

Tilburg University

## Belang en beperkingen van het schema van voorbeeldwaarden in de nieuwe Financiële Bijsluiter

Nijman, T.E.

*Published in:*  
Vakblad Financiële Planning

*Publication date:*  
2002

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Nijman, T. E. (2002). Belang en beperkingen van het schema van voorbeeldwaarden in de nieuwe Financiële Bijsluiter. *Vakblad Financiële Planning*, 7(3), 7-11.

### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# Belang en beperkingen van het schema van voorbeeldwaarden in de nieuwe Financiële Bijsluiter<sup>1</sup>

Per 1 juli 2002 wordt de Financiële Bijsluiter in Nederland ingevoerd. Deze Bijsluiter beoogt de belangrijkste kenmerken en risico's van een financieel product weer te geven, zodat de consument zich snel en (relatief) eenvoudig een oordeel kan vormen over de aard van het product dat hij overweegt te kopen. Bovendien is de hoop dat de Bijsluiter verschillende producten van eenzelfde soort beter vergelijkbaar zal maken en de keuze tussen verschillende soorten producten voor consumenten zal vereenvoudigen. Een schema van voorbeeldwaarden bij verkoop of afloop neemt een belangrijke plaats in in de nieuwe Financiële Bijsluiter. In dit artikel wordt ingegaan op het belang en de beperkingen van dit schema van voorbeeldwaarden. Zowel het informatiegehalte voor de consument, mogelijke problemen bij de invulling van de tabel door de aanbieder van het financiële product als de mogelijkheid van adequaat toezicht zullen aan de orde worden gesteld.

Prof. dr. Th.E. Nijman

## DE NIEUWE STANDAARDTEKSTEN

In de Financiële Bijsluiter zal de alom bekende waarschuwing 'rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst' worden vervangen door nieuwe standaardteksten. Daar lijkt ook alle aanleiding toe, omdat deze waarschuwing momenteel dezelfde is bij beleggen in obligatiefondsen als bij vele malen risicovollere beleggingsvormen, waaronder vormen van aandelenlease. Het is dan ook nauwelijks verbazingwekkend dat uit onderzoek in opdracht van de Raad van Financiële Toezichthouders is gebleken dat consumenten behoefte hebben aan betere voorlichting ten aanzien van de risico's van financiële producten. Een voorbeeld van een nieuwe standaardtekst is; 'U belegt deels met geleend geld; dit betekent dat u het risico loopt dat u uw inleg verliest of zelfs een schuld overhoudt' terwijl een andere standaardtekst luidt: 'De mogelijkheid bestaat dat dit beleggingsproduct weinig of geen inkomsten zal opleveren'. Deze standaardteksten lijken informatiever te zijn dan de bestaande waarschuwing en de keuze van de correcte standaardtekst is door de toezichthouders eenvoudig te verifiëren.

Een belangrijke beperking van de nieuwe standaardteksten is dat mogelijkheden worden aangegeven (bijvoorbeeld de mogelijkheid dat de consument een

schuld overhoudt), maar geen enkele informatie wordt gegeven over de kans waarmee die mogelijkheid zich voordoet. Recent is vanuit de universiteiten diverse malen gepleit voor de invoering van een zogenaamde kwantitatieve risico-indicator waarin dergelijke uitspraken wel worden gedaan<sup>2</sup>. De Financiële Bijsluiter zal wel een schema van voorbeeldwaarden bij verkoop of afloop bevatten, uitgaande van een aantal mogelijke rendementen op de onderliggende waarde(n). Daarmee wordt beoogd de consument een indruk te geven van de mogelijke waarden bij verkoop of afloop. Onder de veronderstelling dat de consument een ruwe inschatting kan maken van de kansen op bepaalde rendementen op de onderliggende waarden kan daarmee uiteraard ook een indruk worden verkregen van de kans dat de gebeurtenissen uit de standaardteksten zich voordoen.

## HET SCHEMA VAN VOORBEELDWAARDEN

De precieze opbouw van het schema van voorbeeldwaarden in de nieuwe Financiële Bijsluiter zal enigermate afhangen van de aard van het financiële product, waartoe vier verschillende modellen zijn ontwikkeld. In alle gevallen zal de Bijsluiter evenwel informatie die vrijwel overeenkomt met tabel 1 bevatten.

Zoals blijkt uit tabel 1, dienen de voorbeeldwaarden te worden berekend op basis van twee bruto rendementspercentages en een eigen netto historisch rendementspercentage. Het eerste voorbeeldpercentage dat aangeduid wordt als 'pessimistisch' zal vooraf door de gezamenlijke toezichthouders worden vastgesteld. Dit percentage zal afhankelijk zijn van de aard van de beleggingen en kan dus verschillen voor beleggingen in aandelen, obligaties, commodities of hedge funds. Het tweede brutovoortbeeldpercentage is steeds



Prof. dr. Th.E. Nijman is hoogleraar Beleggingstheorieën aan de Katholieke Universiteit Brabant.

Tabel 1. Het schema van voorbeeldwaarden

Aan het einde van het jaar	Voorbeeldwaarde van de opbrengst bij verkoop van een éénmalige inleg van €		
	Op basis van pessimistische rendementsperc.	Op basis van bruto rendement van 4% per jaar	Op basis van historie
1			
3			
5	(_kolom a_)	(_kolom b_)	(_kolom c_)
10			
15			
20			

4%. Verondersteld mag worden dat de voorgeschreven voorbeeldpercentages worden opgenomen als een soort impliciete ondergrenzen voor de mogelijke waardeontwikkeling van het product, analoog aan de rol van het vermelden van resultaten na correctie met een afslagpercentage in de Code Rendement en Risico. Opvallend is hierbij dat het te hanteren percentage van 4% niet afhangt van de aard van het product of van de looptijd van het product. Ook in de Code Rendement en Risico is er voor gekozen het afslagpercentage niet te relateren aan de looptijd van het product. Dat ligt daar evenwel meer voor de hand, omdat uitsluitend voorbeeldwaarden bij afloop van het product worden gerapporteerd en de looptijd voor de verzekeringen met beleggingsrisico die onder de Code vallen altijd vele jaren zal bedragen. De looptijd van producten die onder de Financiële Bijsluiter vallen kan sterk uiteenlopen. Als gevolg daarvan zal voor sommige producten het voorbeeldpercentage van 4% een relatief veilige ondergrens voor de toekomstige waarde weerspiegelen, terwijl voor andere producten ook negatieve gemiddelde rendementen zeer wel mogelijk zijn. Dit punt wordt nog belangrijker doordat ook voor langer lopende producten afkoopwaarden voor een korte beleggingshorizon worden gepresenteerd. Het is vooralsnog onduidelijk hoe de gezamenlijke toezichthouders hier bij de bepaling van het 'pessimistische' rendementspercentage mee om denken te gaan.

Het netto historisch rendementspercentage in de vierde kolom van tabel 1 wordt in principe berekend op basis van de nettorendementen over de laatste twintig jaren van de effecten waarin wordt belegd. Dit betreft mijns inziens een duidelijke verbetering ten aanzien van de huidige versie van de Code Rendement en Risico, waarin met rendementen over een veel kleinere looptijd kan worden volstaan. Hoge gemiddelde rendementen over een beperkt aantal jaren bieden zeer weinig garantie voor hoge rendementen in opeenvolgende jaren, zoals de koersontwikkeling op de aandelenmarkten in de afgelopen jaren opnieuw overduidelijk heeft aangetoond. Een probleem is dat lang niet voor alle effecten rendementen over een periode van twintig jaren beschikbaar zullen zijn (denk aan aandelen ontstaan na fusie of overnames, aan technologie aandelen, aan recent opgestarte

beleggingsfondsen of hedge funds etc.). In dit geval dient de historie aangevuld te worden met een relevante indexreeks voor de betreffende jaren, waarbij ook weer beleggingskosten in mindering dienen te worden gebracht. De keuze van de relevante indexreeks lijkt niet altijd eenduidig en laat ruimte voor de aanbieder van het financiële product om zijn product gunstig voor het voetlicht te laten komen. Rendementen op een sinds tien jaar genoteerd fonds kunnen naar het schijnt naar keuze worden aangevuld met rendementen uit de voorafgaande tien jaar op een index van aandelen uit dezelfde sector, uit hetzelfde land dan wel corresponderend met een zelfde beleggingsstijl ('small cap' bijvoorbeeld). Onduidelijk lijkt vooralsnog ook hoe het toezicht op de keuze van een relevante indexreeks zal worden geïmplementeerd. Overigens mogen voorbeeldwaarden op basis van historisch rendement niet worden opgenomen indien slechts rendementen over een periode van minder dan vijf jaar op de onderliggende effecten beschikbaar zijn. Daarmee wordt terecht voorkomen dat de aanvullingen op basis van een indexreeks het te hanteren voorbeeldrendement vrijwel geheel bepalen.

#### FINANCIËLE PRODUCTEN WAARVOOR HET SCHEMA VAN VOORBEELDWAARDEN WEINIG INZICHTELIJK LIJKT

Het eerder omschreven schema van voorbeeldwaarden verplicht aanbieders van financiële producten op uniforme wijze informatie over een belangrijk aspect van hun product te rapporteren en heeft daarmee belangrijke toegevoegde waarde ten aanzien van de huidige praktijk. Het schema dwingt aanbieders evenwel ook om een veelheid van relevante informatie in eenzelfde standaardschema samen te vatten. Niet voor alle financiële producten lijkt het eenvoudig om het schema op een informatieve wijze in te vullen. Ik zie ten minste vier problemen waarop ik achtereenvolgens zal ingaan:

- pad-afhankelijke producten;
- producten met meerdere onderliggende waarden;
- rapportage van afkoopwaarden in het geval dat producten op derivaten zijn gebaseerd;
- interpretatieverschillen als gevolg van keuze in onderliggende index.

#### HET SCHEMA VAN VOORBEELDWAARDEN VOOR PAD-AFHANKELIJKE PRODUCTEN

Veel financiële producten die op de Nederlandse particuliere markt worden aangeboden zijn pad-afhankelijk. Dit betekent dat de uitbetaling op de aflooptdatum niet alleen afhangt van de waarde van de onderliggende portefeuille op die aflooptdatum, maar ook van het pad daar naar toe. De waarde van een financieel product kan dus anders zijn indien de onderliggende waarde eerst gestegen is en vervolgens weer gedaald is naar de initiële waarde, dan wanneer het omgekeerde het geval is. Als voorbeelden van pad-afhankelijke producten kunnen bijvoorbeeld click-fondsen en knock-in reverse convertibles genoemd

worden, terwijl ook vele aandelenleaseproducten padafhankelijk zijn.

De voorbeeldwaarden in het in de Financiële Bijsluiter op te nemen schema worden geheel bepaald door het gemiddeld rendement op de onderliggende waarden. Voor een clickfonds is het gemiddeld rendement op de onderliggende index evenwel niet de enige factor die de waarde bij afloop bepaalt. Evenzeer wordt de waarde van een knock-in reverse convertible niet volledig bepaald door de waarde van het aandeel waarop die convertible is geschreven. Bij het invullen of interpreteren van het schema van voorbeeldwaarden zou verondersteld kunnen worden dat een bepaald jaarlijks rendement is opgebouwd uit gelijke maandelijkse of dagelijkse rendementen. Een jaarlijks rendement van 10% wordt dan geacht te zijn opgebouwd uit twaalf maandelijkse rendementen van 0,797% of 250 dagelijkse rendementen van 0,038%. Een dergelijke veronderstelling betekent evenwel dat een belangrijk aspect van bijvoorbeeld de knock-in reverse convertible, dat het conversierecht geldig blijft als ooit een bepaalde koersdaling is opgetreden, niet wordt weergegeven. In geval van de knock-in reverse convertible zou een alternatief kunnen zijn het schema met voorbeeldwaarden twee keer op te nemen: een keer ervan uitgaand dat het conversierecht is ontstaan en een keer ervan uitgaand dat dit niet het geval is. Voor padafhankelijke producten waarvan de waarde van vele 'barriers' afhangt lijkt dit evenwel een nauwelijks aantrekkelijke optie. Dit is bijvoorbeeld het geval voor de meeste verhandelde clickfondsen en evenzeer voor producten waarvan de maximale of minimale waarde van de onderliggende portefeuille in een bepaalde periode mede bepalend is voor de waarde van het product op de afloopdatum.

### PRODUCTEN MET MEERDERE ONDERLIGGENDE WAARDEN

De waardeontwikkeling van vele financiële producten wordt niet bepaald door bijvoorbeeld de waardeontwikkeling van één individueel aandeel maar door de waardeontwikkeling van een aandelenindex of een mandje van aandelen. Zonder problemen kan in dergelijke gevallen uiteraard de corresponderende portefeuille als onderliggende waarde worden gekozen in het schema van voorbeeldwaarden. Minder eenvoudig is het evenwel om het schema in te vullen of te interpreteren indien de waarde van het product op niet-lineaire wijze samenhangt van meerdere onderliggende waarden. Dit is bijvoorbeeld het geval voor producten waarvan de waardeontwikkeling bepaald wordt door de maximale waardeontwikkeling van bijvoorbeeld een viertal onderliggende indices ('best of four markets'). Voor hypotheek die gekoppeld zijn aan een beleggingsproduct, bijvoorbeeld een aandelenportefeuille waarbij tevens sprake is van het recht op vervroegd aflossen van de hypotheek, geldt eenzelfde probleem. De waardeontwikkeling van de nettoschuld zal afhangen van zowel de rente als de waardeontwikkeling van de aandelenportefeuille. Het schema van

voorbeeldwaarden kan hier in principe worden ingevuld door veronderstellingen te maken ten aanzien van de waardeontwikkeling van meerdere onderliggende waarden. Het gevaar bestaat evenwel dat zo'n schema al snel te complex en weinig inzichtelijk voor de consument zal worden. Onduidelijk is vooralsnog ook hoe de toezichhouders de invulling van het schema voor deze categorie producten voor zich zien.

### RAPPORTAGE VAN AFKOOPWAARDEN IN GEVAL VAN PRODUCTEN DIE OP DERIVATEN ZIJN GEBASEERD

Zoals blijkt uit tabel 1 dient de aanbieder van een financieel product in het schema van voorbeeldwaarden niet alleen voorbeeldwaarden op afloopdatum te rapporteren, maar tevens voorbeeldwaarden in geval van beëindiging van het contract of afkoop. Deze voorbeeldwaarden zijn belangrijk, onder andere omdat de mogelijkheid om het contract voortijdig te beëindigen, inclusief eventuele kosten daarvan, nadrukkelijk in beeld komt. De afkoopwaarde van veel producten die op derivaten zijn gebaseerd wordt ook nu afgeleid van de marktwaarde van de onderliggende effectenportefeuille, waarbij uiteraard veelal enige kosten aan de consument in rekening worden gebracht. Een probleem bij het invullen en interpreteren van het schema van voorbeeldwaarden zal gaan worden dat de waarde van de derivaten in de onderliggende effectenportefeuille niet alleen bepaald wordt door het gemiddeld rendement op de onderliggende waarde tot op de datum waarvoor de afkoopwaarde in beeld wordt gebracht. Uit de optietheorie is bekend dat variabelen als de volatiliteit van de onderliggende waarde op dat moment en de rentestand op dat moment medebepalend zijn voor de waarde van de derivaten.

Het volgende voorbeeld kan dit verduidelijken. We bezien het voorbeeldschema voor het product 'Altijd Veilig'. 'Altijd veilig' is een garantieproduct dat na afloop van de looptijd van 10 jaar een uitbetaling van ten minste 100% van de nominale waarde van het certificaat garandeert. Verder is er volledige participatie van de nominale waarde van het certificaat met koersstijging en dividenden van de portefeuille van onderliggende aandelen. De uitgiftekoers van het certificaat ligt op 113,2% van de nominale waarde<sup>3</sup>. In geval van afkoop voor de afloopdatum van het contract wordt 0,5% kosten in rekening gebracht. De overige kosten zijn gemaks-halve verwaarloosbaar klein verondersteld. Uitgaande van deze veronderstellingen kan het schema van voorbeeldwaarden eenvoudig worden samengesteld.

In tabel 2 is dit schema weergegeven conform de voorschriften voor de Financiële Bijsluiter<sup>4</sup>. Ter vergelijking is evenwel een kolom toegevoegd waarin wordt uitgegaan van een gemiddeld jaarlijks rendement van 10%. De kolommen in tabel 2 die in de Financiële Bijsluiter dienen te worden opgenomen suggereren een zekere waardestijging van het product, waarvan de omvang evenwel zal afhangen van de waardeont-

Tabel 2. Voorbeeldwaarden voor 'Altijd Veilig'

Aan het einde van het jaar	Voorbeeldwaarde van de opbrengst bij verkoop van een éénmalige inleg van € 1000			
	Op basis van bruto rendement van -4% per jaar	Op basis van bruto rendement van 4% per jaar	Op basis van bruto rendement van 10% per jaar	Op basis van historie
1	€ 969	€ 1027	€ 1076	€ 1119
3	€ 924	€ 1093	€ 1262	€ 1435
5	€ 885	€ 1154	€ 1492	€ 1882
10	€ 883	€ 1318	€ 2401	€ 3959

wikkeling van de onderliggende aandelenportefeuille. Uit de vergelijking met de toegevoegde kolom blijkt dat waardedaling evenzeer mogelijk is, zeker bij afkoop kort na het aangaan van het contract. Opvallend is ook dat een vergelijking met de waardeontwikkeling van een deposito (waarde € 1628 per ingelegde € 1000 na 10 jaar) ontbreekt.

Voor de hand ligt dat de consument zal proberen rechten te ontlenen aan de in de Financiële Bijsluiter verstrekte informatie. Zoals eerder vermeld speelt hier het probleem dat de waarde van het product op enig moment in de toekomst mede afhankelijk is van variabelen die niet in het voorbeeldschema zijn weergegeven, zoals de rentestand en de volatiliteit van de onderliggende portefeuille. Ter vergelijking is daarom in tabel 3 hetzelfde schema van voorbeeldwaarden als in tabel 2 weergegeven, maar nu uitgaande van een

Tabel 3. Voorbeeldwaarden voor 'Altijd Veilig' indien volatility 20%

Aan het einde van het jaar	Voorbeeldwaarde van de opbrengst bij verkoop van een éénmalige inleg van € 1000			
	Op basis van bruto rendement van -4% per jaar	Op basis van bruto rendement van 4% per jaar	Op basis van bruto rendement van 10% per jaar	Op basis van historie
1	€ 904	€ 963	€ 1014	€ 1058
3	€ 857	€ 1033	€ 1210	€ 1391
5	€ 825	€ 1101	€ 1458	€ 1862
10	€ 883	€ 1318	€ 2401	€ 3959

volatiliteit van 20%. In het navolgende wordt ervan uitgegaan dat ook in de toekomst de marktwaarde van de effecten- en derivatenportefeuille met dezelfde eigenschappen als het financieel product, bepalend is voor de waarde bij afkoop van dat product. Tabel 3 geeft dus de afkoopwaarde weer zoals die daadwerkelijk zal worden aangeboden indien de volatiliteit inmiddels is gedaald naar 20%. Een consument aan wie het schema in tabel 2 is verstrekt bij aanschaf van het product, zal in dit scenario dus geconfronteerd worden met een aanmerkelijk lagere afkoopwaarde dan verwacht. In dit voorbeeld kan het verschil in afkoopwaarde oplopen tot meer dan 6%. Uiteraard kan dit percentage voor andere producten en voor andere waarden voor de volatiliteitparameter anders liggen.

Vooralsnog lijkt de regelgeving ruimte te laten voor de aanbieders van financiële producten om bijvoorbeeld de relevante kolommen uit tabel 2 dan wel juist die

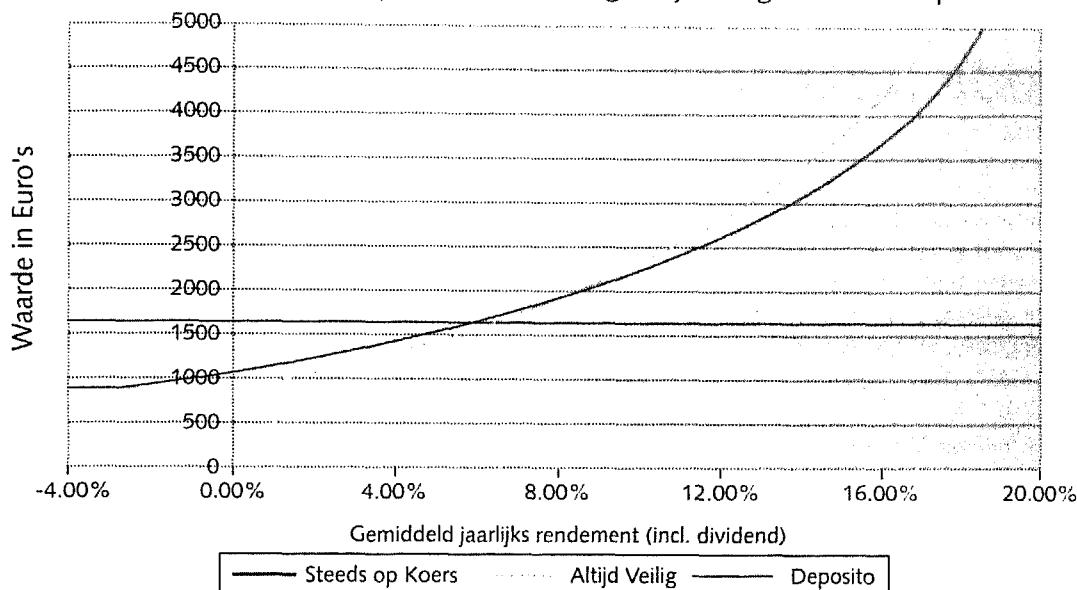
uit tabel 3 op te nemen als schema van voorbeeldwaarden in de Financiële Bijsluiter. Voor de aanbieders ontstaat dus een lastige afweging tussen het enerzijds optimaal voor het voetlicht brengen van het aangeboden product en anderzijds de mogelijkheid van verontwaardigde en ontevreden afnemers als gevolg van toekomstige volatiliteitontwikkelingen. Voor toezichthouders zal het voorts niet altijd eenvoudig zijn om het realiteitsgehalte van de gemaakte additionele veronderstellingen ten aanzien van bijvoorbeeld de volatiliteitontwikkeling te beoordelen. In ieder geval lijkt een gedetailleerde documentatie van de berekeningen die geleid hebben tot bepaalde waarden in het schema van voorbeeldwaarden een eerste vereiste voor adequaat toezicht.

### INTERPRETATIEVERSCHILLEN ALS GEVOLG VAN DE KEUZE VAN DE ONDERLIGGENDE INDEX

Het vierde en laatste probleem bij het invullen van het schema van voorbeeldwaarden waarop in deze bijdrage wordt ingegaan betreft de interpretatie van dat schema als gevolg van verschillen in de keuze van de onderliggende index. Als voorbeeld wordt het eerdere voorbeeldschema van 'Altijd Veilig' vergeleken met dat van 'Steeds op Koers'. 'Steeds op Koers' is eveneens een garantieproduct, maar de onderliggende index is nu een koersindex in plaats van een total return index. Verkregen dividend wordt niet herbelegd maar op een deposito aangehouden en op de aflooptdatum aan de koper van het product uitbetaald. Ook hier wordt de garantie gegeven dat ten minste 88,4% van het ingelegde vermogen na afloop van het contract wordt uitbetaald. Die garantie wordt hier gegeven door een putoptie op de koersindex met uitoefenprijs 55% van het huidige koersniveau, gecombineerd met de opgerente waarde van de dividendbetalingen en de iets lagere marktwaarde per certificaat (€ 104,9 voor 'Steeds op Koers' i.p.v. € 113,2 voor 'Altijd Veilig').

Omdat in alle berekeningen het dividendpercentage constant is verondersteld kunnen toekomstige koersrendementen en totaalrendementen uiteraard eenvoudig in elkaar worden omgerekend. De koersindex na 10 jaar wordt verkregen door de total return index na 10 jaar te delen door  $\exp(10 \cdot 3\%) \sim 1.35$ . Hieruit volgt bijvoorbeeld dat de kans dat de koersindex daalt tot een niveau van 55% van de huidige stand iets kleiner is dan de kans dat de total return index niet daalt. Een total return index van 100 na 10 jaar komt immers overeen met een koersindex van ongeveer 74. Op analoge wijze worden in figuur 1 de eindwaarde per € 1000 inleg van 'Altijd Veilig', 'Steeds op Koers' en een deposito met elkaar vergeleken voor verschillende gemiddelde jaarlijkse rendementen op de onderliggende aandelenportefeuille over de tienjaarsperiode. Het herbeleggen van het dividend in plaats van het op deposito zetten ervan is uiteraard aantrekkelijk indien van hoge gemiddelde rendementen wordt uitgegaan. Vanwege de verschillen in de kosten van de putoptie zijn de rendementen op 'Altijd Veilig' even-

Figuur 1. Uitbetaling per 1000 Euro inleg 'Altijd Veilig' en 'Steeds op Koers'



wel bij een jaarlijks rendement gelijk aan de rente (5%) nog lager dan bij 'Steeds op Koers'.

In de Financiële Bijsluiter wordt uitgegaan van rapportage van voorbeeldwaarden bij een tweetal voorgeschreven rendementspercentages op de onderliggende waarde. In geval van een koersindex als onderliggende waarde zullen dus voorbeeldwaarden worden gerapporteerd bij 4% koersrendement. De vergelijking met een product als 'Altijd Veilig' waarvan de onderliggende waarde een total return index is loopt daarmee mank. In tabel 4 is het voorgeschreven schema voor 'Steeds op Koers' weergegeven dat overeenkomt met het schema voor 'Altijd Veilig' in tabel 2. Een directe vergelijking van beide voorbeeldschema's suggereert dat 'Steeds op Koers' bij een gemiddeld jaarlijks rendement van 4% of 10% op de onderliggende

#### AFSLUITENDE OPMERKINGEN

De invoering per 1 juli 2002 van de Financiële Bijsluiter markeert een verandering in de voorlichting aan consumenten betreffende de kenmerken en risico's van financiële producten waaraan grote behoefte blijkt te bestaan. Nadere analyse van de Bijsluiter leert dat enerzijds relevante informatie niet zal of kan worden opgenomen (met name t.a.v. kwantificering van risico's, maar ook t.a.v. fiscaal juridische risico's, kredietrisico's etc.) en dat anderzijds het in te voeren schema van voorbeeldwaarden niet altijd eenduidig zal zijn in te vullen of te interpreteren. Ongetwijfeld zal de Bijsluiter zich in de komende tijd dus nog verder gaan ontwikkelen.

Informatie: nyman@kub.nl

Tabel 4. Voorbeeldwaarden voor Steeds op Koers

Aan het einde van het jaar	Voorbeeldwaarde van de opbrengst bij verkoop van een éénmalige inleg van € 1000			
	Op basis van bruto rendement van -4% per jaar	Op basis van bruto rendement van 4% per jaar	Op basis van bruto rendement van 10% per jaar	Op basis van historie
1	€ 978	€ 1057	€ 1115	€ 1135
3	€ 981	€ 1192	€ 1391	€ 1464
5	€ 983	€ 1332	€ 1728	€ 1890
10	€ 998	€ 1782	€ 2951	€ 3525

portefeuille een hogere eindwaarde zal opleveren. Hier worden evenwel koersapps met total returnpen vergeleken. De eindwaarde van 'Steeds op Koers' uitgaand van een total return van 4% dan wel 10% is respectievelijk € 1437 en € 2371. Ook uit figuur 1 blijkt dat bij (totaal) rendementen boven ongeveer 8% 'Altijd Veilig' tot een hogere eindwaarde zal leiden. Een relevante vergelijking zou worden verkregen door de brutorendementen in de tabel allemaal in termen van total returns of allemaal in termen van koersrendementen te kiezen. Merk overigens op dat de rapportage op basis van historische rendementen wel direct corrigeert voor verschillen in de wijze waarop met dividendbetalingen wordt omgegaan.

1 Dit artikel is ten dele gebaseerd op de tekst van de inaugurele rede van prof. Nijman, uitgesproken bij de aanvaarding van de Van Lanschot leerstoel op vrijdag 23 november 2001.

2 Zie A. Lucas (2001), 'Wat willen we eigenlijk?', inaugurele rede Vrije Universiteit, en Th.E. Nijman (2001), 'Zicht op beleggingsrisico's en -kansen voor particuliere beleggers', inaugurele rede Van Lanschot leerstoel, Katholieke Universiteit Brabant. Inmiddels is door de Minister van Financiën in antwoord op vragen vanuit de Tweede Kamer aangegeven dat de Raad van Financiële Toezichthouders voornemens is de systematiek van een kwantitatieve risico-indicator eind 2002 ontwikkeld te hebben.

3 Alle berekeningen zijn gemaakt onder Black-Scholes veronderstellingen uitgaande van de afwezigheid van arbitragemogelijkheden in een wereld zonder transactiekosten of informatiever verschillen.

4 We veronderstellen dat op de onderliggende index in de afgelopen 20 jaren een rendement (inclusief dividend betalingen) van 15% per jaar is behaald terwijl de volatiliteit gelijk wordt gesteld aan 30%. Verondersteld is verder dat het pessimistisch rendementspercentage ongeacht de looptijd gelijk wordt gesteld aan -4%. De precieze regelgeving is op het moment van schrijven nog niet bekend.