in het verwacht rendement is echter niet uitsluitend te verklaren door het risico in de portefeuilles.

Verschillen in verwacht rendement worden niet verklaard door de standaarddeviatie

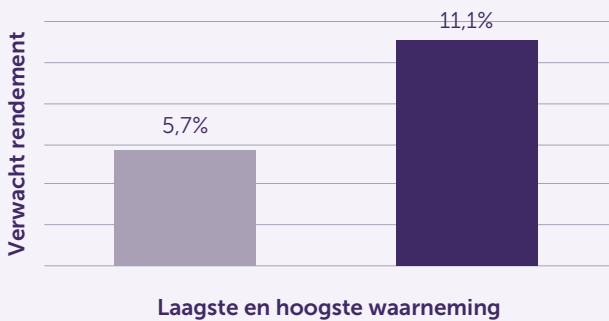


Verschillen in verwacht rendement worden niet verklaard door het percentage risicodragende beleggingen

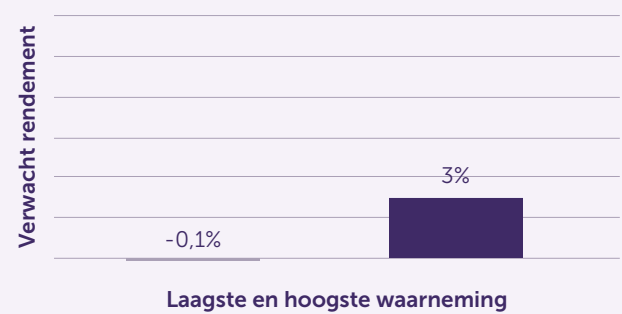


De spreiding komt (grotendeels) voort uit het feit dat beleggingsondernemingen andere verwachte rendementen hanteren voor de verschillende beleggingscategorieën: het verwachte brutojaarrendement op aandelen dat de bevroegde beleggingsondernemingen hanteerden, liep uiteen van 5,7% tot 11,1%, dat op staatsobligaties (van hoge kwaliteit) liep uiteen van -0,1% tot 3,0%, dat op investment grade bedrijfsobligaties van 0,7% tot 3,7% en dat op high yield bedrijfsobligaties van 2,3% tot 7%. Niet alle ondervraagde beleggingsondernemingen hanteren dezelfde onderverdeling van beleggingscategorieën. Onderstaande grafieken zijn gebaseerd op de beleggingscategorieën die ondernemingen zelf onderscheidde en aan de AFM gerapporteerd hebben.

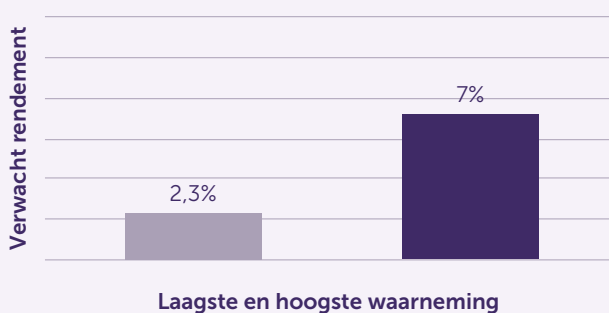
Aandelen



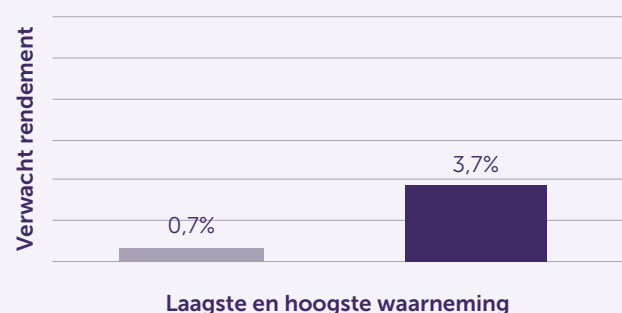
Staatsobligaties



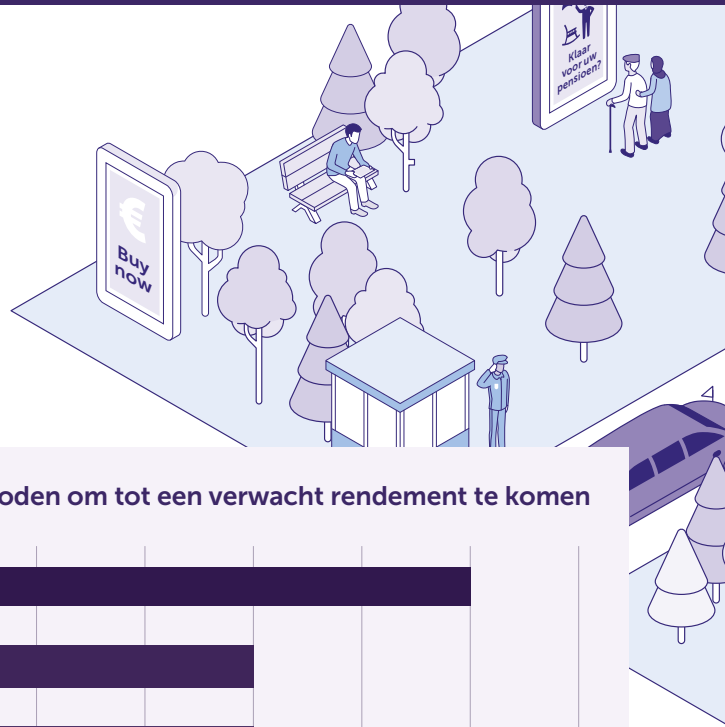
High yield bedrijfsobligaties



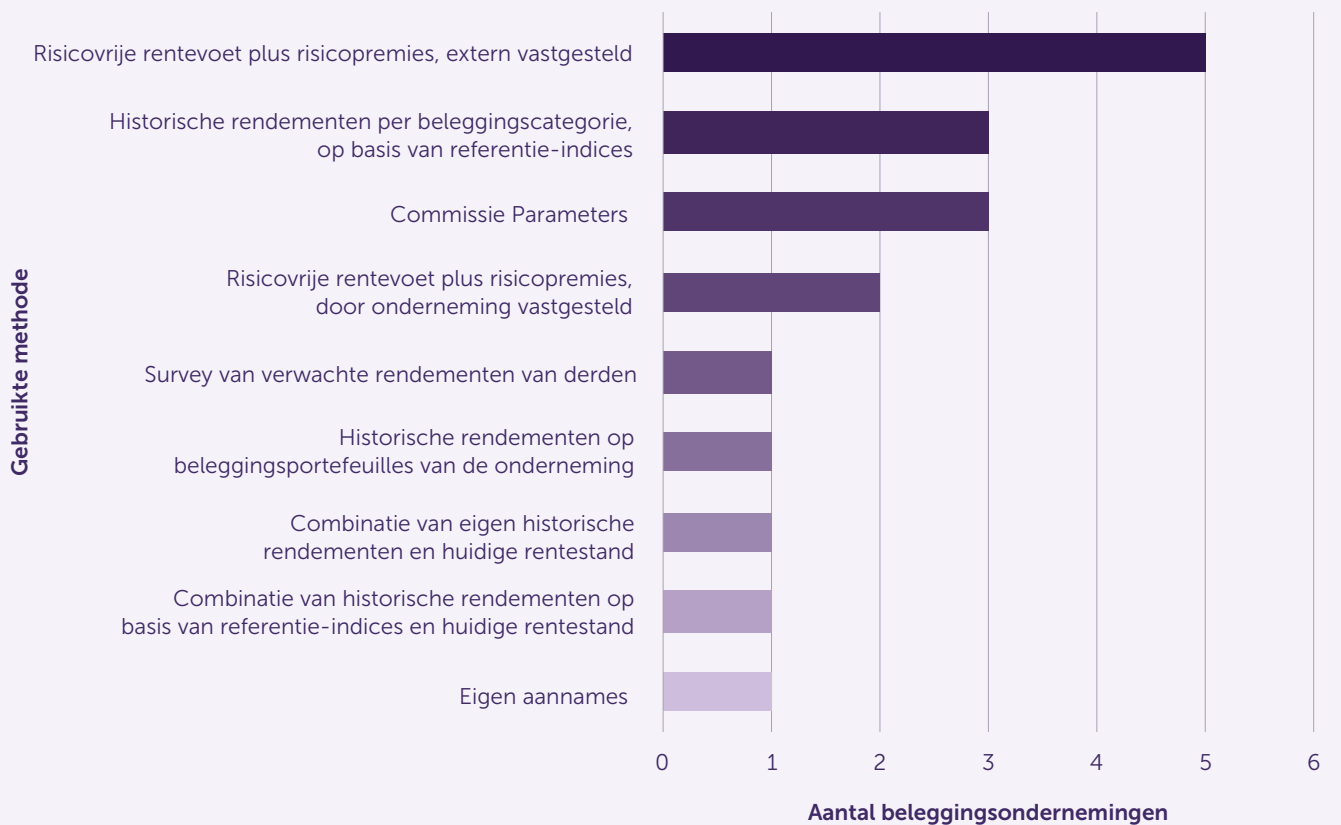
Investment grade bedrijfsobligaties



Een belangrijke reden dat beleggingsondernemingen verschillende verwachte rendementen hanteren is dat zij op heel verschillende manieren de verwachte rendementen vaststellen. De meeste beleggingsondernemingen geven aan dat zij dit bepalen op basis van de risicovrije rentevoet en de geldende risicopremies die door externen zijn vastgesteld. Sommigen baseren zich op de Commissie Parameters, die voor pensioenbeleggers de te hanteren verwachte rendementen vaststelt. Andere beleggingsondernemingen gaan (deels) uit van door hen zelf behaalde rendementen of eigen aannames.



Beleggingsondernemingen gebruiken uiteenlopende methoden om tot een verwacht rendement te komen



Standpunt AFM

Het baart de AFM zorgen dat er aanzienlijke verschillen zijn in de markt. Mogelijk betekent dit dat een deel van de verwachte rendementen niet realistisch is. Dat kan leiden tot verwachtingen bij beleggers die niet waargemaakt kunnen worden.

Een deel van de beleggingsondernemingen baseert het verwacht rendement op historische rendementen. De sterk gedaalde rente in de afgelopen jaren heeft geleid tot hoge

historische rendementen op obligaties, aandelen en andere beleggings categorieën. Een groot deel van het (euro-gedomineerde) obligatie-universum kende ten tijde van dit onderzoek effectieve rendementen die negatief waren. Dit heeft geleid tot een beleggingsomgeving die uniek is en fors afwijkt van de omgeving zoals we die steeds kenden tot een paar jaar geleden. De vraag is dan ook of historische rendementen onverkort of nagenoeg onverkort doorgetrokken kunnen worden naar verwachte rendementen in de toekomst.

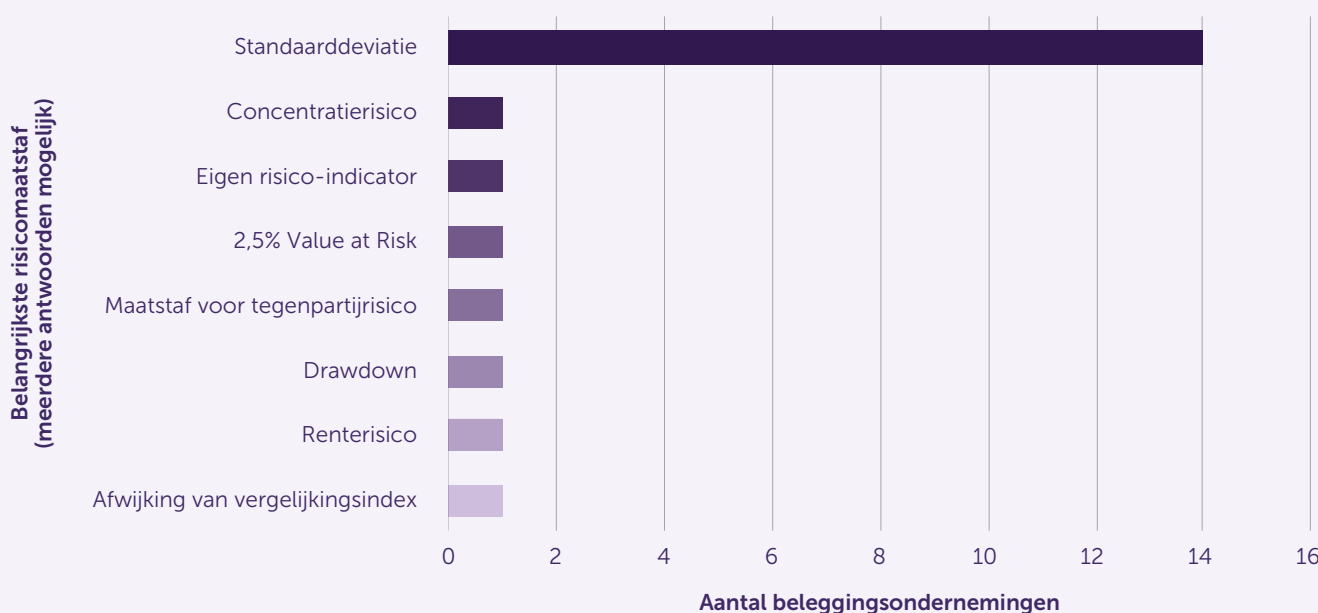
Standaarddeviatie is meest gehanteerde risicomaatstaf

De AFM heeft ook gevraagd welke risico's beleggingsondernemingen meenemen bij het bepalen van het risico van een portefeuille. Standaarddeviatie blijkt de belangrijkste risicomaatstaf voor alle beleggingsondernemingen. Het merendeel van de beleggingsondernemingen gebruikt als bron CFA-VBA. Cijfers worden door CFA-VBA jaarlijks geactualiseerd en de gegevens worden berekend over een lange historie.

Standpunt AFM

De AFM onderstreept het belang van het meewegen van andere risico's dan alleen volatiliteit. Uit dit onderzoek blijkt in zijn algemeenheid wel dat overige risico's, zoals valuta- en liquiditeitsrisico, bij de meeste beleggingsondernemingen worden onderkend en geadresseerd. Wel concludeert de AFM dat beleggingsondernemingen nog beter kunnen kijken naar de aansluiting tussen hun eigen portefeuilles en de gebruikte assumpties bij de berekening van de standaarddeviatie.

De meeste beleggingsondernemingen hanteren standaarddeviatie als de belangrijkste risicomaatstaf



Verantwoording

Dit onderzoek is een vervolg op een onderzoek uit 2020 naar de geschiktheid van beleggingsportefeuilles. In het onderzoek uit 2020 kwam naar voren dat beleggingsondernemingen sterk uiteenlopende uitgangspunten gebruiken voor de berekening van verwachte rendementen en risico's van de portefeuilles.

De AFM baseert de informatie in dit document op een vragenlijst die in september 2021 door 18 (bank)beleggingsondernemingen van verschillende omvang is ingevuld. In deze vragenlijst heeft de AFM beleggingsondernemingen gevraagd naar kenmerken van een 'neutrale portefeuille', wat we uitleggen als een portefeuille met ca. 50% risicodragende beleggingscategorieën en ca. 50% risicomijdende beleggingscategorieën. Als een beleggingsonderneming meerdere concepten met daarin een neutraal profiel aanbiedt, dan is gevraagd de gegevens te verstrekken voor het concept met de laagste instapdrempel qua belegd vermogen.

Daarnaast zijn met een aantal ondernemingen verdiepende gesprekken gevoerd en zijn aan een aantal ondernemingen per email of telefoon vragen gesteld ter verheldering. De AFM heeft vertrouwd op de antwoorden van de beleggingsondernemingen en deze niet gecontroleerd.

Het belang van reële verwachtingen wordt ook onderkend door brancheorganisaties. In de 'Handreiking beleggingsbeleid particuliere cliënten' uit 2015, opgesteld door een aantal brancheorganisaties, wordt opgemerkt dat er voor beleggingsondernemingen de prikkel bestaat "om te werken met zo gunstig mogelijke aannames omdat daarmee uiteindelijk een hoger verwacht rendement of lager verwacht risico aan de cliënt geboden kan worden. De beleggingsonderneming dient voor zichzelf scherp te hebben waarop haar aannames gebaseerd zijn en zorg te dragen voor reële verwachtingen."