

KANSEN ONTDEKKEN MET NOTES

Alles wat je moet weten over
financiële gestructureerde producten

Wijs&vanOostveen

KANSEN ONTDEKKEN MET NOTES

Alles wat je moet weten over
financiële gestructureerde producten

Voorwoord

Risico en rendement horen bij beleggen. Zonder risico is er geen rendement mogelijk, en omgekeerd geldt hetzelfde. Voor particuliere beleggers is het echter vaak lastig om deze twee grootheden goed te beheersen.

In theorie kunnen derivaten worden gebruikt om risico's te beperken of rendement te vergroten. In de praktijk vraagt dit echter veel kennis en ervaring. Voor de meeste particuliere beleggers zijn dit instrumenten die te complex zijn om verantwoord en consistent in te zetten.

De traditionele manier van beleggen is dan om een aandeel of fonds te beoordelen op potentieel en risico, en een inschatting te maken van de toekomst. Het probleem daarbij is dat inschattingen regelmatig onjuist blijken. Onvoorziene gebeurtenissen en ontwikkelingen kunnen ervoor zorgen dat de uitkomst sterk afwijkt van de verwachting.

Sinds het begin van deze eeuw bestaat er echter een alternatief: gestructureerde beleggingsproducten, beter bekend als notes. Deze producten combineren vaak obligaties en derivaten en maken het mogelijk om vooraf duidelijker vast te leggen hoe risico en rendement zich tot elkaar verhouden. Zo kan bijvoorbeeld een vangnet worden ingebouwd tegen koersdalingen of een vast rendement worden afgesproken dat wordt uitgekeerd zolang bepaalde voorwaarden worden gehaald.

In de afgelopen jaren zijn de mogelijkheden en transparantie sterk toegenomen. Europese regelgeving (onder andere MiFID II en de PRIIPs-verordening) verplicht aanbieders om beleggers duidelijke informatie te geven over de werking, risico's en kosten van notes. Daarnaast worden steeds vaker backtests en scenario-analyses gebruikt, zodat beleggers inzicht krijgen in hoe een product zich in het verleden zou hebben gedragen en welke kansverdelingen daarbij horen.

Notes zijn daarmee geen garantie op succes, maar ze bieden wel een manier om bewuster met risico en rendement om te gaan. Voor beleggers die grip willen krijgen op de verhouding tussen kans en risico vormen ze een waardevol instrument naast het traditionele beleggen in aandelen en obligaties.

In dit boek wordt in de volgende hoofdstukken uitgelegd hoe notes werken, welke typen er bestaan en hoe zij in de praktijk kunnen worden toegepast.

Inhoud

Voorwoord	3
Hoofdstuk 1	
Inleiding	6
Hoofdstuk 2	
Risico en rendement	11
Hoofdstuk 3	
De opkomst van gestructureerde producten	17
Hoofdstuk 4	
Wat zijn gestructureerde producten?	21
Hoofdstuk 5	
De voordelen	25
Hoofdstuk 6	
De kosten	34
Hoofdstuk 7	
De complexiteit	42
Hoofdstuk 8	
Veiligheidsriemen om: notes met garantie	46
Hoofdstuk 9	
De prijs van garanties: rendementsbeperkende factoren	60
Hoofdstuk 10	
Vijf verschillende structuren	67
Hoofdstuk 11	
De aanschaf van notes	84
Over Wijs & van Oostveen	94



1

Inleiding

1.1 Notes: gestructureerde producten

Voor u ligt een boek over gestructureerde beleggingsproducten, die we in dit boek consequent zullen aanduiden als notes. Notes worden wereldwijd door banken en vermogensbeheerders aangeboden en bestaan meestal uit een combinatie van verschillende financiële instrumenten. Vaak gaat het om een obligatie en een optie, maar er zijn ook varianten die zijn gekoppeld aan aandelen, indices of grondstoffen.

Het idee achter notes is dat ze beleggers de mogelijkheid bieden om risico en rendement op een andere manier te verdelen dan bij een directe belegging in aandelen of obligaties. In sommige gevallen ligt de nadruk op het beschermen van de inleg, bijvoorbeeld door een gedeeltelijke of volledige kapitaalgarantie. In andere gevallen ligt de nadruk juist op het behalen van een hoger rendement, vaak onder bepaalde voorwaarden.

De diversiteit aan notes is groot. Er bestaan eenvoudige producten die slechts één voorwaarde kennen, zoals een vaste coupon zolang de koers van de onderliggende waarde niet onder een vooraf vastgesteld niveau daalt. Er zijn ook complexe structuren die meerdere opties combineren, waarbij het uiteindelijke rendement afhangt van verschillende factoren.

De belofte en de realiteit

Aanbieders van notes profileren hun producten vaak met aantrekkelijke claims: kans op een hoog rendement, gecombineerd met een vorm van bescherming. Dat klinkt bijna te mooi om waar te zijn, en dat maakt sommige beleggers wantrouwig. De achterdocht is niet onterecht: in de financiële wereld geldt nog altijd de vuistregel dat een hoog rendement alleen mogelijk is als daar een hoger risico tegenover staat.

Toch is de werkelijkheid minder zwart-wit. Notes met een (gedeeltelijke) kapitaalbescherming kunnen wél een aantrekkelijk resultaat opleveren, maar dat hangt sterk af van de exacte constructie en de marktomstandigheden. Een note die bescherming biedt tegen koersdalingen, levert vaak een lager maximaal

rendement op dan een directe belegging in aandelen. Maar in ruil daarvoor biedt de constructie rust en duidelijkheid.

De kunst is dus te begrijpen hoe een note in elkaar zit en onder welke omstandigheden hij goed kan presteren. Dat vraagt niet om alle wiskundige details of ingewikkelde optieformules, maar wel om inzicht in de logica achter het product.

1.2 Populair, maar complex

Sinds de jaren 2000 zijn notes steeds populairder geworden, zowel onder professionele als particuliere beleggers. De markt is volwassen geworden en de producten zijn toegankelijker gemaakt. Europese regelgeving, zoals MiFID II (2018) en de PRIIPs-verordening (2018, herzien in 2023), verplicht aanbieders tegenwoordig om beleggers duidelijke informatie te verschaffen. Elk product moet een Essentiële Beleggersinformatie (KID) bevatten, waarin risico's, kosten en voorbeeldscenario's worden uitgelegd.

Toch blijft complexiteit een belangrijk obstakel. Een aandeel of obligatie kan de meeste beleggers nog redelijk volgen. Maar bij een note is sprake van een combinatie van instrumenten, waardoor het tussentijdse koersverloop vaak niet één-op-één te verklaren is. Dat kan leiden tot onbegrip of teleurstelling.

Voorbeeld: kapitaalbeschermde note

Stel dat u belegt in een note met volledige kapitaalbescherming en een looptijd van zeven jaar. Deze note is gekoppeld aan de AEX-index. In de voorwaarden staat dat u na afloop de volledige stijging van de index krijgt uitgekeerd, met behoud van de oorspronkelijke inleg.

Na één jaar blijkt de AEX met 18% gestegen, terwijl de note slechts 10% meer waard is. Hoe kan dat, terwijl u dacht dat de note de index "volgt"? Het antwoord zit in de opbouw van het product: de obligatiecomponent zorgt voor kapitaalbescherming, terwijl de optiecomponent de koppeling met de index regelt. Het tussentijdse koersverloop wordt beïnvloed door renteontwikkelingen, volatiliteit en dividendverwachtingen. Zonder die kennis kan de koersontwikkeling van de note raadselachtig lijken.

Dit voorbeeld laat zien dat notes tegelijkertijd aantrekkelijk en complex zijn: ze bieden gestructureerde oplossingen, maar vereisen ook een basisbegrip van de onderliggende werking.

1.3 Waarom dit boek?

Bij gebrek aan begrip reageren beleggers vaak in uitersten. Er is een groep die concludeert dat notes per definitie ongunstig zijn en alleen de bank of uitgever voordeel opleveren. Aan de andere kant zijn er beleggers die zich juist kritiekloos laten leiden door de aantrekkelijke vooruitzichten en in elk nieuw product stappen. Beide houdingen zijn problematisch.

De werkelijkheid ligt ertussenin. Er bestaan notes die uitstekend passen bij de doelstellingen en het risicoprofiel van een belegger. Zij kunnen bijvoorbeeld zorgen voor een stabiel rendement in tijden van lage rente, of voor bescherming in volatiele markten. Tegelijkertijd zijn er ook producten die minder waardevol zijn of die niet passen bij de persoonlijke situatie van een belegger.

Voor een goede beoordeling is kennis noodzakelijk. Dat betekent niet dat een belegger alle details van de optietheorie hoeft te kennen. Wel is het belangrijk te begrijpen:

- Welke rol de obligatie- en optiecomponent spelen.
- Onder welke voorwaarden rendement wordt uitgekeerd.
- Welke risico's verbonden zijn aan de constructie.
- Hoe het product zich tussentijds kan gedragen.

Met deze basis kan een belegger realistische verwachtingen vormen. Het helpt bij het maken van een bewuste keuze: wélk product past bij mijn portefeuille, en welk product laat ik beter links liggen?

Het doel van dit boek is om bij te dragen aan dat inzicht. We willen laten zien hoe notes werken, welke typen er bestaan, welke voordelen en nadelen ze hebben, en hoe ze in de praktijk gebruikt kunnen worden.

1.4 Uw routeplanner

De markt voor notes is breed en divers. Om structuur aan te brengen, hebben we de inhoud van dit boek als een route uitgewerkt: een stap-voor-stap gids door het landschap van gestructureerde producten.

- Hoofdstuk 2 bespreekt de kernbegrippen risico en rendement. Deze begrippen vormen de basis voor elke beleggingsbeslissing.
- Hoofdstuk 3 en 4 gaan in op de opkomst van notes, hun ontwikkeling sinds de jaren 2000 en de belangrijkste kenmerken.
- Hoofdstuk 5 behandelt de algemene voordelen die notes kunnen bieden, zoals bescherming of een voorspelbaar rendement.
- Hoofdstuk 6 en 7 gaan in op de keerzijden: de kosten en de complexiteit. Hier kijken we naar de factoren die vaak over het hoofd worden gezien.
- Hoofdstuk 8 en 9 bespreken notes met (gedeeltelijke) kapitaalbescherming en de specifieke voorwaarden die daaraan verbonden zijn.
- Hoofdstuk 10 gaat in op andere thema's, zoals notes die een vast rendement bieden ongeacht koersstijgingen, notes met bijzondere startkoersen, en notes die gekoppeld zijn aan grondstoffen of thema-indices. We bekijken welke kansen en risico's deze producten met zich meebrengen.
- Hoofdstuk 11 sluit af met de praktische kant: hoe kunt u notes kopen? Wat is het verschil tussen inschrijven bij uitgifte en kopen op de beurs? Welke valkuilen zijn er bij de handel op de secundaire markt?

Door deze route te volgen krijgt u een breed en evenwichtig beeld van notes: hun werking, hun voordelen, hun risico's en hun plaats in een moderne beleggingsportefeuille.



2

Risico en rendement

Risico en rendement zijn al eeuwenlang de twee kernbegrippen van beleggen. Elke belegger – professioneel of particulier – wordt vroeg of laat geconfronteerd met de vraag hoe je deze twee grootheden in balans brengt. Het klinkt eenvoudig: hoe meer risico je neemt, hoe hoger het mogelijke rendement. Maar in de praktijk blijkt dat spanningsveld vaak ingewikkeld, omdat zowel risico als rendement vele gezichten hebben. In dit hoofdstuk gaan we dieper in op wat risico eigenlijk betekent, hoe het zich verhoudt tot rendement en waarom het voor notes een cruciale rol speelt.

2.1 Droog zonder paraplu

Risico is een begrip dat iedereen in het dagelijks leven tegenkomt. Denk aan een voorjaarsdag in de lente van 2025: donkere wolken pakken zich samen, maar het is nog droog. Je twijfelt even, besluit zonder paraplu op pad te gaan en neemt daarmee bewust het risico nat te regenen. Of dat een verstandig besluit is, valt niet zomaar te zeggen.

De beoordeling van zo'n risico hangt af van allerlei factoren. Ben jij iemand die risico's liever uitsluit, of neem je ze gemakkelijk? Vind je het vervelend om met een paraplu rond te lopen als hij niet nodig blijkt, of draag je hem zonder probleem mee? En wat is je doel? Wie onderweg is naar een sollicitatiegesprek, heeft veel meer te verliezen dan iemand die gewoon een rondje gaat joggen. Zelfs kennis kan een rol spelen: wie verstand heeft van meteorologie kan de kans op regen beter inschatten.

Uit dit eenvoudige voorbeeld komen drie belangrijke inzichten:

- a. Risico is objectief. De kans dat het gaat regenen is voor iedereen gelijk.
- b. Risico is subjectief. De ervaring en houding van de persoon bepalen hoe zwaar die kans weegt.
- c. Risico is situatieafhankelijk. De gevolgen van een regenbui verschillen per context.

Er is nog een vierde conclusie: risico kan een bron van ongemak zijn. Het vooruitzicht van een nat pak kan een wandeling minder plezierig maken, nog los van de vraag of het daadwerkelijk regent. Dat roept een interessante vraag op: is risico onmisbaar, of zouden we het liever helemaal vermijden?

2.2 Lang leve risico

In het dagelijks leven vermijden we risico's het liefst. Maar in de financiële wereld ligt dat anders. Daar is risico onlosmakelijk verbonden met de mogelijkheid om rendement te behalen. Zonder risico is er geen kans op een beloning die boven de risicovrije rente uitstijgt.

Voor beleggers is de uitdaging dus niet risico vermijden, maar risico beheersen. We zoeken voortdurend naar de juiste balans. De behoefte aan zekerheid is diep menselijk: zekerheid over rendement, en vooral zekerheid dat je vermogen niet verdampt. Dat beschermt ons tegen roekeloos gedrag. Maar te veel focus op zekerheid kan leiden tot verlammende angst waardoor je rendement misloopt.

Beleggen draait uiteindelijk om het vinden van het optimale evenwicht: voldoende risico om je rendementsdoel te halen, maar niet zoveel dat je nachtrust eronder lijdt.

2.3 Kop of munt: ken je kans

Risico staat gelijk aan onzekerheid, en onzekerheid kun je vaak in kansen uitdrukken. Stel dat je een munt opgooit. De kans op kop is exact 50%, net als op munt. Dat is objectief vast te stellen op basis van natuurkundige wetten.

Zelfs zonder kennis van die wetten kun je door herhaaldelijk te gooien de kansverdeling zelf vaststellen. Hoe vaker je het muntje opgooit, hoe dichter de uitkomst in de buurt komt van 50/50.

Het is cruciaal risico's correct in te schatten. Denk aan gokken in een casino. Bij roulette levert een inzet op één nummer 35 keer de inzet op, terwijl de kans 1 op 37 is. Je komt dus structureel tekort: 2,7% is de winst voor het huis. Speel je alleen op rood of zwart, dan is het nadeel kleiner – circa 1,4%.

De les voor beleggers: het grootste risico is een verkeerd inzicht in de werkelijke kansen. Een verkeerde inschatting leidt onvermijdelijk tot verkeerde beslissingen.

2.4 Risico in de financiële wereld

In de wereld van beleggen is risico veel complexer. Er bestaan geen exacte formules die toekomstige uitkomsten voorspellen. In plaats daarvan gaat het om inschattingen op basis van data, verwachtingen, psychologie en context.

Neem ASML, een van de belangrijkste technologiebedrijven van Europa. Wil je in dit aandeel beleggen, dan wil je weten hoe groot de kans is dat het bedrijf winst maakt, marktaandeel wint en zijn technologische voorsprong behoudt. Maar harde antwoorden bestaan niet. De markt vormt elke dag opnieuw een collectief oordeel, en dat oordeel vertaalt zich in de koers.

Interessant genoeg hoeft jouw persoonlijke inschatting niet gelijk te zijn aan die van de markt. Als jij denkt dat de markt te negatief is, kun je het aandeel kopen. Juist verschillen in risicobeleving maken handel mogelijk.

Om risico's te meten kijken beleggers vaak naar volatiliteit: hoe sterk de koers in het verleden schommelde. Grote uitslagen wijzen op meer onzekerheid en dus meer risico. Dat zie je terug in optieprijsen: hoe hoger de volatiliteit, hoe duurder de opties.

Toch blijft dit subjectief. Verleden geeft geen zekerheid over de toekomst. In de periode 2020-2022 bijvoorbeeld namen techkoersen wereldwijd extreme sprongen door de coronapandemie en het daaropvolgende herstel. Historische volatiliteit gaf een beeld, maar voorspelde de toekomst niet exact.

2.5 Gorilla's helpen beleggers

De financiële geschiedenis laat zien dat risico vaak wordt onderschat. Tijdens bull markets lijkt beleggen soms op een loterij zonder nieten: alles stijgt. Toch komt er altijd een moment dat de werkelijkheid inhaalt.

Een beroemd experiment illustreert dit. Redacteuren van de Wall Street Journal gooiden dartpijltes naar krantenpagina's om willekeurige aandelen te selecteren. Hun 'gorilla-portefeuilles' bleken vaak niet slechter te presteren dan die van professionele analisten. Het onderstreept dat risico en toeval in beleggen een grotere rol spelen dan velen willen erkennen.

2.6 Rendement: genoeg is genoeg

Hoewel dit hoofdstuk veel nadruk legt op risico, draait beleggen uiteindelijk om rendement. Het streven naar een mooi resultaat is gezond, maar kan doorslaan in hebzucht. Net zoals voorzichtigheid kan doorschieten in verlammeende angst.

De cruciale vraag is: wat is een goed rendement? Is 10% altijd beter dan 8%? Niet per se. Het hangt af van hoeveel risico je moet nemen om het hogere rendement te behalen. Voor sommige beleggers is 6% met rust in het hoofd waardevoller dan 10% met slapeloze nachten.

Daarom is het belangrijk te streven naar een optimaal rendement: een beloning die past bij je persoonlijke risicobereidheid.

Een nuttig ijkpunt is het rendement op staatsobligaties, traditioneel beschouwd als de bijna risicovrije investering. Als je kiest voor een riskantere belegging, moet het extra rendement in verhouding staan tot het extra risico. Hoeveel extra jij vraagt als compensatie, bepaal je zelf.

Maar let op: verwacht rendement is geen gegarandeerd rendement. In 2021-2022 waren er veel beleggers die dachten dat techfondsen structureel 20% per jaar konden opleveren. De realiteit van 2022 met forse dalingen liet zien hoe snel verwachtingen kunnen kantelen.

De kern is dat rendement en risico altijd samen moeten worden beoordeeld. Angst en hebzucht zijn de werkelijke vijanden van de belegger, niet risico of rendement op zichzelf.

2.7 Voldoende bagage

Dit hoofdstuk wil je niet angstig maken voor risico of hebzuchtig naar rendement. Het doel is duidelijk maken dat beide begrippen een centrale rol spelen in beleggen, en in het bijzonder in notes.

Notes zijn bij uitstek producten waarin de verhouding tussen risico en rendement expliciet wordt vormgegeven. Ze combineren bescherming met kansen, en maken daardoor zichtbaar hoe keuzes over risico direct doorwerken in het mogelijke rendement.

Met de inzichten uit dit hoofdstuk beschik je over voldoende bagage om verder te kijken naar hoe notes precies functioneren, hoe risico daarin wordt beheerst en welke rol rendement in de praktijk speelt.



3

De opkomst van gestructureerde producten

3.1 De zappende belegger

Het leven is de afgelopen decennia steeds complexer geworden. De keuzevrijheid is enorm, of het nu gaat om boodschappen, vakantiebestemmingen of televisiekanalen. Vroeger waren er slechts enkele zenders en was de keuze overzichtelijk. Tegenwoordig zappen we door tientallen, zo niet honderden programma's, vaak zonder dat we vooraf een bewuste selectie hebben gemaakt.

Een vergelijkbare ontwikkeling deed zich voor in de financiële wereld. Tot ver in de twintigste eeuw was beleggen overzichtelijk: aandelen en obligaties waren de belangrijkste beleggingscategorieën. Wie zekerheid en vaste inkomsten wilde, koos voor obligaties. Wie meer risico kon en wilde nemen, koos voor aandelen. Dat waren de "Nederland 1 en 2" van de beleggingswereld.

Vandaag is het landschap drastisch veranderd. De belegger kan niet alleen kiezen uit aandelen en obligaties, maar ook uit vastgoed, grondstoffen, private equity, hedgefondsen en talloze andere categorieën. Met één druk op de knop kan worden belegd in opkomende markten als India, Mexico of China. Nieuwe thema's als schone energie, kunstmatige intelligentie en cyber security hebben zich ontwikkeld tot volwaardige beleggingscategorieën.

Het resultaat: een overvloed aan mogelijkheden. Dat lijkt gunstig, maar maakt het tegelijkertijd moeilijker om de juiste keuzes te maken. Net als de televisiekijker die eindeloos zapt, kan de belegger van het ene naar het andere idee overstappen, zonder overzicht te behouden.

3.2 Beleggingsfondsen hielpen een handje

Vanaf de jaren tachtig boden beleggingsfondsen uitkomst. Zij namen de taak over om keuzes te maken tussen aandelen, obligaties en andere instrumenten. De fondsbeheerder selecteerde, de belegger hoefde slechts in te stappen. Dit gemak maakte beleggingsfondsen razend populair, zeker in een tijd waarin internationale spreiding nog moeilijk zelf te realiseren was.

Maar de ontwikkelingen stonden niet stil. Al snel werd duidelijk dat beleggingsfondsen weliswaar gemak boden, maar ook beperkingen kenden. Beleggers kregen behoefte aan meer maatwerk, en de markt speelde daarop in.

3.3 Specialisatie van fondsen en de opkomst van derivaten

In de jaren negentig en tweeduizend vond een sterke specialisatie plaats. Naast brede wereldwijde aandelenfondsen kwamen er fondsen die zich richtten op specifieke regio's, sectoren of thema's. Later volgden ETF's (exchange traded funds), die het mogelijk maken eenvoudig en goedkoop een index te volgen.

Tegelijkertijd ontwikkelden derivaten zich razendsnel. Opties en futures werden toegankelijk voor een breed publiek. Deze instrumenten boden de mogelijkheid om risico's te beperken of juist extra rendement na te streven. Een belegger die wilde profiteren van een aandelenstijging, maar bescherming zocht tegen een daling, kon dit combineren met een putoptie.

Voor professionele beleggers waren derivaten onmisbaar geworden. Maar voor de meeste particuliere beleggers bleef het gebruik ervan ingewikkeld. De kennis die nodig is om opties verantwoord in te zetten, ontbreekt vaak.

De combinatie van traditionele instrumenten (aandelen, obligaties) en nieuwe instrumenten (opties, futures) vormde echter wel de basis voor een geheel nieuwe categorie: gestructureerde producten, oftewel notes.

3.4 De populariteit van gestructureerde producten

Devraaghoeaandelen,obligaties,fondsen,ETF'senoptieshetbestegecombineerd kunnen worden, leidde tot de opkomst van notes. In de kern zijn dit producten die voor de belegger een bepaalde combinatie van risico en rendement vastleggen.

Sommige notes richten zich op kapitaalbescherming: de inleg is gedeeltelijk of volledig gegarandeerd, terwijl toch de kans bestaat op extra rendement. Andere notes zijn juist gericht op het behalen van een hoog rendement, maar accepteren daarbij grotere risico's.

De naam "gestructureerde producten" klinkt wellicht saai, maar de praktijk heeft laten zien dat ze zowel positieve als negatieve aandacht hebben getrokken. In de jaren voor de financiële crisis van 2008 waren er producten die hoge rendementen beloofden door grote risico's te nemen. De crisis liet zien dat dit niet altijd goed afliep.

Sindsdien is de nadruk veel meer komen te liggen op transparantie en geschiktheid. De invoering van Europese regels – zoals MiFID II en de PRIIPs-verordening – heeft de markt verder veranderd. Aanbieders zijn verplicht om beleggers duidelijke informatie te geven over risico's, kosten en scenario's. Notes worden tegenwoordig vaak gepresenteerd met backtests of succespercentages, zodat beleggers beter kunnen inschatten wat ze kunnen verwachten.

3.5 De markt in cijfers

De markt voor gestructureerde producten is wereldwijd groot en nog altijd groeiend. Rond 2026 wordt de omvang van de markt geschat op ruim 3.000 miljard euro. Europa en Azië zijn belangrijke regio's, met Zwitserland en Duitsland als voorlopers in particuliere beleggingen in notes.

In Nederland is de markt kleiner, maar de belangstelling groeit. Notes worden steeds vaker gezien als een aanvulling op aandelen en obligaties. Zij bieden beleggers de mogelijkheid om risico en rendement bewuster te sturen en beter te laten aansluiten bij persoonlijke doelen.

Ondanks de groei is het kennisniveau onder particuliere beleggers nog beperkt. Veel mensen kennen notes niet of hebben er slechts vaag van gehoord. Dat verklaart waarom educatie, zoals in dit boek, noodzakelijk blijft.

Conclusie

De financiële wereld is de afgelopen decennia drastisch veranderd. Waar beleggers vroeger konden volstaan met de keuze tussen aandelen en obligaties, worden zij nu geconfronteerd met een bijna onbeperkt aanbod van producten, markten en thema's. Beleggingsfondsen en ETF's boden gemak en toegankelijkheid, maar brachten ook nieuwe uitdagingen. De snelle opkomst van derivaten maakte het speelveld nog complexer.

Notes zijn ontstaan als antwoord op die complexiteit. Zij combineren verschillende instrumenten in één product, en maken het mogelijk om risico en rendement vooraf duidelijk te structureren. Hun populariteit is de afgelopen jaren sterk gegroeid, mede dankzij betere regelgeving en transparantie.

In het volgende hoofdstuk gaan we dieper in op de kenmerken van notes, en bekijken we hoe zij precies werken.



4

Wat zijn gestructureerde producten?

4.1 Meer dan een illusie

Hans Klok is een bekende illusionist. Hij wekt de indruk iemand te laten verdwijnen of transformeren – terwijl we er met onze neus bovenop zitten, blijft de achterliggende truc onzichtbaar.

Ook in de financiële wereld bestaan er 'illusies', maar dan van een andere orde. Hier wordt geen magie gebruikt, maar een combinatie van financiële instrumenten – zoals aandelen, obligaties en opties – die worden samengebracht in één product. Daarmee wordt de oorspronkelijke verhouding tussen risico en rendement aangepast. Het resultaat is geen truc, maar een gestructureerd product, ofwel een note.

Een klassiek voorbeeld: in de jaren 2000 kwamen certificaten op waarbij beleggers aan het einde van de looptijd hun volledige inleg terugkregen (zoals bij een obligatie), maar het rendement was gekoppeld aan een mandje aandelen. In plaats van een vaste rente hing de uitkering af van de prestaties van die aandelen. Dit leverde een hoger (of lager) rendement op dan een gewone obligatie, maar met behoud van kapitaal. Door financiële ingrediënten te combineren, ontstond zo een nieuwe balans tussen risico en rendement. Dat is de kern van een gestructureerd product.

4.2 Drie belangrijke kenmerken

Hoewel er talloze varianten bestaan, hebben bijna alle gestructureerde producten drie gemeenschappelijke kenmerken:

- Een vaste looptijd

Gestructureerde producten hebben altijd een vooraf bepaalde looptijd. Deze varieert meestal tussen de 1 en 7 jaar, maar uitschieters zijn mogelijk. De looptijd bepaalt niet alleen hoe lang je je geld vastzet, maar beïnvloedt ook de koersontwikkeling tussentijds én het uiteindelijke rendementsperspectief.

- **Een onderliggende waarde**

Het rendement is gekoppeld aan de prestaties van een onderliggende waarde, zoals een index (bijvoorbeeld de AEX), een individueel aandeel (zoals ASML), een mandje aandelen, grondstoffen, rente-instrumenten of zelfs beleggingsfondsen. De onderliggende waarde bepaalt de uitkeringsvoorwaarden van het product.

- **Een aangepaste verhouding tussen risico en rendement**

Dit is het meest kenmerkende aspect. Gestructureerde producten wijzigen het risico- en rendementsprofiel ten opzichte van een directe belegging in de onderliggende waarde. Daardoor ontstaan producten die bescherming bieden tegen koersdalingen, een vast rendement uitkeren bij zijwaartse markten, of juist met een hefboom inspelen op koersstijgingen.

Let op: er bestaan ook zogeheten trackers of indexcertificaten die één-op-één het rendement van een onderliggende waarde volgen. Deze vallen niet onder gestructureerde producten, omdat zij het risico- en rendementspatroon niet veranderen.

4.3 Voorbeeld: verandering in risico en rendement

Stel: een bank brengt een 5-jarige note uit op het aandeel ASML, met een 100% kapitaalgarantie. Aan het einde van de looptijd krijgt de belegger 70% van de koersstijging van ASML uitgekeerd.

- De looptijd is vast (5 jaar).
- De onderliggende waarde is ASML.
- Het risico- en rendementspatroon is anders dan bij een directe belegging in het aandeel.

Een directe belegging in ASML kent geen kapitaalbescherming, maar geeft wél recht op het volledige koersrendement én dividend. De note daarentegen beperkt het opwaarts potentieel tot 70%, maar biedt wel zekerheid over de inleg. Dividend wordt in dit geval vaak niet uitgekeerd aan de belegger – dat is als het ware de prijs voor de hoofdsombescherming.

Zo'n product is geschikt voor beleggers die geloven in een gematigde koersstijging, maar zich willen indekken tegen verliezen.

4.4 Statisch en dynamisch

De meeste gestructureerde producten worden opgebouwd uit een combinatie van obligaties (voor zekerheid) en opties (voor rendement). Dit resulteert in een statisch profiel: vooraf is precies vastgelegd welk rendement hoort bij welke prestatie van de onderliggende waarde. De belegger weet dus bij aanvang wat hij kan verwachten bij diverse scenario's.

Voorbeeld: bij een stijging van ASML met 10% ontvangt de belegger 7%; bij een stijging van 50% ontvangt hij 35%; bij een daling van de koers behoudt hij zijn volledige inleg.

Er zijn echter ook dynamische gestructureerde producten. Deze maken gebruik van een actief beleggingsbeleid in plaats van vaste optiestructuren. Dat zien we vaak bij producten die gebaseerd zijn op beleggingsfondsen of indices zonder voldoende optiehandel. Het risico- en rendementspatroon staat dan minder vast en is afhankelijk van actief beheer. Toch is ook hier het doel hetzelfde: een andere balans creëren tussen risico en rendement dan bij een directe belegging.

Conclusie

Gestructureerde producten zijn beleggingsinstrumenten met een vaste looptijd, een onderliggende waarde, en een specifieke wijziging in de verhouding tussen risico en rendement. Daarmee vormen ze een interessant alternatief voor directe beleggingen in aandelen, obligaties of indexen. De belegger krijgt vooraf inzicht in de scenario's en kan zo een bewuste keuze maken. In het volgende hoofdstuk bekijken we wat notes concreet kunnen toevoegen aan een portefeuille.



5

De voordelen

We concludeerden dat certificaten een diverse groep van beleggingsproducten vormen. Elk nieuw uitgebracht certificaat claimt zijn eigen unieke karakteristieken en voordelen. Die duizenden certificaten kunnen natuurlijk niet allemaal apart behandeld worden. Dat hoeft ook niet. Vanaf hoofdstuk 8 geven we een overzicht van de belangrijkste productcategorieën met hun specifieke kenmerken. In dit hoofdstuk worden de meer algemene voordelen van gestructureerde producten behandeld. Welke toegevoegde waarde kunnen ze voor u hebben? Waarom zou u eigenlijk geïnteresseerd zijn in deze producten?

5.1 Verlagen risico

Het belangrijkste kenmerk, en tegelijk de grootste kracht, van gestructureerde producten is de wijziging in het risico en het rendement van de onderliggende waarde. De meeste certificaten bieden de belegger een vermindering van het risico. In het vorige hoofdstuk gaven we het voorbeeld van een certificaat met ASML als onderliggende waarde en een 100% hoofdsomgarantie. Dat betekent dat, wat er ook met ASML gebeurt, u verzekerd bent van de terugbetaling van uw inleg. Zelfs als ASML failliet zou gaan, krijgt u 'gewoon' uw geld terug. Voor dit type garantie betaalt u, dat spreekt voor zich, een prijs. In het voorbeeld van het vorige hoofdstuk zag u dat de koersstijging van ASML niet voor 100% maar voor 70% werd gevolgd. Hoe beter de bescherming, hoe meer rendementsperspectief de belegger zal moeten opgeven.

Het voordeel van beleggen met bescherming van de inleg is dat een grote groep beleggers, die bepaalde risico's niet kan of wil lopen, zo toch de gelegenheid krijgt deel te nemen aan van oorsprong risicovolle beleggingen, bijvoorbeeld het aandeel ASML. Een tweede voordeel van het matigen van risico binnen een certificaat is dat het gemakkelijker wordt een positie in te nemen als u onzeker bent over uw visie. Stel, u verwacht een grote koersstijging van ASML, maar houdt het voor mogelijk dat een grote concurrent met een voor ASML onaangename verrassing komt. Dat zou uw positieve scenario flink in de war gooien en het aandeel ASML zou dan mogelijk fors kunnen dalen. Onder normale omstandigheden vindt u de risico's te groot, maar met een gehele of gedeeltelijke bescherming durft u een positie wel aan.

5.2 Verhogen rendement

Naast risico verlagende structuren is er ook een groeiend aanbod van certificaten met een verhoogd risico. De bedoeling daarvan is een beter rendement te behalen dan met een directe investering mogelijk zou zijn. Het gevolg van het extra risico is dat de kans op een (fors) verlies groter is, of eerder kan optreden dan wanneer u rechtstreeks in de onderliggende waarde belegt. Dat lijkt onaantrekkelijk. Maar op zichzelf kunnen certificaten die door middel van risicoverhoging uitzicht geven op een beter rendement, van nut zijn voor beleggers. Denkt u maar aan een belegging in een onderliggende waarde waarvan het te verwachten rendement beperkt is. Door extra risico's toe te voegen, kan het mogelijke rendement wél aantrekkelijk worden. Natuurlijk moet de potentiële belegger zich heel goed bewust zijn van de financiële consequenties van het verhoogde risicoprofiel. Vaak zijn in deze certificaten overigens enige veiligheidsmechanismen ingebouwd om het extra risico weer enigszins af te zwakken.

Certificaten waarbij u met een restschuld blijft zitten, zijn er bij ons weten niet meer. De serieuze uitgevende financiële instellingen verkopen deze structuren niet meer. U krijgt in hoofdstuk 10 voorbeelden van certificaten met een verhoogd risicoprofiel.

5.3 Visie omzetten in rendement

Beleggen is leuk als u rendement behaalt. Het is nog leuker als dat gebeurt op basis van een duidelijke visie. Gestructureerde producten kunnen behulpzaam zijn bij het omzetten van visie in rendement. Stel, u verwacht dat de grote Nederlandse bedrijven de komende jaren goed zullen presteren. Toch verwacht u maar een gematigde stijging van de AEX-index, want de koersen staan al hoog. U denkt dat de Amsterdamse aandelenindex de komende jaren met ongeveer 5% per jaar in koers zal toenemen. In vijf jaar tijd zou dat iets meer dan 25% zijn. Heeft het zin om in aandelen te beleggen? Laten we aannemen dat het rendement op veilige staatsobligaties met een looptijd van vijf jaar gelijk is aan 4,5%. Als uw visie op de AEX uitkomt, kunt u met een aandelenbelegging een half procentje per jaar meer verdienen. U loopt voor dat extra rendement wel risico. Als uw visie niet uitkomt, het bedrijfsleven presteert bijvoorbeeld matig, kan vanaf het hoge koersniveau de index fors dalen. Dat betekent een groot verlies op uw aandelenbelegging. Is dat risico het mogelijke extra rendement van 0,5% per jaar waard? Ik kan me goed voorstellen dat u die vraag negatief beantwoordt en afziet van een aandelenbelegging.

Via een gestructureerd certificaat is een aandelenbelegging op basis van uw visie toch aantrekkelijk te maken. In dit geval zou het om een certificaat kunnen gaan dat

de koersstijging van de onderliggende index aan het eind van de looptijd met de factor twee vermenigvuldigt en uitkeert. Een dubbele uitkering lijkt op het eerste gezicht te mooi om waar te zijn. De keerzijde is dat voor deze producten vaak een maximum geldt van de indexstijging. Laten we aannemen dat we te maken hebben met een certificaat dat de indexstijging tot maximaal 30% dubbel uitbetaalt. Dat zou betekenen dat de maximale aflossing gelijk is aan 160%. Een investering van 100 euro leidt zo tot een maximale eindbetaling van 160 euro. Als de AEX-index verder zou stijgen, blijft het rendement steken op 60% en wordt nooit hoger.

Bij een gematigde koersstijging van de AEX haalt het certificaat een beter resultaat dan de index. Als de index met 25% stijgt, zoals de belegger verwacht, dan lost het certificaat af tegen 150%, een winst van 50%. Dat is omgerekend een rendement van ongeveer 9,5% per jaar. Dat rendement vindt u mogelijk wél aantrekkelijk ten opzichte van wat u met een veilige obligatie kunt verdienen. Dit voorbeeld laat zien hoe een visie, als deze juist is, kan worden omgezet in rendement.

Het is mooi dat de koersstijging dubbel wordt uitgekeerd, maar we moeten ook oog hebben voor de nadelen. Als de AEX-index de komende vijf jaar zeer sterk in koers zou stijgen, met bijvoorbeeld 100%, dan blijft het rendement op het certificaat hangen op de maximale 60% (2 keer 30%). Bovendien, als uw visie niet uitkomt en de AEX daalt, kan het verlies behoorlijk oplopen. Het certificaat in dit voorbeeld is geen garantieproduct waarbij uw inleg verzekerd is. Daarom is dit certificaat beslist niet te vergelijken met een obligatie, waarvan de belegger weet dat na vijf jaar de hoofdsom netjes wordt terugbetaald. De vergelijking met het rendement op een staatsobligatie is in dit voorbeeld uitsluitend gebruikt om af te wegen of het de moeite waard is de extra risico's aan te gaan in relatie tot de mogelijk te behalen verdiensten.

5.4 Het gemak dient de belegger

Een voordeel van gestructureerde producten dat ons erg aanspreekt, maar dat hoeft natuurlijk niet voor u te gelden, is dat ze heel handig zijn voor luie beleggers. Certificaten zijn eigenlijk niets anders dan de kant-en-klaarmaaltijden waaruit u en wij in de supermarkt kunnen kiezen. Er zijn zelfs opvallende parallellen. Nog niet zo lang geleden hadden kant-en-klaarmaaltijden geen goede naam. Ze waren lang niet zo gezond als een vers bereid diner en de smaak was ook niet om over naar huis te schrijven. Dat laatste blijft natuurlijk een persoonlijke observatie, maar de maaltijden scoren tegenwoordig op beide aspecten veel beter.

De echte keukenprins zal zijn zelfbereide menu's beter, lekkerder en gezonder vinden. En dat is waarschijnlijk ook zo. Aan de andere kant, voor de kok met twee linkerhanden of voor iedereen die weinig tijd heeft, is een gemaksmaltijd waarschijnlijk beter dan zelfgemaakte, mislukte of eenzijdige menu's.

Met gestructureerde producten is het niet anders. Doe-het-zelvers beweren natuurlijk dat zij beter en goedkoper zelf complexe constructies in elkaar kunnen zetten. Voor de financiële keukenprinsen en -prinsessen met tijd en kennis van zaken sluiten wij zeker niet uit dat zij daarin slagen. Maar veel beleggers hebben gebrek aan zowel tijd als kennis om zelf constructies te fabriceren. Bovendien is het de vraag of zij makkelijk aan de financiële ingrediënten kunnen komen, zoals exotische opties of mandjes met aandelen op voor de doorsnee belegger moeilijk bereikbare beurzen. Wilt u profiteren van de specifieke risico-rendement kenmerken van de combinatie van diverse financiële instrumenten, dan is een door professionals gebouwde constructie te prefereren boven een met onvoldoende kennis opgebouwde positie.

5.5 Professionele strategieën

Het ouderwets beleggen lijkt steeds meer op de achtergrond te raken. Natuurlijk, een zorgvuldige selectie van aandelen en obligaties is nog steeds de basis van elke solide beleggingsportefeuille. Maar meer en meer worden aanvullend daarop speciale strategieën toegepast. Bekend zijn de hedge funds en private equity, die deels met vreemd vermogen op een alternatieve manier rendement proberen te maken. Vaak zijn die strategieën gebaseerd op koerspatronen uit het verleden, maar ze zijn soms ook ontwikkeld om in te spelen op speciale marktomstandigheden. Professionele beleggers maken al lang gebruik van deze beleggingsalternatieven, maar voor particuliere beleggers kunnen ze ook interessant zijn. Gestructureerde producten zijn voor particuliere beleggers zeer geschikte instrumenten om met professionele strategieën mee te liften. Technisch kan dat omdat via certificaten lage instapbedragen worden geboden, bijvoorbeeld coupures van 100 of 1000 euro. Vaak zijn professionele strategieën alleen toegankelijk voor zeer grote bedragen.

De echte toegevoegde waarde van certificaten met als onderliggende waarde een professionele strategie is de nagenoeg altijd ingebouwde (gedeeltelijke) bescherming. Dat is belangrijk, want veel strategieën hebben een relatief hoog risico. Zij zijn vaak niet gebaseerd op spreiding, maar juist gefocust op een klein, soms riskant, onderdeel van de financiële markt. In andere gevallen is er in de

strategie zelf geen sprake van verhoogd risico, maar is de uitvoering van de strategie moeilijk te voorzien. Dat impliceert dan ook een risico voor de belegger. Door de beveiliging via een garantie in deze certificaten worden deze professionele strategieën pas echt toegankelijk voor particuliere beleggers.

5.6 Nieuwe markten, regio's en sectoren

Een vergelijkbaar voordeel als dat van de toegang tot professionele strategieën is de mogelijkheid dat u met certificaten markten, sectoren en regio's kunt bespelen die lastig te bereiken zijn. Banken en vermogensbeheerders bieden de belegger tegenwoordig toegang tot een behoorlijk groot aantal financiële markten, maar het is toch niet gemakkelijk in alle mogelijk interessante indices of aandelen te handelen. Veel van deze indices zijn bovendien minder bekend en wellicht vol gevaren. Het risico is vaak slecht in te schatten. Het hogere risico kan de belegger er, begrijpelijk, van weerhouden om in deze mogelijk kansrijke sectoren of regio's te beleggen. Gestructureerde certificaten kunnen ook in dit geval de oplossing bieden, zodat de belegger niet alleen heel makkelijk een positie in bijvoorbeeld de Chinese aandelenmarkt kan verkrijgen, maar dat ook met een gehele of gedeeltelijke garantie op de hoofdsom kan doen.

5.7 Certificaten als alternatief voor beleggingsfondsen

Beleggingsfondsen kunnen toegevoegde waarde hebben voor beleggers. Professionals nemen het beheer van u over en u mag op vertrouwen dat zij met hun kennis van zaken tot een goed rendement proberen te komen. Toch is niet iedereen gecharmeerd van beleggingsfondsen. Uit onderzoek blijkt dat de prestaties van deze fondsen in veel gevallen achterblijven bij de benchmark. Een benchmark is de index, vaak een bekende zoals de AEX, waarmee de fondsbeheerder zijn eigen prestaties vergelijkt. Die wetenschap van achterblijvende prestaties doet een toenemend aantal beleggers kiezen voor indexfondsen en ETF's, die goedkoper en transparanter zijn dan beleggingsfondsen. Ook gestructureerde producten kunnen in dit verband een alternatief zijn omdat, en dit geldt uitsluitend voor de statische structuren, het risico en rendement vooraf vaststaan. De belegger kan vaak precies het rendement berekenen bij elke prestatie van de onderliggende index. Voor beleggers kan dit een voordeel zijn boven de onzekere en in het algemeen achterblijvende prestaties van beleggingsfondsen.

5.8 Weg met angst (en hebzucht)

De grootste vijand van een goed beleggingsresultaat wordt gevormd door de emoties angst en hebzucht. Misschien is angst niet altijd een slechte raadgever, maar in veel gevallen doet het afbreuk aan het beleggingsresultaat. We geven u het volgende voorbeeld. Stel, we zijn behoorlijk positief over ASML en denken dat de koers in een paar jaar tijd met 50% kan stijgen. We besluiten voor een flink bedrag aandelen te kopen. Helaas lijkt het koersverloop anders uit te pakken. De prijs van het aandeel daalt binnen een half jaar met 10%. Dat werkt op onze zenuwen. We informeren hier en daar naar de opinie van diverse deskundigen en, dat zul je net zien, die zijn allemaal negatief. We slaan de krant open, en ja hoor, een uiterst somber verhaal over ASML. De angst slaat toe en we denken na over de gevolgen van een mogelijk verdere koersdaling. We zien de koers van ASML in een nachtmerrie halveren. Ons besluit staat vast, we moeten de aandelen dumpen, zo snel mogelijk. Liever een verlies van 10% dan het risico dat deze investering ons nog veel meer geld gaat kosten. U begrijpt waar dit op uitloopt. Na de verkoop loopt de koers van het aandeel weer op en zijn de berichten over het concern 'ineens' weer positief. Een certificaat, met ASML als onderliggende waarde en een volledige hoofdsomgarantie, had ons kunnen behoeden voor het nemen van een op angst gebaseerde beleggingsbeslissing. We weten immers zeker dat we aan het eind van de looptijd onze investering terugkrijgen en hoeven ons niet druk te maken over (tussentijdse) koersdalingen.

We willen met dit voorbeeld overigens niet aangeven dat beleggers de tussentijdse ontwikkelingen bij, in dit geval, ASML niet kritisch moeten volgen. Er kan zeker een moment zijn dat het verstandig is te besluiten het aandeel ASML (of het certificaat met ASML als onderliggende waarde!) van de hand te doen. Maar dan moet zo'n beslissing gebaseerd zijn op rationele overwegingen en niet op emotionele gronden. Gestructureerde producten kunnen helpen om beslissingen gebaseerd op emoties te vermijden.

5.9 Pensioen en andere leuke zaken

Last but not least is geen misplaatst cliché als we het voordeel noemen dat u met gestructureerde producten uitstekend kunt sturen op het behalen van een vooraf gewenst rendement. Dat is ideaal voor alle beleggingen die met een speciaal doel voor ogen worden gedaan, bijvoorbeeld een pensioen, de studie van uw kinderen of een duurdere woning. U kunt bijvoorbeeld voor een traditionele beleggingsstrategie kiezen in aandelen, obligaties of andere beleggingscategorieën. U wacht het mogelijke rendement af en hopelijk is na een bepaalde periode, bijvoorbeeld 10 jaar,

voldoende rendement behaald. Heeft u geluk, en is het rendement hoger dan verwacht, dan beschikt u over ruim voldoende middelen. Misschien wel veel meer dan u op dat moment nodig heeft. Het is ook mogelijk dat uw beleggingen minder goed renderen en u uw doelen wellicht niet kunt financieren. Met gestructureerde producten kunt u sturen op het gewenste rendement door bijvoorbeeld de kans op een zeer hoog rendement op te geven in ruil voor een grotere kans op het voor uw doelstellingen benodigde rendement. We leggen dat in onderstaand voorbeeld uit. Stel, u heeft over tien jaar 18.500 euro nodig om de studie van uw kind te bekostigen. U heeft zich goed laten informeren en dat bedrag is beslist voldoende. Een hoger bedrag is niet noodzakelijk, maar met veel minder dan 18.500 euro is de studie voor uw kind onmogelijk. U heeft momenteel een bedrag van 10.000 euro beschikbaar. Om in tien jaar 10.000 euro te laten groeien naar 18.500 euro is een jaarrendement van ongeveer 6,5% vereist. Dat wordt moeilijk als veilige staatsobligaties een vast rendement geven van bijvoorbeeld 4,5%. Dat rendement is niet genoeg om het benodigde bedrag bijeen te vergaren. Een rendement van 4,5% betekent dat na tien jaar op een investering van 10.000 euro 'slechts' 5.500 euro wordt verdiend en het eindsaldo uitkomt op 15.500. Een mooie som geld, maar niet genoeg om de studie te betalen. Dan maar in aandelen, met een verwacht rendement van bijvoorbeeld 8,5%? Als die verwachting uitkomt, zou dat na tien jaar ruim 22.500 euro opleveren. Dat is ruim voldoende en er is zelfs 4.000 euro over. Leuk, maar de uitkomst van 8,5% rendement is niet zeker. Er is een kans dat het rendement veel lager uitkomt en misschien lijdt u zelfs een verlies. Bovendien heeft u die 4.000 euro niet nodig om de studie te bekostigen.

In deze situatie kan een certificaat dat de kans op meer dan 6,5% aandelenrendement opgeeft in ruil voor een grotere kans op de gewenste 6,5% uitkomst bieden. Een gewone aandelenbelegging geeft bijvoorbeeld een kans van 70% op een rendement van 6,5% of meer. Een gestructureerd certificaat dat het rendementsperspectief ombuigt in de gewenste richting, verhoogt de kans naar 85% op het (maximum) rendement van 6,5%. U heeft nu een grotere kans op het gewenste rendement, maar geeft daarvoor wel een eventueel hoger rendement op.

5.10 Tot slot

In dit hoofdstuk zag u een lange lijst met voordelen van gestructureerde producten. Die zullen niet allemaal tegelijk gelden. Het is een opsomming van de mogelijke voordelen. U zult zelf moeten aangeven welke van de genoemde voordelen voor u van toepassing zijn bij het financiële product van uw keuze.

Tot slot, de genoemde voordelen van gestructureerde producten kunnen in veel gevallen ook door verstandig portefeuillebeheer bereikt worden, in combinatie met de beschikbare beleggingsinstrumenten. Maar dat is niet altijd even eenvoudig. De kracht van gestructureerde producten is dat ze op een simpele manier tot één of meer van de in dit hoofdstuk genoemde voordelen kunnen leiden.



6

De kosten

6.1 Alles heeft zijn prijs

Het is vanzelfsprekend dat er kosten verbonden zijn aan notes. Geen enkele dienst of product kan bestaan zonder dat de gemaakte kosten op een of andere manier worden doorberekend. Dat geldt voor een medische behandeling, een bouwproject of een verzekering, maar net zo goed voor de structurering en distributie van financiële producten zoals notes. De omvang van die kosten is van belang, want hoe hoger de kosten, hoe lager het uiteindelijke rendement voor jou als belegger. Het is daarom essentieel dat kosten in verhouding staan tot het mogelijke rendement en tot de mate van complexiteit van het product.

Minstens zo belangrijk is transparantie. Een belegger moet kunnen begrijpen welke kosten er precies worden gemaakt, hoe ze worden berekend en op welke manier ze worden doorberekend. De financiële sector heeft hierin niet altijd een vlekkeloze reputatie gehad. Gebrek aan transparantie heeft in het verleden geleid tot wantrouwen en soms tot misverstanden of zelfs tot rechtszaken. Vooral omdat notes complexe structuren kunnen zijn, is het voor een particuliere belegger vaak onmogelijk om zelf te reconstrueren welke kosten er werkelijk in de prijs zijn verwerkt.

Om dat te verbeteren zijn in Europa de afgelopen jaren diverse regels ingevoerd, zoals MiFID II en de verplichting van een PRIIPs Key Information Document (KID). Daarin moeten aanbieders duidelijk inzicht geven in de kosten en lasten die verbonden zijn aan een product, zowel vóór aankoop (ex-ante) als achteraf (ex-post). Ook moeten ze aangeven wat de impact van die kosten is op het rendement, vaak uitgedrukt als Reduction in Yield (RIY). In dit hoofdstuk nemen we de verschillende soorten kosten onder de loep en leggen we uit wat de gevolgen daarvan zijn voor jou als belegger.

6.2 Soorten kosten

6.2.1 Directe kosten

Voordat een note kan worden uitgegeven, is er veel werk verzet. Experts van de uitgevende instelling bedenken de structuur, rekenen de scenario's door, bepalen de opties en obligaties die nodig zijn om de payoff mogelijk te maken, en zetten posities uit in de markt. Al deze activiteiten brengen kosten met zich mee.

De directe kosten van een note zijn opgebouwd uit verschillende elementen:

- **Structureringskosten:** de kosten die samenhangen met het ontwerpen en modelleren van de constructie, inclusief juridische documentatie, scenario-analyses en risico-afdekking.
- **Transactiekosten:** kosten die gemaakt worden voor de aankoop van de financiële instrumenten (zoals opties, obligaties of futures) die nodig zijn om de note te bouwen.
- **Distributie- en marketingkosten:** kosten die de uitgevende instelling maakt om de note onder de aandacht te brengen, via banken, vermogensbeheerders en andere distributiekkanalen.
- **Administratiekosten:** het onderhouden van de administratie, het uitkeren van eventuele coupons en het verzorgen van de jaarlijkse rapportage.

Bij relatief eenvoudige, statische notes blijven de directe kosten doorgaans beperkt. Maar bij dynamische notes, waarbij een actieve strategie wordt gevolgd of waarbij de onderliggende waarde regelmatig wordt aangepast, komen daar nog beheerkosten bij. Bovendien werken sommige dynamische notes met een hefboom, waarbij geleend geld wordt ingezet om de exposure te vergroten. Dat brengt uiteraard financieringskosten met zich mee.

Het is goed om te benadrukken dat kosten bij statische notes vaak “verstopt” lijken omdat ze verwerkt zijn in de uitgiftekoers. Maar dat betekent niet dat ze er niet zijn. De aanschaf van opties en obligaties wordt gefinancierd uit jouw inleg, en een deel daarvan wordt gebruikt om de kosten te dekken. In werkelijkheid zijn statische en dynamische notes daardoor niet altijd goed te vergelijken: het kostenniveau manifesteert zich op een andere manier.

6.2.2 Indirecte kosten

Naast directe kosten bestaan er ook indirecte kosten. Die komen vooral voor wanneer de onderliggende waarde van een note een actief beheerd beleggingsfonds is. Dat fonds rekent op zijn beurt ook beheerkosten, die jij als belegger indirect meebetaalt.

Het wordt nog complexer bij een fonds-van-fondsen. Daarbij belegt een fonds in andere fondsen, die ieder hun eigen kosten rekenen. In zo'n situatie kunnen de totale indirecte kosten behoorlijk oplopen. Soms maakt de uitgevende instelling afspraken met de beheerder van het onderliggende fonds zodat jij slechts een deel van de kosten betaalt. Maar in veel gevallen draag je ze volledig, waardoor het uiteindelijke rendement lager uitvalt.

6.2.3 Verkoopkosten

Als je besluit een note vóór de einddatum te verkopen, krijg je te maken met handelskosten. Dit zijn meestal niet zozeer expliciete verkoopkosten, maar eerder de kosten die voortkomen uit de bied- en laatspread.

De biedprijs is de prijs waartegen je de note kunt verkopen, de laatprijs de prijs waartegen je kunt kopen. Het verschil hiertussen is de spread, die vaak rond de 1% ligt. In de praktijk betekent dit dat je bij verkoop al snel zo'n 0,5% van de waarde verliest door deze spread. Daarnaast kunnen brokers nog een eigen commissie rekenen voor de uitvoering van de transactie.

6.3 De omvang van de kosten

De uiteindelijke hoogte van de kosten hangt sterk af van de aard en de complexiteit van de note.

- Eenvoudige, statische notes (bijvoorbeeld gekoppeld aan een bekende index zoals de AEX) zijn doorgaans relatief goedkoop. Eventuele garanties worden geconstrueerd met eenvoudig verkrijgbare opties en nulcouponobligaties. Voor dit soort notes liggen de kosten vaak in een bandbreedte van 0,5% tot 1,0% per jaar. Bovendien geldt: hoe langer de looptijd, hoe lager de jaarlijkse kosten in verhouding.
- Complexe notes zijn duurder. Bijvoorbeeld wanneer er geen gebruik wordt gemaakt van een standaardindex, maar van een speciaal ontwikkelde, door derden samengestelde index. Ook dynamische strategieën brengen hogere

kosten met zich mee, vooral als ze actief worden beheerd. Bij onderliggende hedgefondsen of fondsen-van-fondsen kan het totale kostenniveau zelfs oplopen tot 5% per jaar of meer.

Daarbovenop kan een performance fee komen, vaak 10% tot 20% van het positieve resultaat boven een bepaalde drempel. Deze prestatievergoeding kan aantrekkelijk zijn als de strategie daadwerkelijk uitzonderlijk presteert, maar vormt een extra last als de resultaten tegenvallen.

De kern is: kosten moeten altijd worden beoordeeld in relatie tot het rendementsperspectief. Een kostenniveau van 5% kan gerechtvaardigd zijn voor een zeer complexe en kansrijke strategie, maar is volstrekt onacceptabel als de note nauwelijks meer oplevert dan een staatsobligatie.

6.4 “De cost gaet voor de baet uyt”

6.4.1 Statische structuren

In brochures van notes lees je vaak: “Alle kosten zijn verwerkt in de uitgifteprijs.” Dat klopt meestal. Bij statische structuren worden de kosten bij uitgifte verrekend, zodat er tijdens de looptijd geen extra kosten in rekening worden gebracht. Het rendement dat je uiteindelijk behaalt, is inclusief de kosten.

Dat wil echter niet zeggen dat kosten onbelangrijk zijn. Integendeel, de omvang van de kosten bepaalt hoeveel geld er werkelijk wordt geïnvesteerd in de constructie. Stel: je schrijft in op een 5-jarige note op de AEX tegen een koers van 101%. In de brochure staat dat de kosten 3% bedragen en dat die al volledig in de koers zijn opgenomen. Dat betekent dat van de 101 euro die jij betaalt, slechts 98 euro daadwerkelijk wordt besteed aan de financiële bouwstenen (obligaties en opties). Een vergelijkbare note met 5% kosten kan slechts 96 euro investeren. De voorwaarden van die tweede note zullen dus minder gunstig zijn.

Een verschil van enkele tienden procent kosten per jaar kan op het eerste gezicht klein lijken, maar over een periode van vijf jaar kan dat honderden euro's schelen op een belegging van €10.000. Kosten zijn dus direct zichtbaar in de kwaliteit van de payoff.

6.4.2 Dynamische structuren

Bij dynamische notes werkt het anders. Omdat de relatie tussen de onderliggende waarde en het uiteindelijke rendement niet volledig vooraf vastligt, worden de kosten doorgaans jaarlijks in rekening gebracht. Denk hierbij aan beheerkosten en soms een performance fee.

Dit maakt het des te belangrijker om de kosten te relateren aan het verwachte rendement. Als een dynamische strategie 5% kosten per jaar rekent, moet de toegevoegde waarde wel uitzonderlijk hoog zijn. Een strategie die slechts af en toe goed presteert, maar verder gemiddelde resultaten laat zien, kan dit kostenniveau nooit rechtvaardigen.

6.5 Zijn notes goedkoper na emissie?

Sommige beleggers denken slim te zijn door een note niet direct bij uitgifte te kopen, maar later op de beurs. Het idee is dat de initiële kosten dan al door anderen zijn betaald. In de praktijk blijkt dat voordeel meestal een illusie.

De uitgevende instelling onderhoudt doorgaans een markt in de note en hanteert bied- en laatprijzen. Deze prijzen bevatten in de eerste jaren na uitgifte nog steeds de kosten die bij de emissie zijn verrekend. Die kosten “lopen” langzaam uit de prijs, vaak over een periode van twee à drie jaar.

Dat betekent dat een belegger die kort na emissie instapt meestal niet goedkoper uit is. Sterker nog, door de bied- en laatspread kan de effectieve aankoopprijs zelfs hoger zijn dan bij deelname aan de emissie. Pas na enkele jaren kan de prijs iets gunstiger lijken doordat een deel van de kosten is uitgelopen, maar tegen die tijd is de waarde van de note vooral bepaald door de ontwikkeling van de onderliggende waarde. Het oorspronkelijke voordeel van de voorwaarden bij uitgifte kan dan verdwenen zijn.

De conclusie is dat het zelden zinvol is te wachten met de aanschaf van een note als je de voorwaarden aantrekkelijk vindt. De secundaire markt kan soms mooie kansen bieden, maar dat is meestal afhankelijk van bijzondere koersontwikkelingen en niet van kostenvoordeel.

6.6 Nog meer kosten... ?

Naast de expliciete kosten zijn er ook elementen die je rendement beperken, maar die formeel geen kosten zijn.

- **Dividendinhouding:** bij veel equity-notes ontvang je geen dividend, terwijl de onderliggende aandelen dat wel uitkeren. Dit “bespaarde” dividend wordt gebruikt om bijvoorbeeld de kapitaalbescherming of een vaste coupon te financieren.
- **Beperkingen op het opwaarts potentieel:** veel notes kennen een maximum rendement (cap) of een participatiegraad lager dan 100%. Dat is de prijs die je betaalt voor de zekerheid van bescherming of voor het ontvangen van een hoge vaste coupon.
- **Rente- en volatiliteitsfactoren:** de waarde van opties hangt af van rente en volatiliteit. Bij hoge volatiliteit zijn opties duurder, waardoor de voorwaarden van een note minder gunstig kunnen worden. Dit is geen kostenpost, maar een marktfactor.
- **Kredietrisico van de uitgever:** de obligatiecomponent van een note weerspiegelt de kredietwaardigheid van de uitgevende bank. Een hogere risico-opslag leidt tot minder geld dat beschikbaar is voor de constructie. Ook dit is geen expliciete kostenpost, maar wel een factor die het rendement beïnvloedt.

Het is belangrijk deze rendementsbeperkingen niet te verwarren met kosten. Het zijn geen vergoedingen voor de uitgevende instelling, maar economische voorwaarden die voortvloeien uit de manier waarop de note is opgebouwd.

6.7 Samenvattend

Kosten maken een wezenlijk onderdeel uit van elke note. Ze zijn niet per se een probleem – zonder kosten kan er geen product worden ontwikkeld – maar het is cruciaal dat jij als belegger weet welke kosten je betaalt, hoe ze worden berekend en wat hun effect is op je uiteindelijke rendement.

De kunst is om altijd de afweging te maken: staan de kosten in verhouding tot de potentiële opbrengsten en de geboden bescherming? Een lage kostennote kan beter renderen dan een dure, maar een complex product met hogere kosten kan toch aantrekkelijk zijn als de strategie en payoff uitzonderlijke kansen bieden.

Kortom: kosten zijn geen randverschijnsel, maar een integraal onderdeel van het rendement. Ze verdienen je volledige aandacht bij het kiezen van de juiste note.



7

De complexiteit

7.1 Wat is het probleem?

Gestructureerde financiële producten zijn complex omdat ze bestaan uit meerdere beleggingsinstrumenten, zoals obligaties en opties. Dat is op zichzelf geen probleem – integendeel, het bouwen van zulke structuren laat je juist over aan specialisten. Jij huurt hen in omdat zij, met kennis van zaken, een note kunnen samenstellen met een doelgerichte balans tussen risico en rendement. Het probleem voor jou als belegger is dat door die complexiteit de werking van de note niet meer vanzelf spreekt.

Dat leidt tot lastige, maar cruciale vragen: wat zijn precies de risico's van de note? Hoe ziet het kans profiel op een goed (of slecht) rendement eruit? Welke mechanismen zorgen er concreet voor dat het rendement tot stand komt? Een zorgvuldig antwoord op die vragen is essentieel om te beoordelen of een note voor jou aantrekkelijk is.

Complexiteit speelt bij alle gestructureerde producten, zowel statisch als dynamisch. Bij statische notes is de uitbetaling in relatie tot de onderliggende index of het aandeel vaak nog goed te modelleren, maar dan moet je wel weten wat de parameters betekenen. Als je in een brochure leest dat het maximale rendement 18% per jaar bedraagt, dan zegt dat weinig zolang je niet weet wanneer en met welke waarschijnlijkheid dat maximum wordt gehaald, en welke scenario's ertussen mogelijk zijn.

7.2 Tussentijds koersverloop

Zelfs als je de eind-payoff van een note begrijpt, blijft het tussentijdse koersverloop een uitdaging. De noteprijs reageert niet op één, maar op meerdere bouwstenen tegelijk. Je moet dus het gedrag van die bouwstenen – en hun onderlinge samenhang – doorgronden.

Neem obligaties. Ze lijken eenvoudig: je krijgt periodiek een coupon en op eind-datum de hoofdsom terug. Maar tussentijds bewegen obligatiekoersen omgekeerd aan de marktrente: stijgt de rente, dan daalt de koers; daalt de rente, dan stijgt de koers. Daarbij reageren langlopende obligaties sterker dan kortlopende (duration).

Het effectieve rendement van een obligatie hangt dus af van zowel coupon, resterende looptijd als marktprijs.

Opties zijn nog complexer. De prijs van een optie wordt bepaald door meerdere variabelen: de koers van de onderliggende waarde, de resterende looptijd, de rente, het verwachte dividend en vooral de volatiliteit (beweeglijkheid). Hogere verwachte volatiliteit maakt opties duurder. Daarnaast speelt de verhouding tussen uitoefenprijs en actuele koers een grote rol. De prijsstelling volgt geen simpele regel maar wiskundige modellen zoals Black-Scholes of varianten daarvan.

Bundel je een obligatie en opties in één note, dan vergroot je de complexiteit van het tussentijdse koersgedrag. De koers van de note wordt beïnvloed door renteveranderingen (obligatiecomponent), door veranderingen in volatiliteit en tijdsverloop (optiecomponent), en natuurlijk door de beweging van de onderliggende waarde zelf. Hoe langer de resterende looptijd, hoe groter de kans dat de tussentijdse noteprijs aanzienlijk afwijkt van de koersontwikkeling van de onderliggende waarde – ook als de einduitkering netjes de afgesproken payoff volgt.

Dat is vooral relevant als je overweegt tussentijds te verkopen. Dan telt niet alleen het eindscenario, maar vooral de prijsvorming onderweg. In de praktijk loopt een note bijna nooit één-op-één mee met de onderliggende waarde: rente, dividendverwachting, volatiliteit en tijdswaarde spelen allemaal mee.

7.3 Dynamische structuur en rendement

Bij dynamische notes, zoals CPPI-achtige constructies of strategie-indices, is de complexiteit nog groter. Het rendement komt niet voort uit een vaste combinatie van opties en obligaties, maar uit actief beheer: het systeem verhoogt of verlaagt de exposure afhankelijk van marktomstandigheden en vooraf gedefinieerde regels.

Gevolg is dat de prestatie van de onderliggende waarde en die van de note structureel uiteen kunnen lopen – niet alleen tussentijds, maar zelfs op einddatum. Een strategie kan rationeel gezien “doen wat hij moet doen” (bijvoorbeeld risico terugschakelen na een daling om een garantieniveau te bewaken), en toch achterblijven bij een direct gehouden onderliggende waarde, zeker in markten met scherpe dalingen gevolgd door snel herstel. Het omgekeerde kan ook: in rustig stijgende markten kan een dynamische note tijdelijk bovengemiddeld presteren door verhoogde exposure.

Vooraf exact voorspellen hoeveel de prestatie zal afwijken is lastig, want de uitkomst is pad-afhankelijk: het maakt uit hoe de markt beweegt, niet alleen waar je eindigt. Dat vraagt om vertrouwen in de ontwerpkeuzes (regels, parameters, rebalancing-frequentie, limieten) en in de uitvoering (slippage, spreads, operationele discipline).

Als belegger wil je daarom helderheid over:

- de regelset (wanneer wordt exposure verhoogd of verlaagd; zijn er minimum- of maximumgrenzen?),
- de marktomgeving waarin de strategie doorgaans goed presteert (bijvoorbeeld rustige, trendmatige markten) en waarin juist niet (bijvoorbeeld volatiele zaagtandpatronen),
- de neveneffecten (cash-out risico bij CPPI, transactiekosten en spreads bij veel rebalancing),
- en de interactie met rente en volatiliteit (die de speelruimte voor exposure of optiebudget beïnvloeden).

Samengevat: complexiteit is geen reden om notes links te laten liggen, maar wel een reden om systematisch te kijken waardoor een payoff werkt, wanneer hij werkt, en wat het voor je betekent als je tussentijds wilt handelen. De praktische weg vooruit is: eerst de hoofdlijnen (payoff en voorwaarden), dan de prijsdrivers (rente, dividend, volatiliteit, tijd), vervolgens het gedrag onderweg (tussentijds koersverloop), en – bij dynamische structuren – de regellogica en pad-afhankelijkheid. Vanuit die basis kun je in de volgende hoofdstukken de belangrijkste producttypen langs eenzelfde meetlat leggen en toetsen of een specifieke note past bij jouw doel, horizon en risicovoorkeur.



8

Veiligheidsriemen om: notes met garantie

8.1 Garantie voor succes

Tot nu toe spraken we in algemene termen over gestructureerde producten. Het wordt tijd wat dieper op de materie in te gaan en de praktische toepassingen onder de loep te nemen. Want dat notes de verhouding tussen risico en rendement wijzigen is duidelijk, maar wat betekent dat precies voor de belegger? De nu volgende twee hoofdstukken zijn geheel gewijd aan garanties en de daaraan gerelateerde koers-clicks in gestructureerde producten. De reden om zo uitgebreid stil te staan bij garanties is eenvoudig. Garanties vormen de basis van de meeste notes en zijn de oorzaak van de enorme groei in populariteit.

Het lijkt ook te mooi om waar te zijn: notes die garanties geven waardoor de belegger kan deelnemen aan risicovolle beleggingen zonder de bijbehorende gevaren. Dat er behoefte bestaat aan dit type producten is niet verwonderlijk. Regelmatig worden beleggers in aandelen of andere risicovolle instrumenten geconfronteerd met forse en vooral onverwachte koersdalingen. Het meest recente en pijnlijke voorbeeld was de coronabeurscrash van half februari 2020 tot half maart van dat jaar, waarbij de AEX-index in een korte periode meer dan 30% daalde. Niet alleen voor veel particuliere beleggers kan zo'n periode een financiële lijdensweg zijn, maar ook professionele partijen kunnen zich verslikken als de beurs in korte tijd fors daalt. Zij ondervinden, net als particulieren, soms problemen door (te) grote aandelenposities en door emoties ingegeven gedrag. Garantieproducten kunnen een oplossing zijn om deze negatieve aspecten van beleggingsgedrag tegen te gaan.

8.2 Garanties: wat en wie?

8.2.1 Inleg en hoofdsom

Garantie-notes kwamen in eerdere hoofdstukken al kort aan de orde. Toen spraken we over garanties die ervoor zorgen dat de belegger de inleg aan het eind van de looptijd weer terugkrijgt. Dit is eigenlijk een onnauwkeurige formulering. Garanties hebben vrijwel altijd betrekking op de hoofdsom, ook wel nominale waarde genoemd. Als in een brochure wordt gesproken over een 100% garantie, dan wordt bedoeld dat aan het eind van de looptijd minimaal 100% van de nominale waarde of hoofdsom wordt uitgekeerd. De hoofdsom is het bedrag waaraan alle

verplichtingen van de uitgevende instellingen zijn verbonden. Anders gezegd, het is de omvang van de vordering die jij hebt op de uitgevende instelling. De hoofdsom is niet per definitie gelijk aan de inleg.

Soms is de inschrijfkoers op een note bijvoorbeeld 102%. Dat betekent dat je de uitgevende instelling 102% van de hoofdsom moet betalen om de note te kopen. Die hoofdsom kan 100 euro zijn, maar ook 1.000 euro of 10.000 euro. Een inschrijfkoers van 102% betekent een inleg van respectievelijk 102, 1.020 of 10.200 euro. De garantie aan het eind van de looptijd gaat bijna altijd over (een deel van) de hoofdsom, behalve als er sprake is van koersclicks (zie paragraaf 8.5*). De koers van 102% betekent dat je, ondanks een volledige garantie, toch nog tegen een verlies van 2% kunt aanlopen. Bij een lange looptijd van tien jaar valt dat nog mee, maar als het om een korte looptijd gaat, is 2% toch significant.

Van belang is voorts dat je je realiseert dat de garantie bijna altijd uitsluitend geldt aan het eind van de looptijd. Tussentijds kun je er geen beroep op doen en notes met een garantie kunnen gedurende de looptijd flink in prijs dalen, zeker in het geval het nog lang duurt voordat de note wordt afgelost.

Het spreekt voor zich dat als de note tussentijds in koers stijgt, de garantie minder waarde krijgt. Immers, de garantie betreft alleen de hoofdsom. Als je een note op de beurs koopt tegen een koers van 120% met een volledige hoofdsomgarantie, kunnen de 20% die je bovenop de hoofdsom hebt betaald aan het eind van de looptijd weer verloren gaan. De garantie geldt immers alleen op de hoofdsom.

8.2.2 De debiteur

De zekerheid dat je minimaal (een deel van) de hoofdsom aan het eind van de looptijd terugbetaald krijgt, wordt door de uitgevende instelling van de note gegeven. De uitgevende instelling is de debiteur. De debiteur moet solide genoeg zijn om de garantie waar te maken. Gaat de uitgevende instelling voor het einde van de looptijd van de note failliet, dan heb je niets aan de garantie en kun je alsnog je geld kwijtraken.

De meeste grote financiële instellingen ken je waarschijnlijk wel en je mag erop vertrouwen dat zij financieel gezond zijn. Als het om Nederlandse partijen gaat, houdt De Nederlandsche Bank toezicht. Buitenlandse financiële instellingen staan onder controle van toezichthouders in het land van vestiging. Het toezicht geeft op zichzelf geen garantie dat elke partij financieel even solide is. Een onderscheid in de

financiële kracht van bedrijven en financiële instellingen wordt aangebracht door grote ratingbureaus zoals S&P en Moody's. Zij waarderen de financiële gezondheid met lettercombinaties als AAA (financieel zeer sterk bedrijf) tot C (financieel heel zwak bedrijf). Let dus goed op de kwaliteit van de financiële instelling die de garantie geeft (de debiteur). Bedenk dat hoe langer de looptijd van een note is, hoe belangrijker de kwaliteit van de debiteur. Immers, er kan in de tussentijd veel gebeuren als de looptijd van een note bijvoorbeeld 15 jaar is.

8.3 Soorten garanties

De meest bekende garantie is die waarbij je aan het eind van de looptijd minimaal de hoofdsom geheel terugkrijgt. Maar er zijn diverse soorten garanties en de in de note gekozen vorm heeft grote consequenties voor het deel van de hoofdsom dat uiteindelijk verzekerd is. We zetten de verschillende garanties voor je op een rijtje:

8.3.1 Onvoorwaardelijke volledige garantie

Deze garantie betekent dat de uitgevende instelling aan het eind van de looptijd minimaal de gehele hoofdsom uitkeert, onafhankelijk van het resultaat van de onderliggende waarde. Er is geen enkele voorwaarde verbonden aan deze garantie. Het tussentijdse koersverloop van de onderliggende waarde (bijvoorbeeld de AEX-index) is van geen enkel belang voor het gestand doen van de garantie.

We wijzen je er nog op dat de uitgevende instelling vrijwel altijd een voorbehoud maakt met betrekking tot de garantie als het gaat om significante wijzigingen in bijvoorbeeld de belastingwetgeving. In sommige gevallen kan dat betekenen dat de note vervroegd wordt afgelost. Dat zal dan meestal gebeuren tegen een zodanige waarde, dat het bedrag gedurende de resterende looptijd alsnog uitgroeit tot de garantiewaarde, mits je het afgeloste bedrag in een obligatie belegt. Dit voorbehoud is formeel, en vervroegde aflossing is om die reden bij mijn weten in Nederland nog nooit voorgekomen.

8.3.2 Onvoorwaardelijke gedeeltelijke garantie

Met dit soort garanties ben je ervan verzekerd dat aan het eind van de looptijd minimaal een vooraf aangegeven gedeelte van de hoofdsom wordt terugbetaald. Een gedeeltelijke garantie kan bijvoorbeeld 90% van de hoofdsom bedragen. Als de onderliggende waarde aan het eind van de looptijd is gedaald, keert de note in ieder geval 90% van de hoofdsom uit. Bedenk wel dat bij dit soort garanties je een verlies van 10% lijdt als de onderliggende waarde aan het eind van de looptijd in koers onveranderd is gebleven. We komen hier in paragraaf 9.5* op terug.

8.3.3 Onvoorwaardelijke buffer (airbag)

Bij een onvoorwaardelijke buffer geeft de note bescherming tot een bepaald vooraf vastgesteld niveau van de koersdaling van de onderliggende waarde. Als de onderliggende waarde verder wegzakt, loopt het verlies op de note meer dan evenredig op.

Voorbeeld: een 5-jarig note op ASML heeft een buffer ingebouwd tot een koersdaling van het aandeel met 20%. Een koersval boven dit percentage wordt met de factor 1,25 doorgegeven. Wat betekent dit voor de eindwaarde van de note als het aandeel ASML is gedaald?

Van een koersdaling tot 20% heeft de belegger geen last, de aflossing na vijf jaar is in die gevallen op 100%. Als het aandeel echter met 30% in koers is gedaald, wordt over 10% de factor 1,25 losgelaten. De uitkomst is 12,5% en dat is het verlies dat de belegger lijdt. De aflossing is op 87,5%. Het verlies is beperkter dan de daling van het aandeel met 30%. Maar hoe sterker het aandeel wegzakt, hoe minder je aan de bescherming hebt. Mocht het aandeel met 100% in koers dalen en niets meer waard zijn, dan heeft ook de note geen waarde meer. Immers, het verlies komt voor de note ook uit op 100% ($= 80\% \times 1,25$). Een dergelijke vorm van bescherming noemen we een airbag.

8.3.4 Voorwaardelijke gehele of gedeeltelijke garantie

De voorwaardelijke garantie, vaak volledig maar soms gedeeltelijk, betekent dat deze uitsluitend geldt als aan één of meer vooraf vastgestelde criteria is voldaan. In het algemeen zijn de criteria gekoppeld aan de prijsontwikkeling van de onderliggende waarde. We onderscheiden twee mogelijkheden bij dit type garantie:

- **Criterium geldt aan het eind van de looptijd**

Een voorbeeld kan dit type garantie verduidelijken. Stel, een note belegt in ASML en geeft een garantie dat aan het eind van de looptijd minimaal 100% van de hoofdsom wordt uitgekeerd. Er is één voorwaarde: aan het eind van de looptijd moet het aandeel ASML minimaal 70% van de startwaarde noteren. De startwaarde is de koers van ASML aan het begin van de looptijd van de note. We veronderstellen een startwaarde van 750,00 euro. De belangrijke grens is in dit geval 525,00 euro ($= 70\% \times 750,00$ euro). Als ASML aan het eind van de looptijd met bijvoorbeeld 25% in koers is gedaald, en dus op 75% van de startwaarde noteert (562,50 euro), krijg jij de hoofdsom terug. Je maakt geen verlies op de note, ondanks de koersdaling

van ASML van 750,00 naar 562,50 euro. Maar als ASML met 35% zou zijn gedaald, en het aandeel dus 65% van de startwaarde noteert (487,50 euro), dan geldt de garantie niet. Je draagt dan het gehele koersverlies van ASML en de note lost af op 65% van de hoofdsom.

- **Criterium geldt gedurende de gehele looptijd**

In het bovenstaande voorbeeld is het 70% koerscriterium alleen aan het eind van de looptijd van belang. Maar soms gaat het om criteria die gedurende de gehele looptijd van de note doorlopend worden getoetst. Het criterium wordt dan zo geformuleerd dat de garantie vervalt als op enig moment gedurende de looptijd het aandeel ASML minder dan 70% van de startwaarde noteert. Als het aandeel ASML aan het eind van de looptijd met 25% is gedaald maar tussentijds op een 32% lagere koers stond, is de garantie vervallen. De belegger moet dan een verlies van 25% accepteren, de koersdaling van ASML op het eind van de looptijd. De aflossing is dan op 75%.

De verschillen tussen beide garanties zijn groot, zeker als het om een lange looptijd gaat. Bij een continue toetsing van de criteria is er immers geen kans meer dat een (gedeeltelijk) koersherstel van de onderliggende waarde (ASML in dit geval) de garantie weer in werking doet treden.

8.4 Hoe komen de garanties tot stand?

“Lopen banken en andere financiële partijen geen groot risico door beleggers een (gedeeltelijke) hoofdsomgarantie aan het eind van de looptijd te geven?” Het is een veelvuldig terugkerende vraag van beleggers die voor het eerst met garantie-notes worden geconfronteerd. Je weet het antwoord, banken lopen dat risico niet zelf. De garanties komen tot stand door het structureren van verschillende beleggingsinstrumenten binnen een note. De bekendste is de structuur waarbij de combinatie van obligaties en opties voor de garantie zorgt. Dit noemen we de statische gestructureerde notes (zie paragraaf 4.4*). Nu nog minder bekend, maar sterk in opkomst, is de structuur waarbij door voortdurende aanpassingen in de onderliggende risicovolle beleggingen de garanties tot stand komen, de dynamische structuur. Beide garantiestructuren komen in de volgende paragrafen aan de orde.

8.4.1 Statistische structuur: garantie met opties en nul coupon obligaties

Door een combinatie van obligaties en opties is het mogelijk dat de uitgevende financiële instelling een (gedeeltelijke) garantie op de hoofdsom geeft. Hoe gaat dat in zijn werk? We leggen dat uit aan de hand van een voorbeeld.

Stel, je belegt in een 7-jarig note dat is gekoppeld aan de AEX-index. Het note heeft een nominale waarde (hoofdsom) van 1000 euro en keert de volledige koersstijging van de AEX uit. De uitgevende instelling geeft je een 100% garantie op de hoofdsom aan het eind van de looptijd. Dat betekent dat je na 7 jaar in ieder geval 1000 euro krijgt uitbetaald, ook als de AEX (sterk) zou zijn gedaald.

Om deze garantie waar te kunnen maken, koopt de uitgevende instelling van de 1000 euro inleg (in dit geval gelijk aan de hoofdsom) eerst een nul coupon obligatie. Dit zijn obligaties die gedurende de looptijd geen coupon uitkeren. Het rendement op deze obligatie komt tot stand doordat deze wordt uitgegeven met een grote korting op de aflossingswaarde. In ons voorbeeld moet de aflossingswaarde na 7 jaar 1000 euro zijn, precies gelijk aan de garantiewaarde. Bij een rente van 4% is de waarde van een nul coupon obligatie ongeveer 760 euro. Anders gezegd, een belegger die een nul coupon obligatie koopt op 760 euro en na 7 jaar krijgt afgelost tegen 1000 euro, heeft een winst behaald van 240 euro. Dat is gelijk aan een rendement van 4%. Dit soort obligaties is heel mooi om te gebruiken in gestructureerde producten.

Je doet mee aan een note voor 1000 euro, en de uitgevende instelling koopt voor 760 euro een nul coupon obligatie die na zeven jaar uitgroeit tot 1000 euro. De garantie is geregeld! De exacte waarde van de nul coupon obligatie hangt overigens af van de marktrente en de looptijd. Hoe langer de looptijd van de obligatie, hoe lager de actuele waarde. En hoe hoger de rente, hoe lager de waarde van de obligatie.

Nu de garantie is geregeld, moet er rendement gemaakt worden. Daarvoor is de 240 euro beschikbaar die resteren van de ingelegde 1000 euro. Van dat geld worden call opties op de onderliggende AEX gekocht. Een gekochte call optie geeft de houder het recht de onderliggende waarde (in dit geval de AEX) tegen een vooraf vastgestelde prijs te kopen. Stel, de AEX noteert 1000 punten (euro). Een call optie met uitoefenprijs 1000 geeft het recht de index te kopen op een niveau van 1000. Het voert te ver om op de prijsvorming van deze optie in te gaan, maar we veronderstellen een waarde van 240 euro. Dat betekent dat de uitgevende instelling precies één optie kan kopen.

Eén note van 1000 euro bestaat in dit voorbeeld uit één nul coupon obligatie van 760 euro en één calloptie op de AEX met uitoefenprijs 1000 van 240 euro. We schetsen nu vier scenario's met verschillende standen van de AEX na zeven jaar:

- **De AEX is met 50% gedaald naar 500 punten**

De nul coupon obligatie bereikt na 7 jaar zijn eindwaarde van 1000 euro. Met de AEX op 500 punten heeft de optie 1000 een prijs van 0 euro. Immers, het recht om de AEX op 1000 te kopen, terwijl de werkelijke stand 500 punten is, heeft geen enkele waarde. De totale waarde van het note is daarmee 1000 euro ($= 1000 + 0$), en die krijg je uitgekeerd. Je hebt geen rendement behaald, maar ook geen verlies geleden.

- **De AEX is gelijk gebleven en staat nog steeds op 1000 punten**

De nul coupon obligatie heeft een eindwaarde van 1000 euro. Met de AEX op 1000 punten heeft de optie 1000 een prijs van 0 euro. Immers, het recht om de AEX op 1000 te kopen, terwijl de werkelijke stand 1000 punten is, heeft geen enkele waarde. De totale waarde van het note is daarmee 1000 euro ($= 1000 + 0$), en die krijg je uitgekeerd. Je hebt een rendement behaald van 0%.

- **De AEX is met 5% gestegen tot 1050 punten**

De nul coupon obligatie is wederom 1000 euro waard. Met de AEX op 1050 punten heeft de optie 1000 een prijs van 50 euro. Het recht om de AEX op 1000 te kopen, terwijl de werkelijke stand 1050 punten is, geeft de optie een waarde van 50 euro. De totale waarde van het note is daarmee 1050 euro ($= 1000 + 50$), en die krijg je uitgekeerd. Je hebt een rendement behaald van 5%.

- **De AEX is met 90% gestegen tot 1900 punten**

De nul coupon obligatie heeft zijn eindwaarde van 1000 euro bereikt. Met de AEX op 1900 punten heeft de optie 1000 een prijs van 900 euro. Het recht om de AEX op 1000 te kopen, terwijl de werkelijke stand 1900 punten is, geeft de optie een waarde van 900 euro. De totale waarde van het note is daarmee 1900 euro ($= 1000 + 900$), en die krijg je uitgekeerd. Je hebt een rendement behaald van 90%.

Bovenstaand voorbeeld laat een mooi perspectief op rendement zien in relatie tot het beperkte risico. Je moet je wel bedenken dat de belegger in de note geen dividend krijgt uitgekeerd. Bovendien zijn er vaak nog andere factoren die het rendement van de note lager maken dan dat van een directe investering in de index. Ik heb ze hier niet genoemd om het voorbeeld zo duidelijk mogelijk te maken.

De zogenaamde rendementsbeperkende factoren komen in hoofdstuk 9 uitgebreid aan bod.

8.4.2 Garantie op Gigarend

Een heel andere methode om aan het eind van de looptijd een garantie te geven, is via de dynamische methode, de zogenaamde CPPI-structuur. CPPI staat voor Constant Proportion Portfolio Insurance. Deze methode houdt in dat de uitgevende financiële instelling actief in de onderliggende waarde handelt. Als de onderliggende waarde in koers stijgt, breidt de financiële instelling de positie uit, en als het slecht gaat, wordt een deel van de positie weer afgebouwd. Het gedeelte dat niet in de onderliggende waarde is belegd, wordt aangehouden op een veilig deposito.

Deze dynamische methode wordt onder andere toegepast als op de onderliggende waarde geen opties verkrijgbaar zijn. Meestal gaat het om beleggingsfondsen, zelf geconstrueerde indices, hedge funds of private equity. Hierna volgt een voorbeeld met het (fictieve) fonds Gigarend als onderliggende waarde. De koers van Gigarend is precies 1 euro.

Stel, we hebben een note met een nominale waarde van 500 euro. Bij aanvang belegt de uitgevende instelling voor 80% van de waarde van de note (= 400 euro) in Gigarend. Dat zijn 400 aandelen van 1 euro. De overige 20% (= 100 euro) wordt geplaatst in een veilig deposito.

Gigarend doet het prima, want de koers stijgt in korte tijd met 5% naar 1,05 euro. Dat betekent dat de investering van 400 euro in het fonds is gestegen naar een waarde van 420 euro. Tezamen met de 100 euro uit het deposito is de note dan 520 euro waard. De bank zal altijd in de gaten houden dat aan het eind van de looptijd minimaal de garantie van 500 euro moet worden uitgekeerd.

Nu de waarde van de note tot boven de garantiewaarde is gestegen, kan de bank de investering in Gigarend iets vergroten, bijvoorbeeld naar 85%. Dat betekent dat de positie in Gigarend van 420 euro (huidige waarde) naar 442 euro ($= 85\% \times 520$ euro) wordt opgehoogd. Er worden 21 aandelen à 1,05 euro bijgekocht (= 22 euro), zodat de note nu in 441 aandelen Gigarend belegt. Het deposito neemt met 22 euro af tot een bedrag van 78 euro. De note heeft door de stijgende koers een grotere positie in Gigarend. Als Gigarend verder in koers stijgt, loopt de positie verder op, tot een vooraf vastgestelde grens. Voor sommige notes is die grens wel 150% van de waarde van de note.

We veronderstelden een 'droomstart' voor Gigarend, maar de koers kan ook vanaf het begin in korte tijd met 5% omlaag tot 0,95 euro. De waarde van de Gigarend-positie neemt dan af van 400 naar 380 euro en de note is nog maar 480 euro waard. Omdat de bank de garantie veilig moet stellen, zal de positie in Gigarend naar bijvoorbeeld 75% moeten worden afgebouwd. De nieuwe positie in het fonds is dan 360 euro ($= 75\% \times 480$), terwijl het deposito wordt verhoogd naar 120 euro.

Als de koers verder blijft dalen, bouwt de financiële instelling het belang in Gigarend steeds verder af, mogelijk zelfs tot 0%.

8.4.3 Verschillen tussen beide garantiestructuren

De garantie in een dynamische structuur komt op een principiële andere wijze tot stand dan in een note waarbij met opties en obligaties wordt gewerkt. Wat zijn de voor- en nadelen van beide systemen?

• De prijs van de garantie

Een nadeel van garanties door middel van opties is dat deze relatief duur zijn, zeker als de onderliggende waarde beweeglijk is. De investering in de benodigde opties betekent dat altijd rendement moet worden prijsgegeven ten opzichte van een directe investering.

We gaan even terug naar het voorbeeld in paragraaf 8.4.1. De premie voor de optie op de AEX bedroeg 240 euro. Een lagere prijs voor de optie zou een hoger rendement op de note kunnen betekenen. Stel dat de AEX de voorgaande jaren heel weinig zou hebben bewogen. We zeggen dan dat de volatiliteit van de AEX erg laag is. De optie zou dan ook veel goedkoper zijn, bijvoorbeeld 120 euro. In dat geval zouden er twee opties kunnen worden gekocht en zou de note een 200% participatie in de AEX kunnen bieden.

Aan de andere kant, als de volatiliteit van de AEX veel groter zou zijn, kost de optie misschien 480 euro. In dat geval is er ruimte voor een halve optie, en kan de note slechts een 50% participatie in de AEX bieden. Kortom: het perspectief op rendement van deze notes is sterk afhankelijk van de kostprijs van de opties die nodig zijn.

Dynamische notes, met een actief beheer van de onderliggende waarde, kennen deze kosten niet. Daar staat tegenover dat de uitgevende instelling wel kosten berekent voor het beheer, in dit geval de continue aan- en verkoop van de

onderliggende waarde. Die kosten kunnen oplopen tot ongeveer 1,5% per jaar. Over een periode van zeven jaar kost de op deze wijze verkregen garantie al gauw 10%. Daar voegen we wel aan toe dat dynamische notes vaak (niet altijd!) meer bieden dan alleen bescherming. Deze constructies hebben ook de kans op een hogere participatie (soms wel 150%) en deze kans op extra rendement valt ook onder de 1,5% beheerkosten.

- **Zekerheid**

Het grote voordeel van een constructie met opties en obligaties is dat vooraf het mogelijke rendement in relatie tot de onderliggende waarde is vast te stellen. Als de AEX met bijvoorbeeld 20% stijgt, weet je precies wat dit voor het eindrendement van de note zal betekenen. Dat maakt het relatief makkelijk voor de belegger de kwaliteit van de note te beoordelen.

Kenmerk van een dynamische CPPI-structuur is de onzekerheid over het rendement in relatie tot de onderliggende waarde. Gigarend, het fonds uit het eerder gegeven voorbeeld, kan heel goed presteren, terwijl de note op dit fonds (sterk) in rendement kan achterblijven. Andersom is ook mogelijk: Gigarend kan een gematigd rendement laten zien, terwijl de note zelfs de mogelijkheid heeft beter te presteren.

De volgende scenario's laten zien onder welke omstandigheden de dynamische CPPI-structuren wel en niet goed presteren:

- **Rustige koersstijging Gigarend**

Als Gigarend in koers stijgt, neemt de participatie langzaam toe, in eerste instantie van 80% naar 85%. Bij een verdergaande koersstijging neemt de positie in Gigarend verder toe en in sommige notes ligt de grens bij 150% of meer. Als de koers van Gigarend weinig fluctueert en gestaag oploopt, kan de note lange tijd die hoge participatie vasthouden. Dan kan de note zelfs beter renderen dan een rechtstreekse belegging in Gigarend. Dit is het beste scenario dat een dynamisch gestructureerde note kan overkomen.

- **Sterke koersdaling Gigarend**

Als het minder goed gaat met Gigarend, wordt de participatie afgebouwd. Dat afbouwen kan doorgaan tot 0%. De hele note is dan belegd in een veilig deposito dat aangroeit tot de garantiewaarde aan het eind van de looptijd. Op deze wijze kan de uitgevende instelling de garantie waarmaken. Het nadeel is dat als Gigarend

zich herstelt, de note daar niet meer van profiteert. De participatie is en blijft 0%. Deze situatie heet een cash-out. Sommige CPPI-notes beschermen zich enigszins tegen dit nadeel door de minimale participatie te begrenzen tot bijvoorbeeld 20%. Dan is er altijd de mogelijkheid dat de note nog een beetje voordeel heeft van een eventueel koersherstel.

- **Sterke koersfluctuatie Gigarend**

Een ander nadeel van de CPPI-structuur is dat in een fluctuerende markt er voortdurend gekocht en verkocht zal worden. De verkoop vindt steeds plaats bij dalende koersen, terwijl er wordt gekocht op het moment dat de koersen zijn gestegen. Als dit frequent gebeurt, gaat dit ten koste van het rendement.

Voorbeeld: stel dat de koers na een eerdere stijging van 5% weer terugvalt naar de startwaarde. Dan kan de waarde van de note dalen, terwijl Gigarend per saldo niet veranderd is. Zulke bewegingen kunnen flink rendement kosten.

- **Stabiele koers Gigarend**

Als de koers van Gigarend in de eerste jaren van de looptijd stabiel blijft, neemt de participatie steeds verder af vanwege de garantie die aan het eind van de looptijd moet worden waargemaakt. Hoe korter de resterende looptijd, hoe minder ruimte er is om een groot deel in Gigarend te beleggen.

- **Rente**

Statische garantie-notes, opgebouwd uit een nul coupon obligatie en opties, zijn in het algemeen gevoeliger voor het verloop van de marktrente dan een dynamische structuur. Als de marktrente stijgt, daalt de waarde van nul coupon obligaties en dus ook de waarde van de note. Andersom werkt een rentedaling positief.

Bij dynamische CPPI-structuren speelt rente minder, omdat het deposito vaak een korte looptijd heeft en variabel kan renderen. Hierdoor kan een hogere rente juist gunstig zijn, omdat er dan minder deposito nodig is en er meer ruimte is voor belegging in de onderliggende waarde.

8.4.4 Beoordeling verschillen statische en dynamische garantiestructuur

De verschillen tussen dynamische en statische garantiestructuren zijn groot.

Het voordeel van de statische notes, die obligaties en opties gebruiken voor de garantie, is dat je precies weet waar je op de einddatum aan toe bent. Er is vooraf een duidelijke verhouding tussen het rendement van de onderliggende waarde (bijvoorbeeld de AEX) en het rendement van de note. Je moet er bij deze notes

vanuit gaan dat je in een positief scenario minder rendement behaalt dan met een directe investering.

Deze garantie-notes zijn bij uitgifte vooral aantrekkelijk als op dat moment de rente hoog is. De nul coupon obligatie heeft dan een lage waarde en er is meer geld over voor de aanschaf van opties. Ook lage optieprijsen als gevolg van een beperkte beweeglijkheid van de onderliggende waarde zijn gunstig voor deze structuren.

Dynamische garantie-notes hebben het nadeel dat het rendement ten opzichte van de prestatie van de onderliggende waarde (zoals Gigarend) onzeker is. Gigarend kan een mooie koerswinst laten zien terwijl de note achterblijft, en andersom.

Dynamische structuren presteren vooral goed als gedurende de looptijd de onderliggende waarde weinig fluctueert en een positief koersverloop laat zien.

8.5 Koersclicks: tussentijdse verhoging garantieniveaus

Garanties op de hoofdsom worden aan het begin van de looptijd gegeven. Sommige notes bieden daarnaast de mogelijkheid dat gedurende de looptijd opgebouwde koerswinst niet meer verloren gaat. Dat gaat via zogenaamde koersclicks. Het aantrekkelijke is dat je bij een eventuele verdere koersstijging van de onderliggende waarde nog steeds kunt profiteren. In feite wordt tussentijds het garantieniveau verhoogd. Veel van dit soort producten kennen meerdere clicks. Net als bij garantie-notes geldt de door de koersclick vastgelegde waarde pas op het eind van de looptijd.

Een voorbeeld maakt dit duidelijk. Stel dat je een garantie-note koopt die de koersstijging van 20% en 50% van de AEX vastlegt. Dat betekent dat zodra de Amsterdamse aandelenindex met 20% is gestegen ten opzichte van de startwaarde, deze koerswinst niet meer verloren gaat. De note lost dan gegarandeerd op een koers van 120% af, ook al daalt de AEX daarna flink. Indien de AEX met meer dan 20% stijgt, doet de note aan deze stijging mee. Een AEX die tussentijds met 50% is gestegen, brengt de gegarandeerde aflossing zelfs op 150%. Clicks komen zowel in statische optieconstructies als in de dynamische CPPI-structuren voor.

8.5.1 Koersclicks in statische gestructureerde producten

In statische constructies worden opties gebruikt om de clicks veilig te stellen. Deze opties worden vooraf, bij de start van de looptijd, in de note ingebouwd. Ze heten

knock-in opties en treden pas in werking zodra een bepaalde limiet (bijvoorbeeld 20% koersstijging AEX) is overschreden. Deze knock-in opties zijn goedkoper dan gewone opties, maar het is duidelijk dat deze bescherming van opgebouwde koerswinst geld kost.

Met het inbouwen van koersclicks wordt extra rendementsperspectief opgegeven. Het is voor een garantie-note met verschillende koersclicks dan ook moeilijk om de koersontwikkeling van de onderliggende waarde volledig bij te houden.

Stel dat de AEX een verwacht rendement heeft van 8%. Het inbouwen van een garantie laat het te verwachten rendement met bijvoorbeeld 2% dalen tot 6%. Als ook nog koersclicks aan de note worden toegevoegd, daalt het te verwachten rendement verder naar mogelijk 5%. Bij een obligatierente van 4% is het extra te behalen rendement niet zo veel meer. Dat verklaart waarschijnlijk de afnemende populariteit van koersclicks in garantieproducten.

8.5.2 Koersclicks in dynamische gestructureerde producten

Dynamische constructies kennen ook de mogelijkheid van koersclicks. Dat gaat op dezelfde manier als het waarborgen van een hoofdsomgarantie, dus via dynamisch beheer. Zodra een koersclick wordt bereikt, neemt de positie in de onderliggende waarde af om zo het nieuwe garantieniveau te kunnen handhaven.

Een belangrijk verschil met de koersclicks in de statische notes is dat niet de koersstijging van de onderliggende waarde wordt vastgeklikt, maar de waarde van de note zelf.

In statische notes ligt de actuele koers van de note vaak onder de met de koersclicks vastgelegde waarde. Pas aan het eind van de looptijd is de click relevant. Bij dynamische notes zal de koers op het moment dat de click tot stand komt uiteraard gelijk zijn aan de actuele koers. Immers, het is de actuele koers die wordt vastgeklikt!

Koersclicks bieden de mogelijkheid winst vast te houden en toch te profiteren van een verdere stijging van de onderliggende waarde. Koersclicks moeten niet verward worden met de in veel notes gebruikte methode van middeling, waarbij koersniveaus aan het eind van de looptijd worden vastgelegd om zo een gemiddelde slotkoers te berekenen. In paragraaf 9.6 komen we op het fenomeen middeling terug.



9

De prijs van garanties: rendementsbeperkende factoren

9.1 Rendementsremmers

“Voor niets gaat de zon op,” werd ons thuis geleerd. Reken maar dat dit ook voor beleggen geldt! Wil je een note waarin hoge risico's worden verminderd of afgedekt? Dat kan, maar daarvoor betaal je wel een prijs in de vorm van een verminderd rendementsperspectief. Immers, het inbouwen van een garantie kost geld door de aanschaf van opties.

Bij gestructureerde producten zien we de kosten van garanties terug via de in de notes ingebouwde rendementsbeperkende factoren. Soms zijn ze heel gemakkelijk te herkennen, soms wat moeilijker. In dit hoofdstuk nemen we de meest gebruikte met je door. Het is een lange lijst, maar bedenk dat ze nagenoeg nooit allemaal tegelijk in één note worden opgenomen. Meestal betreft het een combinatie van enkele van de genoemde factoren.

We beperken ons tot de statische garantie-notes, met opties als ingebouwde verzekeringsinstrumenten. In de dynamische CPPI-notes worden geen opties gebruikt die gefinancierd moeten worden via de nu volgende 'rendementsremmers'.

9.2 Geen dividend

De meeste garantieproducten keren geen dividend uit. Aandelen doen dat in de regel wel. Het dividendpercentage is afhankelijk van de hoogte van de koersen en het dividendbeleid van de onderliggende onderneming. De Amsterdamse AEX-index kende de afgelopen jaren een dividendrendement van ongeveer 3%.

Door de dividenden niet uit te betalen, kunnen de garanties in de notes (deels) worden gefinancierd. De uitgevende instelling koopt met het ingehouden dividend de benodigde opties. Hoe hoger het dividend van een index, hoe makkelijker die financiering van de garantie is.

Het gemis aan dividend kan een note op behoorlijke achterstand zetten in vergelijking met een rechtstreekse investering. Als de index een dividendrendement heeft van 3% per jaar, lijkt de achterstand te overzien. Maar heeft het garantie-product een looptijd van 10 jaar, dan loopt het gemis aan dividend flink op.

Stel, de jaarlijkse koersstijging van de AEX blijkt (achteraf) 6% te zijn. Rekening houdend met een dividendrendement van 3% laat een directe belegging in de index bij die koersstijging een vermogen van 10.000 euro in tien jaar uitgroeien tot circa 23.700 euro. Een investering in een note op de AEX met volledige garantie en een 100% participatie, maar zonder dividend, zal in dezelfde tijd groeien naar een waarde van ongeveer 17.900 euro. Dat scheelt 5.800 euro! Het opgeven van het dividend is een serieuze prijs voor het verkrijgen van garantie.

9.3 Beperkte participatie

Een tweede mogelijkheid om de kosten van een garantie te financieren, is het beperken van de participatie in de koersontwikkeling van de onderliggende index. Als je direct belegt in een aandeel of index, profiteer je volledig van een eventuele koersstijging. Sommige garantieproducten doen niet helemaal mee met de koersstijging van de onderliggende index. De participatie is bijvoorbeeld 80% in plaats van 100%.

In de praktijk betekent dit dat elke procent koersstijging van de index aan het eind van de looptijd slechts voor 0,8% wordt doorberekend in de note. Als de AEX na tien jaar met 70% zou zijn gestegen, profiteert een note die de koersstijging voor 80% doorgeeft daar met 56% ($= 0,8 \times 70\%$) van.

9.4 Maximering koerswinst

Met aandelen kan een hoog rendement worden behaald, afhankelijk van de omstandigheden. In sommige gevallen kunnen de rendementen flink oplopen, zeker als de stemming op de beurs euforisch is. Er zijn jaren waarin de aandelen met 20% en soms wel meer zijn gestegen. Daar staan ook jaren met verliezen tegenover.

In garantie-notes is verlies aan het eind van de looptijd niet, of beperkt, mogelijk. In sommige notes wordt die garantie (deels) gefinancierd door het positieve rendement te maximaliseren.

Voorbeeld: in een 10-jarig note met de AEX als onderliggende waarde geldt aan het eind van de looptijd een maximale aflossing van 180%. Dat betekent dat de winst op de note gelimiteerd is tot 80%. Elke verdere stijging van de AEX wordt niet in de note doorberekend.

Een percentage van 80% lijkt mooi, maar reken altijd even na wat dat percentage per jaar betekent. Bij een note met een looptijd van tien jaar en een maximaal te behalen koerswinst van 80% is het jaarlijkse maximale rendement ongeveer 6%.

9.5 Berekenen rendement vanaf lage garantiewaarde

Zoals in paragraaf 8.3 bleek, zijn er verschillende soorten garanties. Niet in alle gevallen is er sprake van een volledige hoofdsomgarantie. Soms is de garantie vastgesteld op 90% of zelfs 80% van de hoofdsom.

Een methode om deze garantie te financieren, is de eventuele koersstijging van de onderliggende waarde, bijvoorbeeld de AEX, aan het eind van de looptijd op te tellen bij de lagere garantiewaarde.

Dat betekent dat de onderliggende index eerst met een bepaald percentage moet stijgen om met de note winst te kunnen maken.

Voorbeeld: een note op de AEX waarbij de garantie 90% van de hoofdsom is. Het maximale koersverlies aan het eind van de looptijd bedraagt 10%.

Stel, de participatie is 100% en de AEX blijkt met 80% te zijn gestegen. Deze note zal de 80% koerswinst bij de garantiewaarde van 90% optellen. De aflossing aan het eind van de looptijd is tegen 170% ($= 90\% + 80\%$).

De eerste 10% heeft de belegger gemist doordat de lagere garantiewaarde als startwaarde wordt gebruikt voor de berekening van het rendement.

Als gedeeltelijke compensatie wordt in dit soort notes soms een hogere participatie berekend, bijvoorbeeld 125%. Dat betekent dat een koersstijging van 8% van de AEX in de note voor 10% ($= 1,25 \times 8\%$) wordt doorberekend. Zo is minder koersstijging van de onderliggende waarde nodig om met dit note rendement te kunnen maken.

Als de koersstijging vanaf de lage garantiewaarde wordt berekend, is het belangrijk de looptijd van de note in je oordeel over de kwaliteit van het product te betrekken. Hoe korter de looptijd, hoe zwaarder deze rekenmethode het rendementsperspectief beperkt.

Bedenk tot slot dat deze note 10% verlies maakt, ook als de AEX aan het eind van de looptijd in koers gelijk is gebleven. Hoe hoog de participatie ook is, de aflossing is dan op 90%.

9.6 Middeling

Als je belegt in een aandeel en na verloop van tijd je rendement wilt berekenen, is dat eenvoudig: het rendement wordt bepaald door het verschil tussen de huidige koers en de aankoopkoers, vermeerderd met eventueel tussentijds uitgekeerde dividenden.

Er zijn notes die beleggen in een aandeel of andere onderliggende waarde, maar het rendement niet baseren op de koers van het aandeel aan het eind van de looptijd van de note, maar op basis van de gemiddelde koers gedurende het laatste deel van de looptijd.

Voorbeeld: je hebt een 7-jarig garantie-note met ASML als onderliggende waarde. De note keert de volledige koersstijging van ASML uit. De eindkoers wordt bepaald door in de laatste twee jaar van de looptijd elk kwartaal de koers van ASML vast te leggen.

Deze middeling kan in sommige scenario's gunstig uitpakken (bij dalende koersen), maar in andere minder gunstig (bij stijgende koersen). Het rendementsbeperkende element zit in het feit dat je in een rechtstreekse belegging zelf middeling kunt toepassen door elk kwartaal een deel te verkopen en de opbrengst rentedragend weg te zetten.

In een note met middeling gebeurt dat niet; de tussentijdse middelen renderen niet. Zo mis je gemiddeld een jaar rente in een 7-jarige looptijd.

9.7 Vervroegde aflossing

Zoals we eerder zagen, is één van de kenmerken van een gestructureerd product de beperkte looptijd. Terwijl je een aandeel zo lang kunt vasthouden als je wilt, lossen notes na een bepaalde periode weer af.

Sommige notes hebben echter een ingebouwde voorwaarde die de uitgevende instelling het recht geeft op vervroegde aflossing. Je krijgt je geld eerder terug dan de maximale looptijd van de note.

Deze voorwaarde is voor de belegger in een note nadelig. Dit eenzijdige recht van vervroegde aflossing zal plaatsvinden op het moment dat dit voordelig is voor de uitgevende instelling. Hieruit volgt automatisch dat de vervroegde aflossing nadelig is voor de houder van de note.

Dat nadeel uit zich op twee manieren:

- De vervroegde aflossing-clausule is meestal opgenomen als tussentijdse coupons of uitkeringen van de note variabel zijn en afhangen van de prestaties van de onderliggende waarde. Op het moment dat die prestatie gunstig is en de note tot hoge uitkeringen zou overgaan, lost de note vervroegd af.
- Het recht van vervroegde aflossing kan ook in notes zijn opgenomen die een vaste rentevergoeding geven. De vervroegde aflossing vindt dan plaats als de marktomstandigheden veranderen. Stel, je hebt een note met een vaste uitkering van 6%. Als de marktrente van 4,5% daalt naar bijvoorbeeld 3,5%, is jouw vaste uitkering van 6% relatief aantrekkelijker geworden. Je bent waarschijnlijk niet blij als de uitgevende instelling op dat moment de note vervroegd aflost.

9.8 Geen valutarisico

Met de komst van de euro zijn voor Europese beleggers de valutarisico's aanzienlijk verminderd. Maar ze zijn er natuurlijk nog wel. Veel beleggingen zijn gerelateerd aan de dollar. Dat geldt in eerste instantie voor een rechtstreekse investering in de VS, maar bijvoorbeeld ook grondstoffen zijn genoteerd in de Amerikaanse munt. En natuurlijk worden de resultaten van de vele beleggingsmogelijkheden in Azië beïnvloed door schommelingen in de lokale valuta.

Koersveranderingen van een munt kunnen grote gevolgen hebben voor het beleggingsresultaat. De dollar is bijvoorbeeld sinds 2002 bijna 60% in waarde gedaald! Europese beleggers hadden daarom weinig aan de stijging van de S&P-index met 50% over dezelfde periode.

Veel notes met onderliggende waarden die genoteerd zijn in vreemde valuta dekken dat risico af. Prima natuurlijk, en dat lijkt geen reden om het elimineren van valutarisico op te nemen in de rendementsbeperkende factoren. Toch is daar alle aanleiding toe, want in sommige gevallen levert het afdekken van valutarisico inkomsten op.

Beleggers in een note waarin het valutarisico wordt afgedekt, krijgen die inkomsten niet, want daarmee wordt (deels) de garantie gefinancierd. Het afdekken van valutarisico levert alléén inkomsten op als de rente van de af te dekken valuta lager is dan de eurorente. Dat was bijvoorbeeld een tijdlang het geval met de Japanse yen.



10

Vijf verschillende structuren

Jaarlijks worden honderden verschillende gestructureerde producten door banken, vermogensbeheerders en andere financiële instellingen in de markt gezet. De meeste van deze notes zijn onder een bepaald type product in te delen. In hoofdstuk 8 en 9 behandelden we de belangrijkste en populairste categorie gestructureerde producten: de notes met (gedeeltelijke) garantie op de hoofdsom. In dit hoofdstuk komen notes met andere of aanvullende thema's en voorwaarden aan de orde die aantrekkelijk voor beleggers kunnen zijn. In de meerderheid van deze producten is overigens ook een bepaalde vorm van garantie opgenomen.

10.1 Lookback

10.1.1 Waarom?

Emotie is de vijand van elke belegger. Ik sprak al over angst en hebzucht en de rol die garantieproducten kunnen spelen om deze emoties te beteugelen. Er is nóg een emotie die de belegger flink dwars kan zitten: spijt. Je hebt vast wel eens een aandeel gekocht dat niet lang daarna flink in koers daalde. "Had ik nog maar even gewacht met kopen," is dan de logische gedachte. Misschien ken je ook de volgende situatie. Je wilt een aandeel kopen maar helaas, de koers is de afgelopen maanden al fors gestegen. Je hebt vertrouwen in het aandeel, maar wacht nog even met de aankoop. De koers zal, na de stijging van de afgelopen maanden, eerst wat terugzakken, zo verwacht je. Dat gebeurt helaas niet, en de koers loopt nog veel verder op. "Had ik ze toch maar gekocht," denk je vol spijt. De financiële wereld zou geen knip voor de neus waard zijn als ze voor dit 'eenvoudige' beleggingsprobleempje geen oplossing wist: de lookback-note.

10.1.2 Hoe werkt het?

Met lookback-notes heeft de belegger een instrument in handen om achteraf als-nog tegen de laagste prijs in te stappen. Niet de koers van het onderliggende aandeel op het moment van aanschaf telt, maar de laagste koers in een vastgestelde periode, bijvoorbeeld 12 maanden, na uitgifte. Ik geef je een voorbeeld, natuurlijk weer met de AEX als onderliggende waarde en een looptijd van 7 jaar.

Stel dat op de startdatum de AEX 1000 punten noteert. De AEX daalt in de eerste 12 maanden na uitgifte van de note tot een laagste koers van 800 punten. Deze 800 punten zijn de startwaarde van de AEX. Als vervolgens de index zich herstelt en na zeven jaar op een niveau van 1400 punten uitkomt, resteert een mooi rendement. Bij een directe belegging is de koerswinst 400 punten, ofwel 40%, gerekend vanaf de koers van 1000 punten ten tijde van de uitgifte van de note. Maar de note met een 'terugkijk-optie' levert een veel hoger rendement op. De koerswinst is namelijk 600 punten vanaf de startwaarde van 800 punten, wat een rendement is van 75%. Je ziet hoe krachtig dit principe kan werken. Door een koersdaling van 20% (van 1000 naar 800) in de eerste 12 maanden is de winst na 7 jaar geen 40%, maar 75%, bijna het dubbele!

Dat grote voordeel komt omdat er twee effecten tegelijk optreden. Ten eerste is de winst 600 punten in plaats van 400 punten, omdat gerekend wordt vanaf de lagere startwaarde van 800 punten. Bovendien wordt deze 600 punten als percentage berekend vanaf de lagere startwaarde (en niet vanaf 1000 punten), zodat het rendement nog eens extra hoog uitkomt.

Alsof dit allemaal nog niet mooi genoeg is, bieden de meeste notes vaak ook nog (voorwaardelijke gedeeltelijke) garanties. Een gedeeltelijke garantie van bijvoorbeeld 20% kan gelden ten opzichte van de startwaarde van de onderliggende index bij uitgifte van de note. Maar er zijn ook notes die deze voorwaardelijke garantie geven vanaf het eventuele lagere startniveau dat vastgesteld wordt in de periode na uitgifte.

10.1.3 Waar moet je op letten?

De terugkijkmogelijkheid wordt meestal gefinancierd door één of meer van de rendementsbeperkende factoren die genoemd worden in hoofdstuk 9. Het meest toegepast zijn het niet uitkeren van dividend en de methode van middeling gedurende de laatste jaren van de looptijd. Bedenk daarbij dat de lookback-note geen garantieproduct is. Het perspectief op rendement van deze note is niet per se minder dan dat van een directe investering in de onderliggende waarde. Er is sprake van een verschuiving binnen de rendementsverwachting. Als de onderliggende waarde in de periode na uitgifte inderdaad fors daalt, kan de note een (veel) beter rendement geven dan een rechtstreekse investering. Maar als de index niet daalt na uitgifte van deze note, zal deze slechter scoren dan de index door de ingebouwde rendementsbeperkende factoren.

Ik raad je in ieder geval aan de voorwaarden van de lookback-notes extra goed te bekijken. Niet alle lookback-structuren zijn zo gul als in het hierboven beschreven voorbeeld. Een enkele keer wordt de koersstijging niet van het lagere niveau, maar vanaf de oorspronkelijke startwaarde berekend. Dat betekent dat in bovengenoemd voorbeeld het rendement geen 75% zou zijn geweest, maar 'slechts' 60%. Ook zijn de (voorwaardelijke) garanties onderling sterk verschillend.

10.2 Reverse exchangeable en autocallable: geen koersstijging, toch winst

10.2.1 Waarom?

Soms wil het niet lukken met de aandelenkoersen in het algemeen of die van de individuele aandelen in het bijzonder. Soms kan na een periode van flinke koersstijgingen een rustpauze optreden. De koersen maken een pas op de plaats of zullen slechts beperkt (verder) oplopen. Wat heb je als belegger dan nog in een aandelenmarkt te zoeken? Het lijkt op die momenten niet verstandig om met (veel) risico in aandelen te beleggen als er nauwelijks zicht is op bovengemiddeld rendement. Reverse exchangeable notes en autocallable notes kunnen een oplossing zijn voor die situatie door een relatief hoog rendement te bieden zonder dat daarvoor koersstijgingen van de onderliggende aandelen of indices nodig zijn. Reverse exchangeables zijn omgekeerde varianten op de oude bekende converteerbare obligaties. Autocallable notes verdienen hun naam omdat zij automatisch aflossen als aan vooraf vastgestelde criteria is voldaan.

10.2.2 Hoe werken ze?

Reverse Exchangeable Notes (REN)

Een van de bekendste alternatieve financiële instrumenten is de converteerbare obligatie. Bedrijven gaven deze leningen met een lage rente uit. Als compensatie voor die lage rente kregen beleggers het recht om aan het eind van de looptijd te kiezen tussen aflossing in contanten óf een uitkering in een vast aantal aandelen van de onderneming die de lening uitgaf. Dat was leuk als de prijs van het aandeel fors was gestegen! In feite kreeg de belegger in ruil voor een lage rente een optie op het aandeel van de onderneming.

De REN werkt volgens een precies tegenovergesteld principe. De uitgevende instelling, nu niet het bedrijf zelf maar een bank of commissionair, biedt een extra hoge jaarlijkse uitkering op de REN. Maar nu heeft de belegger de plicht om een aflossing in aandelen te accepteren. Aardig als de koers van het onderliggende aandeel niet of maar beperkt is gezakt. Dan heeft de belegger een mooie hoge

uitkering ontvangen. Maar het is minder leuk indien de prijs van het onderliggende aandeel fors is gezakt! Dan krijgt de belegger in de REN afgelost in aandelen met een lage waarde. We spreken overigens bewust van een uitkering en niet over rente, zoals soms wordt gedaan. De term rente leidt tot verwarring, want de REN lijkt dan een (veilige) obligatie te betreffen. Dat is onjuist, de REN is een product met een hoog risico met kans op koersverlies. We nemen met je het voorbeeld door.

Je hebt een REN op ASML gekocht met een looptijd van twee jaar en een nominale waarde (hoofdsom) van 1.000 euro. De koers van ASML is op het moment van uitgifte 750 euro. De jaarlijkse 'rente' (uitkering!) van de REN is 10%. De note lost de hoofdsom van 1.000 euro af als ASML na twee jaar niet in prijs is gedaald. Als ASML wel is gedaald, is de aflossing in 1,333 aandelen. Als ASML na twee jaar bijvoorbeeld met 2% in koers is gestegen, heeft de REN een rendement van 20% over twee jaar behaald. Niet gek! Maar is ASML na twee jaar gehalveerd tot 375 euro, dan krijg je in plaats van de hoofdsom 1,333 aandelen ASML afgelost. Die zijn dan 500 euro waard. Dat is een verlies van 50% ten opzichte van de investering van 1.000 euro. De uitkering van 10% per jaar weegt daar niet tegen op.

Autocallable notes

Autocallable notes hebben in de regel een aantal individuele aandelen als onderliggende waarden, maar één of meerdere aandelenindices is ook mogelijk. De koersen van de aandelen of indices worden per jaar (of halfjaar) vergeleken met de startwaarde. Als alle koersen zijn gestegen, het maakt niet uit met hoeveel, lost de note vervroegd af tegen 100%. Daarnaast krijgt de belegger een vaste uitkering voor elk jaar (of halfjaar) dat de looptijd is verstreken. Het kan zijn dat aan het eind van de maximale looptijd van de note nog steeds niet aan dat criterium is voldaan. De belegger moet dan het resultaat van het slechtst presterende aandeel voor zijn rekening nemen. Vaak is er een buffer ingebouwd. Als het zwakste aandeel met minder dan een van tevoren vastgesteld percentage is gedaald, lost de note toch nog af tegen 100% en is er geen koersverlies.

Het autocallable note in het volgende voorbeeld heeft drie aandelen als onderliggende waarde: ASML, Unilever en ING. De maximale looptijd van de note is vier jaar en er is een voorwaardelijke garantie. Als tussentijds niet vervroegd is afgelost en het slechtst presterende aandeel op de einddatum niet meer dan 25% is gedaald, is de eindaflossing tegen 100%. Doorbreekt het slechtst presterende aandeel op de einddatum deze grens, dan is het negatieve rendement op de note gelijk aan het gehele koersverlies van dit aandeel. Elk halfjaar, op een vaste datum,

wordt bekeken of de drie aandelen zijn gestegen ten opzichte van de startwaarde. Als dat het geval is, lost de note af tegen 100% van de hoofdsom plus 9% voor elk halfjaar dat de note heeft uitgestaan. Indien na een halfjaar alle drie de aandelen zijn gestegen, is de aflossing op 109%. De note loopt een halfjaar door als minimaal één aandeel niet is gestegen. Na dat halfjaar wordt weer gekeken of de aandelen ten opzichte van de startwaarde zijn gestegen. Is dat het geval, dan is de aflossing op 118%. Immers, omdat de note twee keer een halfjaar heeft gelopen, is de extra uitkering $2 \times 9\%$. Dat gaat zo door tot het eind van de looptijd. Dan kan de maximale uitkering 72% ($= 8 \times 9\%$) bovenop het af te lossen bedrag zijn.

Als aan het eind van de looptijd nog steeds niet is afgelost, betekent dit dat minimaal één aandeel onder het startniveau staat. Stel, ASML is 25% in koers gestegen, Unilever is in koers gelijk gebleven en ING is met 28% gedaald. Je moet nu het koersverlies van ING voor je rekening nemen en de note lost af op 72% van de hoofdsom. Als ING 'slechts' 23% zou zijn gedaald, minder dan de grens van 25%, lost de note af tegen 100% van de hoofdsom.

10.2.3 Waar moet je op letten?

De REN kan een relatief goed rendement bieden als de koers van het onderliggende aandeel weinig verandert. Houd er rekening mee dat je geen dividend ontvangt, terwijl beleggers in het onderliggende aandeel dat wel doen. Vaak keren de onderliggende aandelen een hoog dividend uit. Het relatieve voordeel van de hoge coupon van de REN moet je mede afwegen tegen het gemiste hoge dividend. Het is ook duidelijk dat in geval het onderliggende aandeel flink in koers stijgt, de REN daar niet van profiteert. De winst is beperkt tot de (hoge) coupon.

Voor de autocallable note gelden dezelfde opmerkingen, en we voegen er nog een paar aan toe. De autocallable note kan relatief goed presteren (ten opzichte van de onderliggende aandelen) als de aflossing in de laatste jaren plaatsvindt. Immers, de uitkering kan fors oplopen naarmate de looptijd verstrijkt. De onderliggende aandelen zullen in dat geval nog niet (allemaal) boven de startwaarde zijn uitgekomen, anders zou al eerder vervroegd zijn afgelost. Dat betekent dat er een kans is dat de onderliggende aandelen gemiddeld niet goed hebben geredeneerd op het moment dat de note met een hoge uitkering (vervroegd) aflöst.

Maar er is ook een kans dat de vervroegde aflossing snel plaatsvindt. Het rendement van 9% is dan mooi, maar het is mogelijk dat de aandelen veel meer rendement hebben gemaakt, zeker als het dividend daarbij wordt betrokken.

Er zijn autocallable notes die dat probleem oplossen. Als de onderliggende aandelen op het moment van vervroegde aflossing met meer dan de vaste uitkering zijn gestegen, geven deze notes de werkelijke koersstijging aan de belegger door. Mooi, maar let op dat dit wel ten koste gaat van de hoogte van de vaste uitkering per (half)jaar.

Houd er verder rekening mee dat het resultaat van de autocallable note, als er meerdere onderliggende aandelen zijn, afhankelijk is van het slechtst presterende aandeel. Bij deze notes geldt dat hoe meer aandelen er zijn opgenomen, hoe hoger het risico is. De kans dat er van een selectie van tien aandelen één aandeel met 50% in koers zakt, is groter dan dat dit gebeurt bij een selectie van drie aandelen. Tot slot wijzen we je op een mogelijk zeer heftig koersverloop van de autocallable note. Stel dat de note uit het voorbeeld na vier jaar niet vervroegd is afgelost. Aan het eind van de looptijd staan Unilever en ASML op een dikke koerswinst. Alleen ING schommelt rond de startkoers. Dan wordt het heel spannend. Als ING net onder zijn startwaarde sluit, lost de note af tegen 100%. Maar als het aandeel net boven zijn startwaarde uitkomt, krijgt de belegger 172% uitgekeerd. Immers, dan zijn alle drie de aandelen tot boven de startwaarde gestegen. Een koersverschil van een dubbeltje kan 72% rendement uitmaken! De koers zal in een dergelijk scenario heftig kunnen fluctueren en sterk afwijken van de uiteindelijke aflossingswaarde van de note.

10.3 Grondstoffen en het fenomeen van backwardation

10.3.1 Waarom?

Grondstoffen, nog niet zo lang geleden was dit een onbekende in de gemiddelde effectenportefeuille. Dat gold niet alleen voor particuliere beleggers. Ook de professionals deden weinig tot niets met deze nu niet meer weg te denken beleggingscategorie. Olie was nog wel hier en daar in een verdwaalde portefeuille te vinden. Verschillende energiecrises en de verslaving van de ontwikkelde landen brachten het zwarte goud al langer geleden onder de aandacht van sommige beleggers.

Grondstoffen als beleggingscategorie werden door de massa ontdekt. De interesse beperkt zich niet alleen tot harde metalen als goud, zilver, zink, koper en aluminium. Ook agrarische producten, soft commodities genoemd, mogen zich in een toenemende populariteit verheugen. Niet alleen omdat de groeiende welvaart steeds meer monden moet voeden, maar ook omdat agrarische producten uitstekend als alternatieve energiebron kunnen dienen.

Grondstoffen zijn een interessante belegging, maar dat is niet de reden om ze hier te behandelen. Er zijn immers wel meer interessante beleggingscategorieën waarop notes worden uitgebracht. Er is echter een opvallende reden waarom commodity-notes populair zijn en dat heeft te maken met de speciale prijsstructuur van veel grondstoffen. Die prijsstructuur is zodanig dat de grondstoffen-notes een opmerkelijke verhouding tussen risico en rendement kunnen bieden. Het is één van de weinige gestructureerde producten waarop aan het eind van de looptijd de belegger onder nagenoeg alle omstandigheden even goed, zo niet beter, presteert dan via een rechtstreekse investering in een gelijkwaardig mandje van grondstoffen. In de meeste gevallen wordt ook nog een volledige hoofdsomgarantie gegeven. Vraag niet hoe het kan, maar profiteer ervan, zou je haast zeggen. Dat is nooit een goed uitgangspunt, zeker niet voor een belegger! Daarom besteden we in deze paragraaf aandacht aan de opmerkelijke grondstoffen-notes.

10.3.2 Hoe werkt het?

Wat is er zo bijzonder aan de prijsstructuur van grondstoffen? Dat zijn de termijn prijzen, die in sommige gevallen veel lager liggen dan de spotprijzen. De spotprijs is de contante prijs, waarbij directe levering van de grondstof plaatsvindt.

Stel, je bent geïnteresseerd in de grondstof zink. Op één van de grote grondstoffenmarkten, bijvoorbeeld de London Mercantile Exchange, kun je terecht voor de aankoop van zink. Je hoeft niet tot fysieke koop over te gaan, de transacties vinden plaats met termijncontracten. Op de dag dat het door jou gekochte termijncontract afloopt, is de prijs gelijk aan de spotprijs. Je winst of verlies is het verschil tussen deze prijs en de prijs waarop je het contract hebt gekocht. Veronderstel dat de spotprijs van zink 1,60 dollar per pound (454 gram) is. In plaats daarvan kun je ook een termijncontract afsluiten dat over bijvoorbeeld vijf jaar afloopt. Dan blijkt de prijs geen 1,60 te zijn, maar bijvoorbeeld 1,30. Dat scheelt bijna 20%! Deze opvallende prijsstructuur heet *backwardation* en daar kunnen financiële ingenieurs op een eenvoudige wijze leuke dingen mee doen.

We zagen eerder dat (statische) garantie-notes zijn opgebouwd uit een nulcoupon obligatie en opties. Het rendementsperspectief van dit soort notes hangt af van de prijs die voor de obligatie en de opties moet worden betaald. Door de speciale prijsstructuur van veel grondstoffen zijn de opties die in deze notes gebruikt worden extreem goedkoop. Immers, de premie van een 5-jarige optie op zink met een uitoefenprijs van bijvoorbeeld 1,60 gaat niet uit van de spotprijs van 1,60, maar van de termijnprijs van 1,30. Grondstoffen-notes kunnen daardoor veel meer opties kopen

en daardoor zijn de uitbetalingsscenario's zo aangenaam. Een enkele keer zien we notes met een volledige hoofdsomgarantie en daarnaast een participatie van 150% of meer in de stijging van de onderliggende grondstoffen. In andere gevallen krijgt de belegger al een rendement van 40% of meer (over de gehele looptijd) als de grondstoffen maar fractioneel stijgen, ook weer met volledige hoofdsomgarantie. Is een grondstoffen-note dan altijd beter dan een directe investering? Nee, er zijn een paar kanttekeningen te maken bij deze notes.

10.3.3 Waar moet je op letten?

Grondstoffen-notes bieden vaak mooie uitbetalingsscenario's, maar je moet je wel een aantal zaken realiseren:

- De termijnprijzen van grondstoffen kunnen, zeker als ze in backwardation zijn, zich onafhankelijk bewegen ten opzichte van de actuele prijzen. Dat betekent concreet dat een stijging van de actuele prijs van de onderliggende grondstoffen zich niet hoeft te vertalen in een tussentijdse waardeinstijging van de note. Aan het eind van de looptijd is het verschil in prijs overigens verdwenen, want de nu 5-jarige termijnprijs heeft dan nog een zeer korte resterende looptijd en is daarmee nagenoeg gelijk aan de spotprijs geworden. De 20% backwardation in bovengenoemd zinkvoorbeeld loopt er dus zeker uit, alleen is het niet bekend in welke richting. De spotprijs kan zich neerwaarts bewegen naar de termijnprijs of de termijnprijs kan oplopen naar de hogere spotprijs. Conclusie: op langere termijn volgen deze notes de prijsontwikkeling van grondstoffen, maar ze lenen zich minder goed voor het inspelen op de actuele ontwikkelingen in de grondstofprijzen.
- De backwardation maakt mooie risico-rendementverhoudingen mogelijk, maar we moeten niet de achtergrond van dit fenomeen uit het oog verliezen. De lage termijnprijzen geven aan dat marktpartijen er kennelijk vanuit gaan dat de prijzen van de grondstof op termijn (veel) lager zijn dan de spotprijzen. Daar kunnen goede redenen voor zijn. Misschien dat er flink geïnvesteerd wordt in nieuwe ontginningsmogelijkheden die het aanbod van de grondstoffen over een paar jaar flink kunnen verhogen, met negatieve prijseffecten. De markt kan ook verwachten dat er op termijn alternatieven voor de grondstoffen zullen zijn.

- Bij de aankoop van een grondstoffen-note is het verstandig goed te bekijken hoe het mandje van grondstoffen is samengesteld. In sommige notes zijn uitsluitend grondstoffen opgenomen met een heel duidelijke backwardation. Daar is niets op tegen, maar realiseer je dat daarmee andere grondstoffen, die niet in backwardation zijn, worden uitgesloten. Deze notes spelen dus niet in op de totale grondstoffenmarkt en het onderliggende mandje is niet breed samengesteld. Deze notes zijn uitsluitend bedoeld om gebruik te maken van de speciale prijsstructuur van de geselecteerde grondstoffen.

10.4 Alternatieven voor lage rente

10.4.1 Waarom?

Ken je het Agentschap van het Ministerie van Financiën? Dit agentschap is verantwoordelijk voor de uitgifte van staatsleningen. In een periode met per saldo almaar dalende rentes, verloopt de financiering van de tekorten soepel. Dat was begin jaren tachtig van de vorige eeuw anders. Het financieringstekort was hoog en de rente lag op bijna 13%. Zelfs met deze aantrekkelijke rentes was er nauwelijks interesse om staatsleningen te kopen. Achteraf waren de leningen op deze renteniveaus een fantastische investering geweest. In feite is de rente sinds begin jaren tachtig in één grote trend gedaald tot zelfs onder nul in de periode 2019 tot 2021. Die lage rente is vervelend voor alle beleggers die om welke reden dan ook behoefte hebben aan obligaties, zoals pensioenfondsen.

De lage rente stimuleerde financiële instellingen speciale obligaties te construeren met perspectief op een hogere rente. Je weet, dat betekent ook een hoger risico. Deze zogenaamde 'verpakte risico's' zien we terug in gestructureerde notes. Zelfs professionele partijen kunnen het soms lastig vinden om dergelijke gestructureerde producten goed in te schatten en de risico's goed te beoordelen. Zoals eerder gezegd, is het essentieel om de werking van de financiële producten goed te begrijpen alvorens tot aanschaf over te gaan.

10.4.2 Hoe werken ze?

Ladderobligatie

Een ladderobligatie heeft een variabele rente en de uitgevende financiële instelling heeft de mogelijkheid om de lening vervroegd af te lossen. De eerste coupon is meestal aantrekkelijk en duidelijk hoger dan de marktrente. Ieder halfjaar wordt vervolgens een variabele coupon uitgekeerd die afhankelijk is van drie factoren:

- De laatst betaalde coupon
- De korte rente, bijvoorbeeld de 6-maands rente
- Een vooraf vastgesteld 'ophoogpercentage'

Stel, we hebben een 10-jarige ladderobligatie met een coupon van 6% over het eerste jaar. De 6-maands rente ligt op 2,5%. Het ophoogpercentage start op 2% en wordt ieder halfjaar verhoogd met 0,2%. Na 1,5 jaar zal de eerste variabele coupon worden uitgekeerd, die in dit geval 5,5% (op jaarbasis) is. Hoe wordt deze coupon berekend? Dat gaat volgens de formule:

Variabele coupon = Laatste betaalde coupon + Ophoogpercentage – 6-maands rente

De variabele coupon is daarmee gelijk aan $6\% + 2\% - 2,5\% = 5,5\%$. Als de 6-maands rente na een halfjaar oploopt naar 2,8% is de coupon een halfjaar later gelijk aan 4,9% (natuurlijk weer op jaarbasis). De berekening: $5,5\%$ (vorige coupon) + 2,2% (ophoogpercentage, dat met 0,2% is toegenomen) – 2,8% (de nieuwe 6-maands rente) = 4,9%. Bij ladderobligaties neemt de coupon af als de korte rente sterker oploopt dan de toename van het 'ophoogpercentage'. Dat effect wordt vervolgens versneld, omdat de laatste, steeds lager wordende coupon de basis vormt voor de nieuwe coupon. Op deze manier kan een snel stijgende korte rente de coupon binnen relatief korte tijd naar 0% brengen. Zelfs als de korte rente nadien weer daalt, wordt het nog lastig om weer tot een couponbetaling te komen, vanwege de afhankelijkheid van de laatste betaalde coupon van 0%.

Als de korte rente daalt, kan op deze obligatie de variabele coupon snel toenemen. Je kunt dat zelf in een eigen voorbeeldje narekenen, maar in de praktijk zullen die hoge coupons namelijk niet of hooguit één keer tot stand komen, want de uitgevende instelling heeft het recht van vervroegde aflossing. Op het moment dat de coupon aardig begint op te lopen, is de kans heel groot dat het feest niet doorgaat en de uitgevende instelling de lening direct terugbetaalt.

Steepener-obligatie

Steepener-obligaties keren in de eerste jaren van de vaak lange looptijd (soms wel 40 jaar!) hoge vaste coupons uit. Daarna is de coupon variabel en afhankelijk van het verschil tussen de lange rente (meestal 10 jaar) en de korte rente (meestal 2 jaar). Dat verschil wordt met een vooraf vastgestelde factor vermenigvuldigd. De variabele coupon wordt jaarlijks berekend. Vaak biedt de obligatie een minimumcoupon als de berekende variabele couponrente erg laag uitvalt. De uitgevende instelling heeft doorgaans het recht op vervroegde aflossing, meestal na 5 of 10 jaar.

Stel, een 30-jarige steepener-obligatie geeft de eerste drie jaar een coupon van 8%. Daarna is de coupon gelijk aan het verschil tussen de 10-jaars en de 2-jaars rente, vermenigvuldigd met de factor 4. De minimumcoupon is 2%. Als na vier jaar de 10-jaars rente 5% is en de 2-jaars rente 4,25%, dan is de variabele coupon voor dat jaar 3%. Deze coupon komt tot stand door de volgende formule:

Variabele coupon = $4 \times (10\text{-jaars rente} - 2\text{-jaars rente})$, met een minimum van 2%. Het renteverskil is 0,75% (= 5,00% – 4,25%) en vermenigvuldigd met de factor 4 levert dat een variabele coupon van 3% op. Stel dat een jaar later de 2-jaars rente is gestegen naar 5,25%. Volgens de berekening is de variabele coupon voor dat jaar dan –0,25%, maar de uitkering is toch 2% vanwege de op dat niveau geboden minimumbegrenzing.

ABS en CDO

Deze obligaties zijn een voorbeeld van de poging van uitgevende instellingen door middel van het verpakken van debiteurenrisico het rendement te verhogen. ABS en CDO zijn obligaties met een grote hoeveelheid leningen als onderliggende waarde. Bij ABS gaat het om leningen met onderpand, bijvoorbeeld hypotheek. Als er problemen zijn met de debiteur, dan kan de onderliggende hypotheek voor enige zekerheid zorgen. De CDO wordt gevormd door een groot aantal onderliggende bedrijfsleningen.

De rente op deze obligaties is hoger dan gemiddeld, bijvoorbeeld 4,5%, terwijl de markrente op dat moment 2,5% is. Als een vooraf vastgesteld aantal debiteuren achter de onderliggende leningen in financiële problemen komt, is de aflossing in gevaar.

Stel, een CDO heeft 150 onderliggende leningen. Er is voor de belegger geen vuiltje aan de lucht als maximaal 13 bedrijven tegen betalingsproblemen aanlopen. De CDO keert gewoon de hoge rente uit, en de volledige hoofdsom wordt afgelost. Maar het gaat mis als er een veertiende bedrijf bijkomt met een betalingsprobleem. Dan vermindert de aflossing met bijvoorbeeld 20%. Voor elk extra 'probleembedrijf' wordt de aflossing met steeds weer 20% vermindert. Dat betekent dat als 18 (of meer) van de 150 bedrijven in betalingsproblemen komt, de hele aflossing verloren gaat. Dit zogenaamde asymmetrische risicoprofiel, waarvan we de consequenties in de volgende paragraaf uitleggen, kan ook voor grote financiële instellingen soms lastig zijn.

10.4.3 Waar moet je op letten?

De besproken obligaties proberen allemaal meer rendement te behalen door het verhogen van risico. De ladder en de steepener doen dat niet door een verhoging van het risico op de hoofdsom, maar door de introductie van onzekerheid over de omvang van de coupon. Je levert een vaste coupon in voor een onzekere, maar potentieel hogere coupon. Daarbij hebben we de volgende opmerkingen.

- De in de eerste jaren geboden coupons zijn vaak erg hoog in vergelijking tot de marktrente. Dat is prima, maar laat je er niet door verleiden en bekijk nuchter alle voorwaarden van de betreffende ladder- of steepenerobligatie.
- De vervroegde aflossing speelt vooral bij de ladderobligaties een belangrijke rol. Op het moment dat jouw visie uitkomt, en de notes een aantrekkelijke coupon lijken uit te keren, komt de vervroegde aflossing om de hoek kijken en profiteer je niet van de hoge coupon. En als er vervroegd wordt afgelost, zijn de mogelijke alternatieven in de markt vaak ook niet aantrekkelijk.
- Vooral de steepener-obligaties kennen lange looptijden. Als jouw visie niet uitkomt, het verschil tussen de korte en de lange rente wordt kleiner in plaats van groter, dan blijken deze obligaties zeer koersgevoelig en kunnen flink in waarde dalen. De hoge coupons in de beginjaren geven wel enige compensatie, maar het is goed dat je je bewust bent van het mogelijk sterke prijseffect. Er zijn steepeners die in 2 jaar tijd met 40% in koers zijn gezakt.

Bij de CDO en ABS komt het hogere rendement tot stand doordat de belegger een risico loopt op de terugbetaling van de hoofdsom. Daarbij maken we een aantal opmerkingen.

- Het is belangrijk het risico van deze notes zo goed mogelijk in te schatten. Immers, uiteindelijk staat de hoofdsom op het spel. Het probleem met deze constructies is dat het risico voor de belegger nauwelijks is te beoordelen. Ratingbureaus, zoals S&P, doen dat wel. Maar de wijze van beoordeling is anders dan bij gewone bedrijfsobligaties. Voor de beoordeling van CDO en ABS schatten de ratingbureaus, op basis van het verleden, hoe groot de kans is dat de hoofdsom niet wordt terugbetaald. Wat je je beter goed kunt realiseren als het om het op deze wijze bepalen van de rating gaat: faillissementspatronen uit het verleden geven geen garantie voor de toekomst ...
- CDO en ABS hebben vaak een groot aantal leningen als onderliggende waarde. Normaal is het risico kleiner naarmate een portefeuille uit meer leningen bestaat. Dat is bij de CDO en ABS niet het geval. Immers, de terugbetaling van de hoofdsom hangt af van een vast aantal faillissementen. Hoe meer onderliggende leningen, hoe groter de kans dat die limiet wordt bereikt.
- Het risico in ABS- en CDO-structuren is asymmetrisch. Als in het gegeven voorbeeld 18 van de 150 bedrijven een betalingsprobleem hebben, ben je de gehele hoofdsom kwijt. In een normale beleggingsportefeuille, waarin de 150 leningen evenredig zijn opgenomen, is het verlies op de hoofdsom 'slechts' 12% ($= 18/150$).

Het hoge risico in de ABS- en CDO-obligatie betekent niet dat we ze op voorhand zouden afraden. Het gaat er wel om dat je je heel goed bewust bent van de risico's, en dat in sommige gevallen de gevaren niet goed zijn in te schatten. Daarom beschouwen we deze obligaties als speculatief. Houd daarmee rekening bij eventuele opname in je beleggingsportefeuille, ook als je ze op de beurs tegen een flink lagere prijs kunt kopen. Voor de volledigheid merken we op dat in deze paragraaf een globale schets van CDO en ABS is gegeven. In de praktijk zijn er vele varianten met (veel) meer of juist minder risico. Lees dus goed de exacte voorwaarden van deze obligaties en vorm jezelf een goed beeld waar de risico's en kansen liggen.

10.5 Van koersstijging naar couponrente

10.5.1 Waarom?

In de voorgaande paragraaf zagen we dat de behoefte aan een hogere rente leidde tot de uitgifte van obligaties met meer risico. Relatief veilige obligaties hebben bijvoorbeeld een rendementsperspectief van 2,5%. Door het toevoegen van risico kan het verwachte rendement worden verhoogd naar 4,5% of meer.

Een beter rendementsperspectief op speciaal voor obligatiebeleggers geconstrueerde notes kan ook op een omgekeerde manier worden bereikt. In plaats van het verhogen van het risico op een gewone obligatie zijn er notes die hetzelfde doel nastreven door het verlagen van het risico op een onderliggend mandje aandelen. Als een aandelenbelegging een rendementsperspectief van 7% zou hebben, bieden deze notes, met gebruik van dezelfde aandelen, uitzicht op bijvoorbeeld 4,5%.

10.5.2 Hoe werkt het?

De notes hebben een vaste looptijd die doorgaans tussen 7 en 10 jaar ligt, maar korter of langer kan ook. Aan het eind van de looptijd wordt, net als bij een obligatie, de volledige hoofdsom afgelost. De vaste coupon wordt meestal de eerste twee jaren uitgekeerd en ligt in de regel boven de marktrente. Vervolgens is de coupon variabel en afhankelijk van de koersprestatie van een mandje onderliggende aandelen.

De variabele coupon wordt als volgt berekend. Jaarlijks worden de koersveranderingen van alle afzonderlijke aandelen vergeleken met de koersen van de aandelen bij uitgifte van de note. Die koersveranderingen worden bij elkaar opgeteld en door het aantal onderliggende aandelen gedeeld. Dat is de coupon van het betreffende jaar. Het volgende jaar wordt de berekening op dezelfde manier gemaakt. Dat gaat zo door tot het laatste jaar.

In de berekening worden koersstijgingen begrensd, bijvoorbeeld op 9%. Dat betekent dat als een aandeel met meer dan 9% is gestegen, uitsluitend dit maximale percentage in de berekening wordt meegenomen. Deze begrenzing vormt tevens de maximumcoupon die de note kan behalen. Vaak wordt ook een ondergrens toegepast, bijvoorbeeld een maximale koersdaling van 25%. Aandelen die meer dan dit percentage zijn gezakt, worden voor de maximale 25% meegenomen in de berekening.

10.5.3 Waar moet je op letten?

Deze notes zijn, als het om de aflossing gaat, net zo veilig als gewone obligaties. De onzekerheid ten opzichte van reguliere obligaties zit in de variabele coupon. We geven je een aantal overwegingen mee als je de aanschaf van dit type notes overweegt.

- Laat je, net als bij de ladders en steepeners, niet verleiden door de hoge begincoupons. Bekijk het rendementsperspectief van de note voor de gehele looptijd en betrek alle goede en minder goede voorwaarden van de note in je oordeel.
- Het afkappen van koersstijgingen heeft een flinke impact op de couponberekening. Een paar zeer goed presterende aandelen kunnen de eventueel slechte prestaties van andere aandelen niet compenseren. Aandeel 3 in de tabel is in jaar 7 met 48% gestegen en zou de negatieve score van aandeel 2 ruimschoots kunnen compenseren. Het percentage is echter afgekapt bij 9%, waardoor niet ten volle geprofiteerd wordt van de 48% koersstijging. Het is bij dit soort producten voor de belegger belangrijk dat de bovengrens zo hoog mogelijk wordt vastgelegd. Natuurlijk speelt ook de ondergrens een rol. Als deze er niet is, hebben een paar extreem slecht presterende aandelen een desastreuze invloed op de coupon.
- De onderliggende aandelen die voor de berekening worden gebruikt, maken vaak onderdeel uit van een index. Let erop dat door het afkappen van de koersstijgingen in de berekening het verloop van de koers van de index niet vergelijkbaar is met de berekende koersstijging van de afzonderlijke aandelen. In de tabel blijkt bijvoorbeeld dat in jaar 7 de index (de vijf aandelen) met 8,8% is gestegen, terwijl de berekende stijging van de afzonderlijke aandelen slechts 1,6% bedraagt.
- Vaak vormen de onderliggende aandelen een bekende en gespreide index, bijvoorbeeld de veelgebruikte DJ Global Titans 50. Een enkele keer is het onderliggende mandje van aandelen samengesteld door de uitgevende instelling. Probeer te achterhalen wat de motivatie achter dat zelf geconstrueerde mandje aandelen is. Wellicht bevat het mandje relatief veel risicovolle aandelen. Dat kan ongunstig zijn, omdat de kans op negatieve uitschieters daardoor groter is. Negatieve uitschieters kunnen, door de begrenzing van de koersstijgingen, een sterk negatief effect op de coupon hebben. Aan de andere kant maakt een

meer risicovol mandje aandelen het mogelijk de begrenzing van koersstijging iets hoger vast te stellen.

- Hoe langer de periode is dat de vaste coupon wordt uitgekeerd, hoe meer tijd de onderliggende aandelen hebben om tot een positieve koersprestatie te komen. Meestal is dan wel de rente lager dan de notes die maar voor één of twee jaar een vaste rente bieden.
- In het voorbeeld in deze paragraaf hebben we de hoofdvariant van dit soort producten als voorbeeld genomen. Houd ermee rekening dat er vele verschillende vormen van deze notes zijn uitgegeven. Zo keren sommige notes geen vaste coupon over de eerste jaren uit, maar geldt er een variabele coupon van bijvoorbeeld minimaal 2% voor de gehele looptijd. Deze variabele coupon wordt verhoogd als de berekende koersstijging van de onderliggende aandelen daar bovenuit komt. Soms wordt een 'magneetconstructie' in de berekening van de variabele coupon gehanteerd. Een beperkte koersstijging van de aandelen wordt in de berekening direct op de maximumstijging meegenomen. Dat maakt de kans op een hoge coupon groter, maar de prijs is dat het maximum zelf weer iets verlaagd wordt.

Soms wordt een 'magneetconstructie' in de berekening van de variabele coupon gehanteerd. Een beperkte koersstijging van de aandelen wordt in de berekening direct op de maximumstijging meegenomen. Dat maakt de kans op een hoge coupon groter, maar de prijs is dat het maximum zelf weer iets verlaagd wordt.



11

De aanschaf van notes

Het is mogelijk dat je enthousiast bent geworden over gestructureerde producten. In de voorgaande hoofdstukken heb je er in ieder geval over kunnen lezen. Er is nog veel meer te lezen over notes, bijvoorbeeld in de prospectussen. Dit is informatie die je tot je moet nemen als je de aanschaf van een specifieke note overweegt. In dit laatste hoofdstuk besteden we aandacht aan de koop van gestructureerde producten, zowel via een directe inschrijving als via de secundaire markt, bijvoorbeeld de beurs. Hoe schrijf je in op je favoriete note en welke informatie is er beschikbaar? En niet onbelangrijk: waar moet je op letten bij de aankoop van een note?

11.1 Inschrijving bij emissie (primaire markt)

11.1.1 De inschrijving

Elk jaar worden door banken, vermogensbeheerders en andere financiële instellingen honderden nieuwe notes in de markt gezet. Vaak zijn de aanbieders tevens de uitgevende instelling (de partij die alle verplichtingen van de note nakomt), maar dat is niet altijd het geval. Met name vermogensbeheerders laten andere financiële instellingen vaak de producten voor hen samenstellen.

Hoe kom je te weten dat je op een nieuwe note kunt inschrijven? Helaas is er geen centrale plaats waarop alle nieuwe uitgiftes staan vermeld. Maar je komt een heel eind als je de websites van de belangrijkste aanbieders doorneemt. Velen hebben een aparte website of een gedeelte van hun algemene website speciaal ingericht voor informatie over gestructureerde producten. Daarnaast zul je ongetwijfeld zo nu en dan reclame-uitingen tegenkomen in de diverse media. Tot slot zijn er analisten die in de media op min of meer regelmatige basis nieuwe gestructureerde producten analyseren en beoordelen.

Nadat de emissie van een nieuwe note is aangekondigd, heb je gewoonlijk een paar weken de tijd om je te oriënteren en eventueel in te schrijven. Inschrijven kun je in ieder geval bij de aanbiedende partij en soms ook bij andere financiële instellingen. De aanbiedende instelling maakt naast alle voorwaarden van de note ook de inschrijfkoers bekend. Vaak wordt de prijs bekendgemaakt als percentage van de nominale waarde. Stel dat de nominale waarde van een note 100 euro is en

de inschrijfkoers is vastgesteld op 101,50%. Dat betekent dat je de note kunt kopen voor 101,50 euro. Als de nominale waarde van de note 1.000 euro zou zijn, betaal je 1.015 euro. Tijdens de inschrijving berekent de aanbiedende partij gewoonlijk geen inschrijfkosten. Nadat de inschrijving is gesloten, meestal op de laatste inschrijfdag maar soms eerder, hoor je of het door jou gewenste bedrag (volledig) wordt toegewezen. Wil je bij een uitgifteprijs van 101,50% en een nominale waarde van 100 euro 200 notes kopen, dan betaal je bij volledige toewijzing 20.300 euro. Vanaf dat moment doe je mee aan de resultaten van de note tot het moment van aflossing of verkoop.

De inschrijfkoers en andere voorwaarden van de note, zoals de participatiegraad, zijn in sommige gevallen indicatief. Pas na de inschrijving worden de definitieve koers en de definitieve voorwaarden bepaald. Houd daar goed rekening mee en ga na binnen welke bandbreedte de definitieve koers of voorwaarden kunnen worden vastgesteld. Dat voorkomt teleurstellingen als de voorwaarden van de note na de inschrijving minder gunstig blijken te zijn dan je aanvankelijk dacht.

11.1.2 De informatie

Als je overweegt deel te nemen aan een note, moet je je goed informeren. Er zijn meerdere bronnen waarop je je kunt baseren. Welke je ook gebruikt, ga alleen tot aanschaf van de note over als je de werking ervan begrijpt!

Internet: website note

Informatie aangaande een aangeboden note kun je vinden op de betreffende website. Hier kun je alle informatie vinden over de note, de uitgevende instelling en de distributeur. De belegger kan onder meer de volgende documenten van de website downloaden:

- Note-specificaties
- Termsheet uitgevende instelling
- Essentiële-informatiedocument (Eid)
- Basisprospectus uitgevende instelling
- Aanvullend (product)prospectus voor de specifieke note
- Informatie inzake gestructureerde producten

Note-specificaties

In dit document heeft de distributeur in een kort overzicht de belangrijkste eigenschappen van de note opgenomen. Dit document is door een Nederlandse distributeur in de Nederlandse taal opgesteld en is doorgaans voor een gemiddelde

belegger te begrijpen. Voor de belegger is dit een van de belangrijkste documenten die je gelezen en begrepen moet hebben voordat je overgaat tot het kopen van de note.

Termsheet uitgevende instelling

In dit document heeft de uitgevende instelling in een kort overzicht de belangrijkste eigenschappen van de note opgenomen. Vaak is deze termsheet in het Engels geschreven, aangezien veel uitgevende instellingen buitenlandse financiële instellingen betreffen.

Essentiële-informatiedocument (Eid)

Voor een groot aantal beleggingsproducten moet een Essentiële-informatiedocument (Eid) verstrekt worden aan de consument. Dit geldt ook voor een note.

Het Eid geeft inzicht in de werking van de note, maar ook inzicht in de risico's, de kosten en het rendement van de note. Met Eid's van verschillende aanbieders kun je de verschillende producten met elkaar vergelijken.

De risico's van het product worden onder meer samengevat in een risico-indicator. Informatie over het rendement wordt in principe weergegeven door vier prestatiescenario's: een gunstig scenario, een gematigd scenario, een ongunstig scenario en een stress-scenario. In het Eid moeten ook alle kosten die over de looptijd van het product in rekening worden gebracht genoemd worden en ook de totale kosten (in geldelijke en procentuele termen) opgenomen worden.

Voor de belegger is dit een van de belangrijkste documenten die je gelezen en begrepen moet hebben voordat je overgaat tot het kopen van de note.

Basisprospectus uitgevende instelling en aanvullend prospectus

De volledige voorwaarden van de note vind je terug in het prospectus. Dit is een juridisch document waarin nauwkeurig alle aspecten van de betreffende note staan vermeld. Het is voor de particuliere belegger moeilijk het vaak in het Engels opgestelde document te doorgronden. Slechts een enkele financiële instelling neemt de moeite om het prospectus in het Nederlands aan te bieden. Dan nog is de informatie niet makkelijk te begrijpen. Formeel moet je je beleggingsbeslissing nemen op basis van de in het prospectus verstrekte informatie.

- Basisprospectus uitgevende instelling: de uitgevende instelling van de note heeft een basisprospectus opgesteld voor het gehele programma van gestructureerde producten, waaronder notes vallen, die zij kan uitgeven. Dit basisprospectus geldt voor alle gestructureerde producten die de uitgevende instelling uitgeeft.
- Prospectus (aanvullend) voor de specifieke note: naast het algemene basisprospectus is er per note een aanvullend prospectus opgesteld dat alleen voor die specifieke note geldt. Wil je het prospectus van een note raadplegen, dan zijn zowel het basisprospectus als het aanvullend prospectus van belang om te lezen.

Informatie inzake gestructureerde producten

De entiteit die de note rechtstreeks aan het publiek aanbiedt – de uitgevende instelling of de distributeur – heeft vaak achtergrondinformatie opgenomen over wat notes precies zijn, om de belegger inzicht te geven in het hele scala aan notes en de eigenschappen die iedere soort bezit.

Onafhankelijke analyses

Naast de informatie die door de uitgevende instellingen wordt aangeboden, is er ook een aantal analisten dat af en toe of op meer regelmatige basis recensies van gestructureerde producten verzorgt. Hoewel het uiteindelijke oordeel over de kwaliteit van een product deels subjectief is, kan het toch raadzaam zijn deze analyses voor de aanschaf van je note door te nemen. Op zijn minst kun je zo je mening over het product toetsen aan die van de recensent.

11.2 Kleine en grote valkuilen

Hopelijk kom je na het lezen van dit boekje goed beslagen ten ijs als je de informatie over de door jou gewenste producten doorneemt. We geven in deze paragraaf een paar voorbeelden van grote en kleine valkuilen die we in de loop der jaren in de productinfo zijn tegengekomen. Het betreft informatie die je mogelijk op het verkeerde been zou kunnen zetten. Ze komen niet altijd en overal en zeker niet tegelijk voor in de informatiebronnen. De voorbeelden geven we mede om te laten zien hoe makkelijk informatie verkeerd geïnterpreteerd kan worden.

Meer aandelen, minder risico. Of toch niet?

Eén van de bekendste beleggingswijsheden is dat spreiding risico vermindert. Hoe meer aandelen in portefeuille, hoe lager het risico. Daar lijkt niets tegenin te

brengen. Toch wel: in sommige notes betekent een hoger aantal onderliggende aandelen juist méér risico. Dat is het geval als het resultaat van de note afhangt van het slechtst presterende aandeel. Ook als de aflossing wordt bepaald door het aantal onderliggende bedrijfsleningen dat in betalingsproblemen komt (CDO, zie paragraaf 10.4), is een hoog aantal onderliggende leningen niet gunstig. Hanteert de informatiebron bij dit soort notes het adagium 'spreiding is minder risico', wees dan op je hoede!

Middeling vermindert afhankelijkheid van slotkoers

In paragraaf 9.6 las je over de middeling die in veel notes wordt gebruikt voor de berekening van het rendement. "Zo word je beschermd tegen een plotselinge koersval aan het eind van de looptijd," meldt de informatie soms als deze rekenmethode wordt toegelicht. Dat is niet onjuist, maar het beeld is wel eenzijdig. Anders dan bij de methode van koersclicks profiteer je bij middeling niet optimaal van een koersstijging in de laatste jaren van de looptijd.

Hoge participatie, geen outperformance

Er zijn notes waarin veel rendementsbeperkende factoren zijn opgenomen ter financiering van de garantie. Om deze beperkingen enigszins te compenseren, is een hoge participatie in de onderliggende index vastgesteld, bijvoorbeeld op 150%. Daar is niets mis mee, maar let goed op eventuele claims dat de note door de hoge participatie 'extra koerswinst' behaalt. Want in combinatie met rendementsbeperkende factoren, zoals het niet uitbetalen van dividend, is er vaak geen sprake van een versnelde participatie en blijft het rendement van de note achter bij de index.

Voorbeeld: we hebben een 7-jarige note op de AEX. Het dividendrendement van de index is 3% per jaar. De note heeft een volledige hoofdsomgarantie en past middeling toe in de laatste twee jaar. De note geeft een participatie van 150% in de stijging van de index. Dat voelt alsof de note altijd beter zal renderen dan een directe belegging, maar door gemist dividend en middeling kan de note in stijgende markten structureel achterblijven.

Succesvolle vervroegde aflossing

Het is verleidelijk succes op te eisen, zeker als het om beleggen gaat. Maar dan moet het succes er wel zijn. Sommige gestructureerde notes kennen een vervroegde aflosclausule, bijvoorbeeld ladderobligaties. Onder bepaalde omstandigheden worden deze notes vervroegd afgelost en ontvangen beleggers een relatief

hoge rente. Als er vervolgens een nieuwe ladder wordt uitgegeven, staat in de begeleidende informatie nog wel eens dat de vorige ladder 'met succes' vervroegd is afgelost. Het is maar wat je onder succes verstaat. Beleggers in gewone obligaties met een gelijke looptijd als de ladder hadden, zonder vervroegde aflossing, soms een veel hoger rendement. Pas dus op als in de informatie wordt teruggegrepen op eerdere 'succesvolle' uitgiftes.

Rente, dividend en sigaren uit eigen doos

Het is prettig als een note tussentijdse uitkeringen geeft. Maar wát voor uitkering is het? Soms wordt gesproken over rente. Dat geeft de indruk dat de note een obligatie betreft met de relatieve veiligheid van aflossing aan het einde van de looptijd. Maar soms blijkt de 'rente' weliswaar een vaste uitkering te zijn, terwijl de aflossing gekoppeld is aan aandelenprestaties – en daarmee onzeker. In zulke gevallen is "rente" geen juiste typering. Soms wordt over dividend of rente gesproken terwijl het gaat om een uitkering ten laste van de hoofdsom: een sigaar uit eigen doos. Zo'n uitkering kan binnen de overige voorwaarden best nuttig zijn; het gaat erom dat je het karakter ervan herkent.

Hoog rendement, maar met welke kans?

In productinformatie wordt begrijpelijkerwijs veel over mooie rendementen geschreven. Vaak wordt dan het maximumrendement belicht. Dat maximum is tegelijk een plafond (een rendementsbeperkende factor). Soms wordt het maximum gepresenteerd als het meest waarschijnlijke rendement, terwijl dat in de praktijk zelden haalbaar is. Probeer je altijd een beeld te vormen van de kansverdeling van rendementen, en specifiek van de haalbaarheid van het maximum.

Backtest: rendementen uit het verleden ...

Een veelgebruikte methode om het potentieel te illustreren is de backtest: wat zou de note hebben opgeleverd als deze in het verleden was uitgegeven (bijv. 7 jaar terug), soms zelfs met 'duizenden' verschoven startdata. Hoe nuttig ook: relatieveer altijd. Het verleden is geen garantie voor de toekomst – zeker niet als de note een specifiek thema bespeelt dat in de toekomst onder andere omstandigheden valt.

Rendement: totaal of jaarbasis

Veel gestructureerde producten keren het rendement aan het einde van de looptijd uit. Tussentijds kan een vaste jaarlijkse uitkering worden opgebouwd (bijv. 9% per jaar als aan criteria voldaan is). Bij 7 jaar is de maximale totaaluitkering dan 63% (=

7 × 9%). Dat is wat anders dan 9% op jaarbasis. 63% in 7 jaar komt overeen met ongeveer 7,2% per jaar (samengesteld). Het juiste jaarrendement is nodig om zinnig te vergelijken met alternatieven.

Direct en indirect valutarisico

Garantieproducten die gerelateerd zijn aan niet-euro beleggingen geven vaak aan dat je géén valutarisico loopt. Dat kan waar zijn voor de in euro luidende garantie. Maar het rendement kan toch afhankelijk blijven van valuta, direct of indirect.

Voorbeeld: een note belegt in een Latijns-Amerikaanse index genoteerd in USD. Volgens de voorwaarden krijg je de koersstijging van de index uitgekeerd, onafhankelijk van USD/EUR. Er wordt gezegd: “geen valutarisico”. Maar als de USD daalt, kan de index (die bedrijven in lokale valuta weerspiegelt) juist stijgen, waardoor je rendement indirect door valuta beïnvloed wordt. Conclusie: probeer te doorgronden hoe valuta mutaties doorwerken in zowel garantie als rendement.

11.3 Kopen in de secundaire markt

11.3.1 Extreme make-over

In vrijwel alle gevallen kun je, eenmaal bezitter van een note, deze na uitgifte op elk gewenst moment verkopen. En de meeste notes zijn gedurende de looptijd via de beurs of rechtstreeks bij de aanbiedende en/of uitgevende instelling te koop. Door deze verhandelbaarheid is de keus uit eerder uitgegeven gestructureerde producten enorm.

Het is al moeilijk om een nieuwe note te beoordelen op risico en rendement; bij eerder uitgegeven producten is dat vaak nóg lastiger. Marktveranderingen hebben een grote invloed op de gevolgen van de oorspronkelijke voorwaarden. Producten die bij uitgifte niet interessant waren, kunnen dat gedurende de looptijd wél worden – en andersom. Garantie-notes met een relatief laag rendementsperspectief kunnen veranderen in een belegging met mogelijk een prachtig rendement, maar dan wel met een veel hoger risico.

Voorbeeld

Stel, een 7-jarige note op de AEX met 100% garantie en 80% participatie (aan het einde van de looptijd!) heeft na twee jaar een koers van 120%. Op dat moment is de AEX-index met 50% gestegen van 1000 naar 1500. Je weet dat aan het einde van de looptijd de note 80% van die totale stijging uitkeert. De aflossing over 5 jaar zal bij de huidige stand van de index tegen 140% zijn. Zonder koersverandering van de

index stijgt de note dus van 120% naar 140% (= +17%). Ga je ervan uit dat de index na zeven jaar verder stijgt van 1500 naar 1800 (dat is 80% boven de start 1000), dan lost de note af tegen 164% (= $100\% + 80\% \times 80\%$). Ten opzichte van aankoop op 120% is dat +37%; daarvoor hoeft de index vanaf 1500 nog maar +20% te stijgen. De note met oorspronkelijk 80% participatie gedraagt zich voor de nieuwe koper nu effectief als een note met ~185% participatie ten opzichte van de resterende periode – maar dan zonder volledige garantie (je koopt op 120%).

Keerzijde: bij 120% is er geen volledige garantie meer – je kunt bijna 20% verliezen. Andersom kan een note met prima perspectief bij uitgifte onderweg juist onaantrekkelijk worden. Moraal: in de secundaire markt kunnen mooie kansen zitten, maar onderzoek de veranderde risico-rendementskarakteristieken grondig.

11.3.2 Goedkoop of duurkoop?

Waar je op moet letten bij aanschaf ná de uitgifte, via beurs of aanbieder:

Kosten

Zie ook hoofdstuk 6: naast expliciete transactiekosten spelen bied-laatspreads en eventuele verkoopkosten een rol.

Middeling

In veel notes wordt voor de rendementsberekening middeling toegepast (zie par. 9.6). Niet de eindkoers, maar het gemiddelde in de laatste jaren is leidend. Naarmate de resterende looptijd korter is, weegt middeling zwaarder.

Voorbeeld: oorspronkelijke looptijd 7 jaar, middeling in de laatste 2 jaar. De eerste 5 jaar doe je volledig mee; de laatste 2 jaar gemiddeld voor de helft. Effectief doe je 6 van 7 jaar mee (= 86%). Koop je na 3 jaar (er resteren 4 jaar), dan doe je nog 2 jaar volledig mee; de laatste 2 jaar gehalveerd. Je effectieve blootstelling over de resterende 4 jaar is dan 3 jaar (= 75%). Conclusie: bij tussentijdse aankoop is het rendementsperspectief vaak lager dan bij uitgifte, puur door middeling.

Voorwaardelijke garanties

Zie par. 8.3.4. Controleer of de criteria voor de (gedeeltelijke) garantie doorlopend worden getoetst of alleen op einddatum. Als ze doorlopend zijn en de grens al (tijdelijk) geschonden is, kan de bescherming vervallen zijn.

Clean price en dirty price

Veel gestructureerde producten keren tussentijds coupons of 'dividend' uit.

- Dirty price (brutoprijs): koers inclusief opgelopen (variabele) uitkering. Voorbeeld: koers 103%, binnen een week komt een variabele coupon van 7%. Ná uitbetaling zakt de koers naar ~96%. Dat oogt als koersverlies, maar je ontving 7% uitkering; per saldo klopt het.
- Clean price (nettoprijs): koers exclusief opgelopen (vaste) coupon; je betaalt de opgelopen rente apart. Koop je een halfjaar voor de ex-datum, dan betaal je ~3,5% extra; koop je één dag vóór uitkering, betaal je ~7% extra en krijg je die de volgende dag terug.

Belangrijk: 103% dirty is economisch iets anders dan 103% clean. Weet welke prijsnotatie wordt gebruikt.

Alles bij het oude? (ABS/CDO)

Bij renteproducten als CDO/ABS hangt aflossing af van de gezondheid van de onderliggende debiteuren. Overweeg je tussentijdse aanschaf, check dan:

- Zijn er al credit events geweest? Hoeveel? Wat betekent dit voor de resterende structuur?
- Hebben ratingbureaus tussentijds bijstellingen gedaan?

Vraag de uitgevende/aanbiedende instelling om actuele informatie.

Vervroegde aflossing

Veel notes geven de uitgevende instelling op vaste momenten het recht om vervroegd af te lossen. Dat kan jouw rendement plafonneren.

Voorbeeld: je koopt op 101%, de uitgevende instelling mag aflossen op 100%. De kans op snelle call is groot; je loopt dan -1%. Niet kopen dus. Staat dezelfde note op 80%, dan is directe call onwaarschijnlijk; als het toch gebeurt, ontvang je 100% en maak je juist +20%.

Informatie

Voor eerder uitgegeven notes: raadpleeg de website(s) van banken/vermogensbeheerders.

- Check de exacte voorwaarden.
- Kijk of er updates zijn over koersverloop, events en vooruitzichten.

Die informatie helpt om te beoordelen of de note, gegeven de huidige parameters, nog past bij jouw rendementsdoel en risicoacceptatie.

Samenvattend: bij het inschrijven is het zaak de indicatieve voorwaarden en bandbreedtes te snappen en de kernstukken (Eid, (basis/aanvullend) prospectus, specificaties) echt te lezen. Op de secundaire markt verschuiven risico en rendement door tijdsverloop, middeling, rentestanden, volatiliteit en reeds opgetreden events. Begrijp de prijsnotatie (clean/dirty), status van (voorwaardelijke) garanties, en wees kritisch op claims rond participatie, backtests, maxima en valuta. Zo vergroot je de kans dat de gekozen note aansluit bij je beleggingsdoel – zonder onaangename verrassingen.

Over Wijs & van Oostveen

Wijs & van Oostveen is een toonaangevende Nederlandse vermogensbeheerder, opgericht in 1987. Onze constante focus op expertise, service en prestaties onderscheidt ons. Met een team van ervaren experts en creatieve geesten werken wij samen om de beste koers naar financieel succes uit te stippelen voor onze circa 18.000 cliënten. Het beheer van beleggingsfondsen is ondergebracht bij Wijs & van Oostveen Fund Management

Dankzij de uitdagingen die wij in de afgelopen decennia hebben meegemaakt, hebben wij geleerd en zijn wij gegroeid tot een uniek bedrijf in de beleggingswereld. Onze Nederlandse ondernemersgeest en stabiele en betrouwbare aanpak stellen ons in staat om onze klanten te helpen navigeren door de fluctuaties van de financiële wereld.

Wij onderscheiden ons als een familiebedrijf van deskundige experts, dat persoonlijke inzet en toewijding combineert met goede resultaten voor onze klanten. Wij zijn het Nederlandse vermogensbeheerbedrijf dat er altijd is voor onze cliënten.

Wijs&vanOostveen

BOUWEN AAN VERMOGEN SINDS 1987

Dit is een uitgave van Wijs & van Oostveen.

Gegevens en informatie zijn ontleend aan betrouwbaar te achten bronnen. Redactie en uitgever kunnen echter niet aansprakelijk worden gesteld voor eventuele onjuiste of onvolledige gegevens en voor de gevolgen van de adviezen in dit boek.

R 2025 Wijs & van Oostveen
Alle rechten voorbehouden.

Prijs € 29,95

