



Onrealistische rendements- voorspellingen in nieuwe financiële bijsluiter

Klachten over de regelgeving
en mogelijke oplossingen

Achtergrond van de PRIIPs-verordening

“Het verbeteren van de transparantie van PRIIP’s voor retailbeleggers is een belangrijke maatregel ter bescherming van de belegger en een voorwaarde om het vertrouwen van retailbeleggers in de financiële markt te herstellen, vooral in de nasleep van de financiële crisis” aldus het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie.

Voor een veelvoud aan beleggingsinstellingen die zo een beoogd ‘Packaged Retail and Insurance based Investment Product’ (ofwel ‘PRIIP’) aanbieden, zullen de rendementsprojecties die de EU-verordening voorschrijft echter juist misleidend zijn. Dit heeft alles te maken met de lengte van de rendementsgeschiedenis waarop een beleggingsinstelling haar voorspellingen van resultaten in de toekomst moet baseren.

De verordening verplicht namelijk de aanbieders van PRIIPs met onderliggende waarden die

dagelijks op de beurs waarneembaar zijn, om een rendementshistorie van vijf jaar te gebruiken voor de rendementsvoorspellingen. Voor fondsen waarvan de onderliggende waarden uitsluitend uit aandelen bestaan, zijn dit vijf uitzonderlijk mooie jaren geweest. Omdat diezelfde aandelenfondsen veelal een lange rendementshorizon aanbevelen, verplicht de PRIIPs-verordening hen om de trend van deze bijzonder rooskleurige periode voor aandelen tot ver in de toekomst door te trekken.

Onrealistisch positieve rendementsvoorspellingen

De PRIIPs-verordening beschrijft een simulatietechniek, waarmee het toekomstige rendement van het beleggingsproduct vervolgens wordt berekend.

De PRIIPs-verordening beschrijft een simulatietechniek, waarmee het toekomstige rendement van het beleggingsproduct vervolgens wordt berekend. De simulatietechniek is op zichzelf

intuïtief: het gesimuleerde rendement voor een toekomstige dag, is het historische rendement van een willekeurig getrokken dag uit de vijf jaar koersgeschiedenis. Omdat voor ieder aandeel

dat het fonds in portefeuille heeft dezelfde historische dag wordt gekozen om een toekomstig dagrendement te simuleren, blijft de historische correlatie tussen de aandelen behouden. De voorspelde resultaten van het fonds worden vervolgens uitgerekend door deze simulatie 10000 maal te herhalen en de resulterende fondswaarden van laag naar hoog te rangschikken. Er worden drie toekomstscenario's gepresenteerd aan de retailbelegger: de 1000ste waarde representeert het 'ongunstige' scenario, de 5000ste waarde het 'gematigde' scenario en de 9000ste waarde het 'gunstige' scenario. Het stressscenario gaat uit van langdurige extreme marktomstandigheden zoals een langdurige economische crisis en wordt anders berekend. De beste weergave van hoe de simulatietechniek van de PRIIPs-verordening tot onrealistisch hoge rendementsvoorspellingen leidt, is een voorbeeld van deze voorspellingen voor een fonds met Europese aandelen van toen begin 2018 de PRIIPs-verordening van kracht werd. Destijds stonden financiële markten er nog beter

voor dan nu: gedurende de vijf jaar aan historische rendementen die dit fonds moest gebruiken (eind 2012 tot en met eind 2017) zijn bijvoorbeeld de Duitse DAX en de Franse CAC aandelenindices met respectievelijk 67 % en 56 % gestegen. Zo heeft het desbetreffende aandelenfonds de onderstaande rendementsvoorspellingen voor het einde van een aanbevolen periode van bezit van 8 jaar en voor EUR 10000 initiële inleg op haar website gezet (Tabel 1).

Doordat de simulatie van toekomstige rendementen gebaseerd zijn op zo een buitengewoon gunstige periode voor aandelen, leest de retailbelegger dat er zelfs in een ongunstig scenario voor dit fonds na aftrek van kosten nog steeds 2,67 % procent rendement per jaar verwacht kan worden. Het moge duidelijk zijn dat deze voorspellingen er volledig anders uit zouden hebben gezien, als dezelfde berekeningen kort na de recessie van 2008 en 2009 zouden zijn gedaan.

Tabel 1: Stress-, ongunstig, gematigd en gunstig scenario voor een aanbevolen periode van bezit van 8 jaar. Cijfers zijn afkomstig uit het essentiële informatiedocument van een Luxemburgs aandelenfonds.

Stressscenario	Wat u kunt terugkrijgen na kosten Gemiddeld rendement per jaar	EUR 5717 -6,75%
Ongunstig scenario	Wat u kunt terugkrijgen na kosten Gemiddeld rendement per jaar	EUR 12345 2,67%
Gematigd scenario	Wat u kunt terugkrijgen na kosten Gemiddeld rendement per jaar	EUR 16475 6,44%
Gunstig scenario	Wat u kunt terugkrijgen na kosten Gemiddeld rendement per jaar	EUR 21948 10,33%

Klachten vanuit de PRIIPs-industrie

Vertegenwoordigers van niet alleen PRIIP-producenten, maar ook van PRIIP-verkopers en retailbeleggers hebben in de loop van 2018 klachten ingediend bij de Europese Toezichthoudende Autoriteiten (hierna 'ETA's') over de onrealistisch positieve rendementsvoorspellingen voor een breed spectrum aan PRIIPs in de markt.

In reactie op deze bezwaren vanuit de industrie op de simulatietechniek voorgeschreven door de PRIIPs-verordening, hebben de ETA's op 8 november 2018 een consultatiepaper gepubliceerd, waarin drie mogelijke oplossingsrichtingen worden genoemd:

- (1) Het invoeren van een trendcorrectie in de prestatiescenario's (risiconeutrale simulatie);
- (2) De prestatiescenario's vervangen voor een betrouwbaarheidsinterval van het rendement;
- (3) Het verlengen van de verplichte koershistorie van 5 jaar naar 10 jaar.

De eerste oplossingsrichting komt erop neer dat nadat het rendement volgens de huidige methode wordt gesimuleerd, het gemiddelde historische rendement daarna in mindering gebracht moet worden. De verwachte risicovrije rente wordt daarna bij het rendement opgeteld. De tweede

optie zou alleen het percentage van de simulaties weergeven dat tussen het stressscenario en het gunstige scenario ligt: Tabel 1 zou dan de kans weergeven dat het rendement tussen -6,75 % en +10,33 % per jaar komt te liggen. De derde oplossingsrichting spreekt voor zich.

Op 8 februari 2019 publiceerden de ETA's een rapport met de voorlopige wijzigingen aan de PRIIPs-verordening, op basis van de terugkoppeling op het consultatiepaper vanuit de industrie. Daaruit bleek dat de vertegenwoordigers van PRIIP-producten, -verkopers en retailbeleggers alle drie de oplossingsrichtingen niet steunen en dat de PRIIPs-verordening voorlopig daarom niet wordt aangepast. De oplossingsrichtingen zouden te nadelig zijn in termen van implementatiekosten en zouden de consumenten alsnog op het verkeerde been zetten.

De kern van het probleem

Volgens RiskQuest ligt de kern van het probleem in het feit dat de afgelopen vijf jaar aan koersgeschiedenis geen volledige conjunctuurcyclus omvat.

Het verlengen van deze verplichte rendements-historie naar 10 jaar biedt geen oplossing voor dit probleem: de PRIIPs-voorspellingen van 2020 zullen ook dan de crisis van 2008 en 2009

niet meer in de dataset hebben. Bovendien garandeert deze methode geen vaste verhouding tussen goede en slechte economische jaren in de dataset.

Advies van RiskQuest

RiskQuest stelt voor om voor de PRIIPs-simulatie een voorgeschreven aantal economische recessiekwartalen te gebruiken door middel van resampling.

Een Nederlands aandelenfonds zou op basis van de officiële recessiedefinitie van de Nederlandsche Bank historische kwartalen als recessie of niet-recessie kunnen kenmerken. Vervolgens zou het fonds historische rendementen van bijvoorbeeld 5 willekeurige recessiekwartalen en 15 willekeurige niet-recessiekwartalen kunnen opnemen in de dataset. Mochten er voor jonge financiële instrumenten in portefeuille geen rendementen uit recessiekwartalen bestaan, dan adviseert RiskQuest om het gebruik van een representatieve benchmark voor te schrijven,

waarvoor deze wel beschikbaar zijn. Bij gebrek aan voldoende jaren koersgeschiedenis, is het gebruik van benchmarkinstrumenten namelijk reeds verplicht in de PRIIPs-verordening en dit zou dan ook tot beperkte additionele implementatiekosten moeten leiden. Voor nu stellen de ETA's voor om de rendementsvoorstellingen voorlopig te voorzien van extra tekstuele waarschuwingen en is het wachten tot de autoriteiten eind 2019 met de resultaten komen de van reeds gestarte gedetailleerde revisie van de PRIIPs-verordening.

RiskQuest is an Amsterdam based consultancy firm specialised in risk models for the financial sector. The importance of these models in measuring risk has strongly increased, supported by external regulations such as Basel II/III and Solvency II.

Advanced risk models form the basis of our service offer. These models may be employed in a frontoffice environment (acceptance, valuation & pricing) or in a mid-office context (risk management and measurement). The business areas that we cover are lending, financial markets and insurance. In relation to the models, we provide advice on: Strategic issues; Model development; Model validation; Model use.

RiskQuest
Herengracht 495
1017 BT Amsterdam
+31 20 693 29 48
info@riskquest.com

This report is prepared by RiskQuest for general guidance on matters of interest only, and is not intended to provide specific advice on any matter, nor is it intended to be comprehensive. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of the information contained in this publication, and, to the extent permitted by law, RiskQuest does not accept or assume any liability, responsibility or duty of care for any consequences of you or anyone else acting, or refraining to act, in reliance on the information contained in this publication or for any decision based on it. If specific advice is required, or if you wish to receive further information on any matters referred to in this paper, please speak directly with your contact at RiskQuest or those listed in this publication. Our general conditions apply to services rendered from us, to our quotations, offers, propositions and calculations.

© 2019 RiskQuest. All rights reserved.