

HET EFFECTENHUIS
COMMISSIONAIRS B.V.

Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

WY onderschreven Reecken-meesters vande Camere der Oost-Indische Compagnie binnen Middelburgh, Bekennen midts desen gheaccordeert te hebben, ende by den Ontfangers der voorschreven Compagnie ontfanghen te wesen, vanden Eerlamen *Jacop van der Burgh*

de Somme van

Nidderduitsche guldert

Nidderduitsche guldert metten Interesse van dien jegens *de Somme van* *den hond.* Int Jaer gherekent, wy aen voorn. *de Somme van*

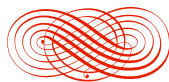
ofte den Thoonder deses, doorditto Ontfangers wederomme belooven te betalen over *Maenden* naer date deses. Sonder argh ofte list. Actum in Middelburgh den *7. Novembri*

by segghe

2400

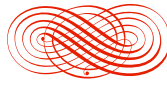
Boeck

Commissaris



Inhoudsopgave

Inleiding	3
De werking van de OK-Score	4
Risico	6
Vormen van risico:	6
1. Risico van underperformance	7
2. Debiteurenrisico	7
3. Liquiditeitsrisico	7
4. Couponrisico	8
5. Concentratierisico	8
6. Overdiversificatie	9
7. Hefboomrisico	9
8. Koopkrachtrisico	9
9. Herbeleggingsrisico	9
10. Verhandelbaarheidsrisico	10
11. Aflossingsrisico	10
12. Change-of-control-risico	10
13. Opwaarts risico	11
14. Looptijdrisico	11
Obligatietypes:	13
1. Staatsleningen en leningen van supranationale instellingen	13
2. Bedrijfsobligaties met een positieve OK-Score	14
3. Bedrijfsobligaties met een Niet-OK-Score	15
4. Bedrijfsobligaties zonder OK-Score	15
5. Obligaties van financiële instellingen	16
6. Zero-Coupon obligaties	17
7. Perpetuele leningen	17
8. Fixed-to-floaters	18
9. Rentecertificaten	19
10. Contingent Convertibles (CoCo's)	19
11. Steepeners	20
12. (Cumulatief) Preferente aandelen	21
13. Converteerbare obligaties	21
14. Structured products: Algemeen	22
14.a. Garantieproducten	22
14.b. Reverse convertibles/exchangeables	22
14.c. Knock in – knock out convertibles	23
Weging en werking:	25
Weging	25
Bandbreedtes	25
Werking	26

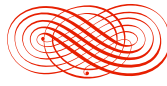


Inleiding

Dit informatieblad over risico hoort bij de Overeenkomst Effectendienstverlening van Het Effectenhuis Commissionairs B.V. Het is bedoeld om (potentiële) relaties van Het Effectenhuis te informeren over de specifieke kenmerken en de risico's van het beleggen in vastrentende waarden. Met nadruk wijzen wij erop dat alle informatie in dit document is opgesteld op basis van intern ontwikkelde selectiecriteria in combinatie met langjarige praktijkervaring. Het zijn dus onze eigen opvattingen welke kunnen afwijken van hetgeen gangbaar is in de algemene praktijk. Met de onderstaande uitleg bieden wij een handvat dat zowel voorafgaand als tijdens de relatie gebruikt kan worden bij het beoordelen van Het Effectenhuis als beleggingsadviseur en vermogensbeheerder.

In dit blad komen de volgende vijf aspecten aan bod:

1. De werking van de OK-Score;
2. Onze opvattingen over risico;
3. Een overzicht van de risico's die mogelijkterwils van toepassing zijn op obligaties;
4. Een overzicht van de verschillende obligatietypes;
5. De weging en vastgestelde bandbreedtes per type.



De werking van de OK-Score

Het Effectenhuis maakt al sinds de oprichting gebruik van de OK-Score als selectiemiddel bij de beoordeling van obligaties (en aandelen).

De OK-Score, uitgevonden door Willem Okkerse, is een methode die de levensvatbaarheid en economische 'fitheid' van een onderneming in de naastgelegen toekomst meet (tot maximaal 2 jaar).

De Score biedt een handvat om de mate van zekerheid en/of risico van het voortbestaan van de onderneming in te schatten. Klasse 1 is daarbij de beste klasse en Klasse 10 de slechtste. Die klassen geven onder meer aan of de onderneming in staat zal zijn haar strategie uit te voeren én te financieren tegen marktconforme voorwaarden.

Indien dit niet het geval is zal de uitwerking van de strategie ongewis zijn en neemt het (financiële) risico toe. De kansen op een faillissement groeien met het afnemen van de OK-klassennotering. Het unieke voordeel van de OK-Score is daarbij dat de Score soms al drie jaar, maar meestal al twee jaar van te voren een waarschuwing afgeeft.

Hiermee heeft elke bezitter van de aandelen of de obligaties een middel ter beschikking om al in een vroegtijdig stadium financieel onheil af te wenden, en zo kan er nog strategisch worden bijgestuurd.

Een OK-Klasse 9 of 10 hoeft overigens niet fataal te zijn. Door de voorspellingsbandbreedte van 1,5 tot 2 jaar kan door hard ingrijpen soms erger voorkomen worden.

De OK-Klassen

OK-Klasse 1: (wordt vergeleken met AAA)

Bijna perfecte zekerheid. Zeer goede ruimte voor expansie, óók met vreemd vermogen

OK-Klasse 2: (wordt vergeleken met AA)

Excellente zekerheid. Goed ruimte voor expansie, óók met vreemd vermogen

OK-Klasse 3: (wordt vergeleken met A)

Zeer goede zekerheid. Ruimte voor expansie, óók nog met vreemd vermogen

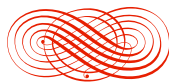
OK-Klasse 4: (wordt vergeleken met BBB)

Goede zekerheid. Expansie mogelijk, óók nog met vreemd vermogen

NB: Institutionele beleggers mogen niet in aandelen beleggen lager dan BBB. Dit is volgens de huidige normen ook verklaarbaar. Bij de OK-Score klasseringen kan dit echter tot en met OK-Klasse 6 (vergelijkbaar met B). De reden is het feit dat er in deze OK-klassen slechts een theoretische kans op een Business Failure in het daaropvolgende jaar bestaat. Deze kans loopt van 0,00001% tot 0,001%. In de praktijk van het OK-Score Institute is een dergelijke Business Failure echter nog niet voorgekomen, waardoor beleggers met een gerust hart óók in de OK-Klassen 5 en 6 (Vergelijkbaar met BB en B) mogen beleggen.

OK-Klasse 5: (wordt vergeleken met BB)

Voldoende zekerheid. Alertheid geboden. Voorzichtig bij expansie met vreemd vermogen



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

OK-Klasse 6: (wordt vergeleken met B)

Matige zekerheid, verbetering nastrevenswaard. Expansie met vreemd vermogen niet verstandig

OK-Klasse 7: (wordt vergeleken met CCC)

Onvoldoende zekerheid, verbeteringen noodzakelijk. Expansie met vreemd vermogen sterk afgeraden

OK-Klasse 8: (wordt vergeleken met CC)

Zorgelijke zekerheid, verbeteringen urgent nodig. Verdere expansie met vreemd vermogen levensgevaarlijk

Bijzonderheid

Omdat volgens het Cumulative Accuracy Profile van de OK-Score in de OK-klassen 7 en 8 ook nog nooit een Business Failure onderging, worden bedrijfsobligaties door de OK-Score nog steeds als relatief veilig gezien. Pas als het bedrijf een OK-Klasse 9 (vergelijkbaar met C) of OK Klasse 10 (vergelijkbaar met D) hebben, wordt ook van die bedrijfsobligatie afgezien.

OK-Klasse 9: (wordt vergeleken met C)

Zorgwekkende zekerheid, substantiële verbeteringen zijn direct nodig. Expansie met vreemd vermogen niet meer mogelijk. Voorportaal van een mogelijk BUSINESS FAILURE.

OK-Klasse 10: (wordt vergeleken met D)

Fase van desoriëntatie en desintegratie. Keuzes zijn rigoures ingrijpen met een totale turn-around, desinvesteren of deelliquidaties en/of bijstorting van nieuw eigen vermogen, binnen één tot drie jaar na de beoordeling. De situatie kan óók binnen één tot drie jaar fataal worden. [Zie Landis, Enron, Parmalat, DAF, LCI, Innoconcepts, Ceteco]. Bij een tweede achtereenvolgende OK-Klasse 10 waardering kan de situatie binnen één tot twee jaar fataal worden en bij een derde achtereenvolgende 10 klassering zelfs binnen één jaar. [Fokker, Tulip]. Gaat altijd ten laste van belanghebbenden. Geldt ook in combinaties met de OK-Klasse 9

Het zal evident zijn dat naarmate een onderneming tendeert van in de richting van OK-Klasse 1 de onderneming steeds krachtiger wordt en naarmate de onderneming tendeert naar OK-Klasse 10 de onzekerheid steeds verder toeneemt. [zie Ahold en Getronics]

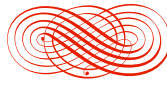
In het onderstaande schema is het verschil te zien tussen het criterium volgens welke in de OK-Score mag worden belegd en dat van een kredietbeoordelaar als Standard & Poors.

STANDARD & POORS	OK-SCORE
AAA	1
AA	2
A	3
BBB	4
BB	5
B	6
CCC	7
CC	8
C	9
D	10

Groen: Aandeel en Obligatie OK

Oranje: Obligatie OK – aandeel niet-OK

Rood: Obligatie en aandeel niet-OK



Risico

Risico is er in veel vormen en gedaanten. Hierbij onderscheiden we volatiliteit en risico. Volatiliteit of beweeglijkheid is de mate waarin de koers van een financieel product (aandeel, obligatie, valuta, etc.) schommelt. De koersgevoeligheid van bijvoorbeeld aandelen wordt doorgaans aangegeven met de 'beta'. Een beta groter dan 1 betekent dat de koers van het aandeel meer schommelt dan het gemiddelde van alle beursfondsen of de gekozen index. Een beta kleiner dan 1 betekent dat die schommeling minder is dan het gemiddelde. De volatiliteit is de academische keuze om risico te definiëren en te meten, waarschijnlijk omdat dit instrument zich laat uitdrukken in een cijfer en zo gebruikt kan worden in modellen.

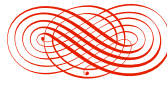
Vraag je echter aan een willekeurige belegger wat hij verstaat onder het risico van beleggen, dan zal het antwoord meestal luiden "geld verliezen". Beleggers zijn bang voor de mogelijkheid van permanent kapitaalverlies. De moderne beleggingstheorie neemt voor het risico niet de kans op verlies van vermogen als uitgangspunt, maar een statistische grootheid als de beweeglijkheid. De basisgedachte hierachter is gestoeld op de redenatie: geen hoog rendement zonder een bijpassend hoog risico.

Risico is dat er meer dingen kunnen gebeuren dan er zullen gebeuren. Je kunt niet alles van tevoren weten. Als we dat wel konden, zou er geen risico meer zijn. De onzekerheid die erin ligt dat we niet weten welke gebeurtenissen zich zullen voltrekken is het fundament bij het bepalen van het beleggingsrisico. Bij het benoemen van alle mogelijkheden weten we dat er maar een daadwerkelijk uitkomt.

Vormen van risico

Wij onderscheiden de volgende vormen van risico, waarbij sommige algemeen geldend zijn en andere specifiek van toepassing op bepaalde typen obligaties:

1. Risico van underperformance
2. Debiteurenrisico
3. Liquiditeitsrisico
4. Couponrisico
5. Concentratierisico
6. Overdiversificatie
7. Hefboomrisico
8. Koopkrachtrisico
9. Herbeleggingsrisico
10. Verhandelbaarheidsrisico
11. Aflossingsrisico
12. Change-of-control-risico
13. Opwaarts risico
14. Looptijdrisico



1. Risico van underperformance

Beleggers die beleggen met als doel een (noodzakelijke) aanvulling op hun inkomen lopen het risico deze doelstelling niet te halen. Een lage rente kan de periodieke opname uit een portefeuille in gevaar brengen waardoor het vermogen harder slinkt dan gepland. Een lage rente kan het bereiken van een bepaald doelvermogen in de toekomst ernstig ondermijnen.

Onze visie

Er zijn twee oorzaken van niet haalbare doelstellingen: (a) mikken op een hoog rendement en dat niet realiseren vanwege negatieve gebeurtenissen, en (b) mikken op een laag rendement en dat wel realiseren. Beleggers lopen in het ene geval het risico om geld te verliezen, in het andere om kansen te missen. De keuze voor de ene doelstelling houdt automatisch in dat de andere doelstelling gemist wordt. De keuze voor een laag rendement brengt wel met zich mee dat er soms te weinig risico genomen wordt.

2. Debiteurenrisico

Het risico dat een debiteur niet in staat is om de rente te betalen en/of de hoofdsom terug te betalen.

Onze visie

Door gebruik te maken van de OK-Score kan met grote zekerheid worden vastgesteld dat de beoordeelde bedrijven de komende achttien tot vierentwintig maanden aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Beoordeelde bedrijven met een OK-Score 9 en 10 zullen niet worden opgenomen of aanbevolen. Bedrijven met een lage OK-Score (7 en 8) staan onder verscherpt toezicht en zullen worden aanbevolen aan beleggers met een hogere risicobereidheid waarbij de weging navenant kan worden aangepast.

Bij vastrentende producten van financiële instellingen zal de nadruk liggen op de kwaliteit van de debiteur, waarbij mede gekeken wordt hoe deze instellingen zich tijdens een crisissituatie hebben weten te handhaven.

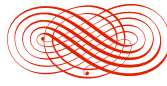
3. Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico is het risico dat beleggingen niet of nauwelijks verhandeld kunnen worden op de beurs. Het criterium bij liquiditeit is namelijk niet of je je beleggingen kunt verkopen, maar of je je beleggingen kwijt kunt tegen een prijs die op of dichtbij de laatste prijs ligt. Dat is geen vanzelfsprekendheid. Liquiditeit komt en gaat weer, afhankelijk van de omstandigheden. Markten kunnen binnen korte tijd omslaan van euforisch naar paniekerig en vice versa.

In een dalende markt kun je je beleggingen (tijdelijk) niet verkopen. Je kunt dus niet vrij over je inleg beschikken of je krijgt een slechtere prijs voor je beleggingen dan je gedacht had. Het omgekeerde geldt eveneens. In een euforische markt kun je alleen stukken krijgen door een hogere prijs te betalen of krijg je minder stukken binnen dan verwacht. Het gevolg is dat je minder rendement binnenhaalt.

Onze visie

Tijdens de crisis van 2008 konden beleggers hun stukken niet of tegen afbraakprijzen verkopen. Een gedwongen verkoop tijdens zo'n situatie risico betekent vrijwel altijd dat de opbrengst minder zal zijn dan verwacht waardoor de beleggingsdoelstelling in gevaar kan komen.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

Van de andere kant zorgt veel vraag ervoor dat de prijs wordt opgedreven waardoor het rendement afneemt. Ook deze situatie is van invloed op de rendementsdoelstelling. Er zal op regelniveau gekeken moeten worden hoe de betreffende lening zich gegeven de dan heersende marktomstandigheden gedraagt. Het liquiditeitsrisico staat niet op zichzelf en mogelijke scenario's zullen tezamen met andere risico's in kaart moeten worden gebracht.

4. Couponrisico

Een normale obligatie heeft een vaste rente ofwel coupon, gedurende de gehele looptijd. Daarnaast kan een obligatie een variabele coupon hebben. Deze wordt op van tevoren vastgestelde herzieningsmomenten aangepast.

Onze visie

Sommige leningen hoeven onder bepaalde voorwaarden geen coupon uit te keren. Beleggers in cumulatieve leningen houden wel hun recht op de eventueel gemiste coupons. Ze krijgen met voorrang recht op uitbetaling als de winst dat weer toelaat. Als de emittent in financiële problemen zit of breekt met bepaalde convenanten, kan er besloten worden om de uit te keren coupon tijdelijk of voor langere tijd te schorsen. Het passeren van de coupons kan tot gevolg hebben dat de inkomensdoelstelling in gevaar komt.

5. Concentratierisico

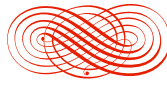
De meeste wetenschappers zijn het erover eens dat diversificatie een goede zaak is, omdat het de impact op een negatieve gebeurtenis verkleint. In de praktijk hebben we echter te maken met het feit dat er steeds minder leningen verkrijgbaar zijn met coupures kleiner dan 100.000 euro. De trend om leningen uit te geven met een minimumdeelname vanaf 100.000 euro zien wij eerder toe- dan afnemen. Hierdoor kunnen beleggers met een kleinere portefeuille in vastrentende waarden steeds moeilijker hun weg op de financiële markten vinden.

Onze visie

Om cliënten met een kleiner vermogen toch te kunnen blijven bedienen, is het aanbieden van leningen met grotere coupures mogelijk mits we de omvang van de individuele schuldtitle niet alleen afzetten tegen het ondergebrachte vermogen bij onze onderneming, maar rekening houden met het totale vermogen van de cliënt. Dat geldt ook voor het innemen van (te) grote posities die buiten de vastgestelde weging vallen.

De cliënt zal in voorkomende gevallen in duidelijke bewoordingen worden gewaarschuwd dat hij/zij loopt ten aanzien van dit concentratierisico. Hiertoe zal expliciet een zin met de strekking als hieronder worden opgenomen.

Let wel: het zijn stukken van 100k, dus aankoop vergt een investering van tegen de 100.000 euro (alternatief: de aangekochte positie van XXX.000 euro in deze lening valt buiten de weging die wij hebben vastgesteld). Wij wijzen u op het risico dat u ten opzichte van de totale portefeuille een aanzienlijk stuk van het vermogen dat u bij ons hebt ondergebracht, in een enkele lening stopt. Hierdoor valt de weging van deze lening buiten de vastgestelde bandbreedte en dient u er zich van bewust te zijn dat er een concentratierisico wordt gelopen. Echter, wij zijn overeengekomen dat we, in het licht van en de bekendheid met de totale vermogensomvang, het passend vinden om deze investering te doen.



6. Overdiversificatie

Tegenover het risico van te weinig diversificatie staat het risico van teveel diversificatie. In veel gevallen betekent spreiding over een groot aantal leningen dat er vanuit natuurlijk verloop regelmatig leningen zullen aflossen, al dan niet vervroegd. Indien dit leidt tot verhoogde transactiekosten, zullen deze kosten het totaalrendement in negatieve zin beïnvloeden. Daaruit voort vloeit het herbeleggingsrisico. De vrijkomende liquiditeiten zullen in de meeste gevallen moeten worden herbelegd. Afhankelijk van de rentestand van dat moment in combinatie met de minimale handelseenheid kan dit op problemen stuiten.

Onze visie

Wij zijn geen voorstanders van al te grote diversificatie, enerzijds omdat het geen zekerheid biedt tegen majeure schokken op de financiële markten, anderzijds vanwege de hogere transactiekosten.

7. Hefboomrisico

Vooraf tijdens perioden waarin sprake is van lage rentes is het bijlenen van additioneel kapitaal een manier om mogelijkwerwijs het rendement te verhogen. Wat hierbij ook verhoogd wordt is het hefboomrisico. Het aanbrengen van een hefboom voegt op twee manieren risico toe.

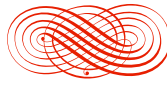
Het eerste is uitvergroting: een hefboom kan de winsten uitvergroten, maar onder minder gunstige omstandigheden worden de verliezen eveneens uitvergroten. De tweede wijze waarop een hefboom risico toevoegt is afkomstig van funding risico. Dit is het geval als een kortlopende lening wordt afgesloten om een langlopende belegging te financieren. Als de lening op een ongunstig moment wordt teruggevraagd – als gevolg van de eindlooptijd, een margin call, of om een andere reden – en de aangekochte lening kan niet tijdig (of slechts tegen een veel lagere koers) worden verkocht, dan doemt de situatie op dat een investering die in een normaal klimaat succesvol zou zijn geweest, nu in de debacle eindigt.

Onze visie

Tijdens perioden met een lage rente kan de verleiding ontstaan om met de beschikbaarheid van goedkoop geld kortlopende leningen af te sluiten om zo de gewenste hefboom te creëren. Aangezien het rendement op vastrentende waarden grotendeels vastligt en het opwaarts potentieel beperkt is, is de werking van een hefboom beperkt. Het hierboven omschreven risico kan het rendement op een zorgvuldig uitgekozen langlopende belegging echter binnen korte tijd volledig teniet doen. In algemene zin staan wij afwijzend tegen deze wijze van beleggen en wij zullen de deelnemer van tevoren wijzen op de negatieve effecten die door deze handelwijze kunnen optreden.

8. Koopkrachtrisico

Een van de redenen dat de rente stijgt is de relatie tot het koopkrachtrisico. Beleggers in obligaties (vooral in langlopende obligaties) lopen het risico dat als de inflatie stijgt, ze in de toekomst minder voor hun geld kunnen kopen dan vandaag. Het kan ertoe lijden dat bij de vrees van hogere inflatie beleggers een hogere rente eisen op een obligaties, waardoor de koersen dalen.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

Onze visie

Inflatie en rente zijn twee belangrijke variabelen die bij het beoordelen van alle obligaties aan de orde zijn. Er zal gekeken worden wat het effect is op de diverse type schuldtitels, waarbij er ook obligaties zijn die profiteren van een stijgende rente. Afhankelijk van de visie op inflatie – en dus de rente – zal er overeenkomstig worden opgetreden en zullen er aanpassingen in de portefeuilles worden aangebracht.

9. Herbeleggingsrisico

Het risico dat afgeloste leningen tegen een lagere rente kunnen worden herbelegd. Leningen waarop een hoge rente wordt vergoed, lopen bij een dalende rente het risico van vervroegde aflossing. In de afzonderlijke voorwaarden die bij elke lening horen, staat aangegeven of en zo ja, wanneer de debiteur van deze mogelijkheid gebruik mag maken.

Onze visie

Dit risico houdt in dat beleggers sneller dan verwacht hun geld terug zien, geld dat tegen de dan geldende, lage rente moet worden herbelegd. In een periode waarin sprake is van stijgende rentes speelt dit risico veel minder, omdat de vrijvallende gelden dan tegen de hogere markrente kunnen worden herbelegd.

10. Verhandelbaarheidsrisico

Onder het verhandelbaarheidsrisico verstaan we het risico dat er door het gering aantal uitstaande obligaties bij aankoop weinig aanbod is (ofwel de liquiditeit is gering) waardoor tegen een te hoge prijs of koers zou moeten worden gekocht, dan wel dat bij verkoop de prijs of koers wordt gedrukt doordat er te weinig belangstelling voor is.

Onze visie

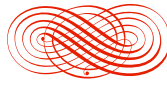
Het criterium bij liquiditeit is niet of je je beleggingen kunt verkopen, maar of je je beleggingen kwijt kunt tegen een prijs die op of dichtbij de laatste prijs ligt. Dat is geen vanzelfsprekendheid. Liquiditeit komt en gaat weer, afhankelijk van de omstandigheden. Het gevolg van verminderde liquiditeit zie je terug in de nervositeit op aandelen- en obligatiemarkten. Indices openen fors in de plus, duiken in de min op een enkel nieuwsfeit om aan het eind van de dag weer boven de streep te eindigen. Door het ontbreken van liquiditeitsverschaffers worden koersuitslagen hierdoor veel heftiger.

11. Aflossingsrisico

De mogelijkheid van vervroegde aflossing staat beschreven in de voorwaarden. Het zijn in de regel achtergestelde leningen die kans maken om vervroegd te worden afgelost, omdat ze een relatief hoge rente betalen. Als de onderneming als gevolg van een gedaalde rente goedkoper kan lenen, is het aantrekkelijk om gebruik te maken van de mogelijkheid tot vervroegde aflossing.

Daarnaast treedt dit risico op bij een overname. Soms is er sprake van een verplichte aflossing door de overnemende partij, soms is er sprake van een recht. Indien dergelijke clausules van toepassing zijn, moeten ze ook verplicht vermeld worden in de voorwaarden of het emissieprospectus.

De hoge rentevergoeding kan voor de overnemende partij aanleiding zijn om van deze mogelijkheid gebruik te maken, omdat er genoeg alternatieven zijn. Bijvoorbeeld omdat de overnemende partij



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

voldoende geld in kas heeft, zij zelf goedkoper op de kapitaalmarkt kan lenen, of omdat het (lage) renteklimaat mogelijkheden biedt voor het verkrijgen van goedkopere herfinanciering.

Onze visie

De kans op vervroegde aflossing kan ingeschat worden op basis van variabelen als de lopende rente en de koers op het moment van aankoop. Als de koers zich boven de 100% bevindt, bestaat het risico van koersverlies op de korte termijn. Daar tegenover bestaat het positieve risico als de lening onder de 100% kan worden aangekocht.

12. Change-of-control-risico

Versnelde aflossing kan optreden vanwege de zogeheten 'change of control'-clausule. De clausule houdt in dat bij een overname de overnemende partij gerechtigd is om bepaalde obligaties van de overnamekandidaat per direct af te lossen. Dat kan tegen 100% of onder bijbetaling van een kleine boete, bijvoorbeeld 101%.

Onze visie

Leningen waarbij het change-of-control risico actueel is, zullen niet worden gekocht als de koers fors boven pari staat. De koper zou immers binnen korte tijd een fors koersverlies kunnen lijden. Voor de bezitters die de lening al langer hebben, kan worden bekeken of de mogelijke koerswinst opweegt tegen het risico van vervroegde aflossing bij een overname. Voor leningen die onder pari staan kan het juist weer aantrekkelijk zijn om ze bij geruchten van een op handen zijnde overname te kopen.

13. Opwaarts risico

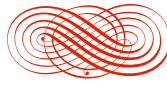
Het maakt nogal wat uit of een obligatie gekocht kan worden op 40% of 100%. In het eerste geval is het achterliggende bedrijf in problemen gekomen en ligt uitstel van betaling of faillissement op de loer. Van de andere kant is het effectieve rendement door de gedaalde koers fors gestegen. Afhankelijk van de zogenaamde 'recovery rate' (de restwaarde bij de boedelverdeling in geval van faillissement) kan er een risico/rendementsanalyse gemaakt worden op basis van de kansverdeling tussen het mogelijke verlies en de potentiële winst.

Onze visie

Tegenover een kans op een zeer hoog rendement staat het risico van kapitaalverlies, waarbij het ook nog eens onduidelijk is op welke termijn het restkapitaal zal worden uitbetaald. Desondanks kan er (eventueel met behulp van de OK-Score) bij een negatieve uitkomst een inschatting gemaakt worden van de restwaarde en dus van het maximale verlies van kapitaal. Het moge duidelijk zijn dat deze strategie alleen geschikt is voor hen die zich bewust zijn van de werking van deze strategie en die het risico willen en kunnen dragen.

14. Looptijdrisico

Obligaties zijn gevoelig voor rentebewegingen. De gevoeligheid kun je uitdrukken in een percentage, waarbij de koers stijgt of daalt als gevolg van een wijziging van de marktrente met 1% naar boven of naar beneden. Een obligatie met een gevoeligheid van 4 zal in waarde met 4% stijgen als de marktrente met 1% daalt, en met 4% dalen als de marktrente met 1% stijgt.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

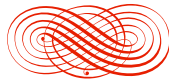
Die gevoeligheid is niet identiek voor alle obligaties. Ze varieert op basis van een aantal criteria zoals de looptijd van de obligatie en de omvang van de coupon. Hoe langer de looptijd van een obligatie, hoe hoger de gevoeligheid en omgekeerd. Daarnaast speelt nog een rol hoe de markt het risico van een relevante rentewijziging inschat en daarop vooruit loopt. Wat de coupon betreft kan gesteld worden dat hoe hoger die is, hoe lager de gevoeligheid, en hoe lager hij is, hoe groter de gevoeligheid.

Onze visie

In de obligatiewereld gaat alles goed als de rente daalt. Het wordt pas moeilijk als de rente stijgt. De prijs van een obligatie en het rendement maken een tegenovergestelde beweging. Als de lange termijnrente daalt zal de prijs van een obligatie met een vaste coupon toenemen, en vice versa.

Omdat obligaties met een lange looptijd gevoeliger zijn bij renteveranderingen, zal het renterisico bij portefeuilles met een korte(re) horizon groter zijn dan bij vermogens met een langere horizon. Op van de rentevisie dient er een inschatting gemaakt te worden van de kwetsbaarheid van bepaalde leningen op basis van de looptijd.

Een manier om zich in te dekken tegen het risico van de stijging van de rente is ervoor te zorgen dat de portefeuille ook obligaties met een variabele rente bevat (bijvoorbeeld floated rate note (FRN) of fixed-to-floater).

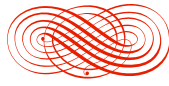


obli·ga·tie (de; v; meervoud: obligaties)

1 aan de beurs verhandelbare schuldbekentenis

WY onderschreven Reecken-meesters vande Camere der Oost-Indische Compagnie binnen Middelburgh, Bekennen midts desen gheacordeert te hebben, ende by den Ontfangers der voorschreven Compagnie ontfanghen te wesen, vanden Eerfamen *Jacob van der Burgh* de Somme van *Widertubmitie* *duert* Welcke voorschreven somme van *Widertubmitie* metten Interesse van dien jegens *de Compagnie* ten hond. Int Jaer gherekent, wy aen voorn. *Jacob van der Burgh* ofte den Thoonder deses, doorditto Ontfangers wederomme belooven te betalen over *Maenden* naer date deses. Sonder argh ofte liit. Actum in Middelburgh den *7. Novembri* *1674* *Widertubmitie*

2400 — *Boeck*
Commissaris



Obligatietypes

Het Effectenhuis heeft bij de samenstelling van het vastrentende deel van de portefeuille het onderstaande universum ingericht. Bij de invulling van het beleggingsbeleid in waardepapieren waarover rente of een vastgesteld dividend wordt vergoed onderscheidt zij de volgende categorieën: obligaties, andere financiële waarden met een vastrentend karakter, en effecten die op regelmatige basis een vastgesteld dividend uitkeren.

Het universum van vastrentende waarden bestaat uit verschillende type obligaties. Per type zal worden beschreven wat de kenmerken zijn zoals deze in algemene zin worden gehanteerd, hoe HEC per type de bijbehorende risico's beoordeelt en – als gevolg van dit oordeel - welke weging bij de specifieke risicoprofielen van cliënten passend is.

Wij onderscheiden de volgende typen obligaties:

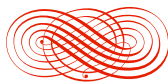
1. Staatsleningen en leningen van supranationale instellingen
2. Bedrijfsobligaties met een positieve OK-Score
3. Bedrijfsobligaties met een Niet-OK-Score
4. Bedrijfsobligaties zonder OK-Score
5. Obligaties van financiële instellingen
6. Zero-coupon obligaties
7. Perpetuele leningen
8. Fixed-to-floaters
9. Rentecertificaten
10. Contingent Convertibles (CoCo's)
11. Steepeners
12. (Cumulatief) Preferente aandelen
13. Converteerbare obligaties
14. Structured products: Algemeen
 - a. Garantieproducten
 - b. Reverse convertibles/exchangeables
 - c. Knock in – knock out convertibles

1. Staatsleningen en leningen van supranationale instellingen

Kenmerken

De markt van de staatsleningen is een van de belangrijkste en meest liquide ter wereld. Elke week wordt er wel ergens voor miljarden euro's aan obligaties uitgegeven. Op die manier herfinancieren de staten hun bestaande schulden. De uitgiften gebeuren hetzij via een consortium van banken, hetzij via een veiling. De belangrijkste uitgevende landen zijn de Verenigde Staten, Duitsland, Groot-Brittannië en Japan. Voor Nederland rekenen wij ook obligaties van semi-overheidsinstellingen als de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB) tot deze markt.

Supranationale instellingen als de Europese Investeringsbank (EIB), de Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) of de Wereldbank beschikken over een eigen rechtspersoonlijkheid en eigen kapitaal. In tegenstelling tot traditionele banken beschikken deze instellingen niet over de commerciële middelen uit spaardepots of rekeningen-courant. Ze kunnen zich tegenwoordig rekenen tot de belangrijkste,



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

niet-soevereine geldverstrekkers en profiteren van de beste kredietnotering, de "triple A". Dankzij deze notering kunnen ze tegen zeer concurrerende voorwaarden aanzienlijke geldhoeveelheden verhandelbaar maken die nodig zijn voor het leveren van steunpakketten en het doen van investeringen.

Risico's en passendheid

Door de kredietkwaliteit van de uitgevers worden die effecten in het algemeen door de marktspelers als relatief veilig beschouwd. Het merendeel van die effecten krijgen dan ook de hoogst mogelijke noteringen. Daarom gebruiken de beleggers ze ook als vluchtwaarde wanneer de meer riskante activa, zoals de aandelen, dalen of als de vrees bestaat dat de economische conjunctuur zal verslechteren.

Staatsobligaties worden ook gewaardeerd omdat ze een goede liquiditeit bieden, met andere woorden: ze kunnen gemakkelijk verhandeld worden, want er is altijd een tegenpartij. De keerzijde van de medaille is dat dergelijke obligaties lage rendementen bieden.

Financiële crisissen tonen echter aan dat ook de wereld van die obligaties niet risicoloos is. Niet alleen Rusland (1998), Argentinië (2001) maar recent ook Equador (2008) blijken de schulden niet meer te kunnen aflossen. Dichter bij ons heeft de crisis inzake de perifere schulden in Spanje, Griekenland, Ierland en Portugal de druk op hun staatsleningen flink doen toenemen.

Staatsleningen en leningen van supranationale instellingen zijn geschikt voor beleggers die de zekerheid van een zeer veilige debiteur kiezen en daarmee automatisch genoeg nemen met een relatief laag rendement.

De risico's van deze obligaties zijn als volgt te categoriseren:

- Debiteurenrisico
- Renterisico.

Afhankelijk van de (resterende) looptijd is er sprake van een renterisico. Daarnaast geldt er een debiteurenrisico terzake van de kredietstatus van het betreffende land of de betreffende instelling.

2. Bedrijfsobligaties met een positieve OK-Score

Kenmerken

De OK-Score is een credit-score waarmee de vitaliteit en levensvatbaarheid van bedrijven wordt gemeten. Deze OK-Score werd tussen 1995-2000 ontwikkeld door W.D. Okkerse MBA.

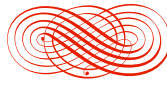
Klasse 1 is daarbij de beste klasse en Klasse 10 de slechtste. Die klassen geven onder meer aan of de onderneming in staat zal zijn haar strategie uit te voeren én te financieren tegen marktconforme voorwaarden. Indien dit niet het geval is zal de uitwerking van de strategie ongewis zijn en neemt het (financiële) risico toe. De kansen op een faillissement groeien met het afnemen van de OK-klassennotering. Het unieke voordeel van de OK-Score is daarbij dat de Score soms al drie jaar, maar meestal al twee jaar van te voren een waarschuwing afgeeft.

Voor wat betreft de selectie van obligaties worden de klassen 1 tot en met 8 worden beschouwd als investables (de zogenaamde OK-groep) en de klassen 9 en 10 als de non-investables (de zogenaamde NOK-groep).

Risico's en passendheid

Zie voor de werking en verdeling van de OK-Klassen de uitgebreide toelichting.

Naast leningen die naar het oordeel van de traditionele ratingbureaus als Standard & Poors, Moody's en Fitch als kredietwaardig worden beschouwd (AAA tot en met BBB-) zitten in dit segment ook



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

leningen die als niet-kredietwaardig worden beschouwd, ook wel aangeduid met de term 'high yield'. Omdat zich volgens het OK-Score model in de OK-klassen 7 en 8 óók nog nooit een Business Failure heeft voorgedaan, worden bedrijfsobligaties die - met name in de CCC en CC categorie volgens de S&P rating methodiek - uiterst interessante couponrentes bieden door de OK-Score nog steeds als relatief veilig gezien. Pas als het bedrijf een OK-Klasse 9 (vergelijkbaar met C) of OK Klasse 10 (vergelijkbaar met D) hebben, wordt ook van die bedrijfsobligatie afgezien.

3. Bedrijfsobligaties met een Niet-OK-Score (9 en 10)

De OK-Score is een credit-score waarmee de vitaliteit en levensvatbaarheid van bedrijven wordt gemeten. Deze OK-Score werd tussen 1995-2000 ontwikkeld door W.D. Okkerse MBA. Voor wat betreft de selectie van obligaties worden de klassen 1 tot en met 8 worden beschouwd als investables (de zogenaamde OK-groep) en de klassen 9 en 10 als de non-investables (de zogenaamde NOK-groep).

Risico's en passendheid

Leningen die bij de eerste beoordeling een OK-Klasse 9 (vergelijkbaar met C) of OK Klasse 10 (vergelijkbaar met D) hebben, komen niet in aanmerking voor aankoop.

Gedurende de bezitsperiode kan het echter voorkomen dat een OK-Score daalt naar een OK-Klasse 9 of 10. Vanaf dat moment komt de betreffende lening onder verscherpt toezicht. Elke daling naar een Niet-OK-Klasse wordt uitgebreid toegelicht waarbij wordt gemotiveerd hoe bedreigend de situatie is. Een dergelijke score hoeft immers niet fataal te zijn voor de onderneming. De OK-Score projecteert een beeld voor de eerstkomende 1 tot 3 jaar waarbij 1,5 jaar het optimum is. Vanwege dit voorspellende karakter is er voldoende tijd om te bekijken of het bedrijf de juiste maatregelen treft om de problemen het hoofd te bieden.

Naast deze toelichting wordt gekeken naar de op dat moment geldende marktomstandigheden, waarin opgetreden moet worden. Hierbij zijn criteria als de aankoopkoers, de indicatieve verkoopkoers en de grootte van de positie medebepalend bij het besluit of de betreffende lening wordt aangehouden dan wel voor verkoop in aanmerking komt.

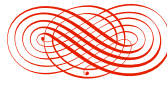
4. Bedrijfsobligaties zonder OK-Score

Obligaties zonder OK-Score worden op hun eigen merites beoordeeld. Vaak bevinden zich in dit segment bedrijven die op basis van hun bijzondere balanskarakteristieken niet beoordeeld kunnen worden. Naast de algemene financiële ratio's wordt gelet op aandeelhouder- en managersstructuur en gekeken naar de eigendomsverhoudingen.

Risico's en passendheid

De risico's van deze obligaties bevinden zich voornamelijk op het vlak van de debiteur. Door het ontbreken van een OK-Score wordt dit type onderneming beoordeeld op historische winstcijfers, de aandeelhoudersstructuur en de kwaliteit en reputatie van het management.

Indien zich grote aandelenbelangen bevinden in de handen van aandeelhouders uit de institutionele wereld, van (semi-)overheidsorganen of andere publiekrechtelijke organen, dan strekt dat tot voordeel. Hetzelfde geldt als een groot deel van de aandelen in handen is van het management en/of het personeel. Hoe groter de interne belangen, des te beter het management op de eigen winkel zal passen.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

Deze obligaties zijn passend voor beleggers die ook zonder OK-Score in een debiteur willen beleggen met een lange en stabiele winsthistorie, integer management en waarbij tot voordeel strekt als het merendeel van de aandelen in handen is van slechts enkele partijen, zodat de belangen van de obligatiehouders en aandeelhouders gelijk op gaan.

5. Obligaties van financiële instellingen

Bij de keuze van obligaties uitgegeven door financiële instellingen laten wij ons leiden door de kwaliteit van de onderliggende debiteur. Voor deze categorie geldt dat de gekozen looptijd en rentevergoeding afhankelijk is van onze rentevisie voor de middellange termijn (tot 10 jaar).

Bij financiële obligaties bestaat er nog een tweede onderscheid, namelijk het verschil tussen eigen middelen en quasi-eigen middelen.

Hieronder beperken we ons tot die delen van het eigen vermogen die samengesteld zijn uit hun uitgegeven obligaties. Het kapitaal van de banken wordt onderverdeeld in verschillende niveaus die Tier 1, 2 en 3 genoemd worden.

In de Tier 1 treffen we naast aandelen ook hybride effecten aan zoals de bijzonder achtergestelde eeuwigdurende effecten. Hun speciale kenmerken zijn als volgt: ingeval van faillissement krijgen ze geen voorrang bij uitbetaling, ze hebben geen vervaldatum en hun coupon is niet verplicht en niet cumuleerbaar. Het zijn dan ook schuldbewijzen met een zeer groot risico, wat leidt tot het aanbod van zeer hoge rendementen.

In de Tier 2 wordt een onderscheid gemaakt tussen de Upper Tier 2 en de Lower Tier 2. In het eerste geval gaat het om achtergestelde eeuwigdurende effecten die weliswaar geen eigenlijke vervaldatum hebben maar waarbij de bank toch de optie heeft om vervroegd terug te betalen (een call) vanaf het vijfde jaar. Ingeval van niet-terugbetaling is de coupon bovendien cumuleerbaar.

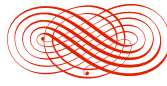
Risico's en passendheid

De toegestane activiteiten van banken zijn wel omljnd en hun risico's zouden daardoor beperkt moeten zijn door de ratio's van de eigen middelen, zoals die worden opgelegd door de toezichthouders (Bazel II en binnenkort Bazel III). Het komt erop neer dat de banken een zeker volume aan kapitaal moeten aanhouden om de fondsen die ze in commerciële of marktoperaties inzetten te dekken.

Het komt er dan ook op aan te weten wat als 'eigen vermogen' wordt beschouwd bij de berekening van de beruchte financiële soliditeitsratio's.

Met de Lower Tier 2 verlaten we de categorie van de eeuwigdurende obligaties zonder vervaldatum maar blijven we wel bij de achtergestelde effecten. Ze hebben dus geen voorrang bij een eventueel faillissement, maar ze hebben wel een vervaldatum (langer dan vijf jaar) en de uitbetaling van de coupon is verplicht (al kan die ook uitgesteld worden als de bank in moeilijkheden verkeert).

Tenslotte is er nog de Tier 3 die de achtergestelde effecten groepeert met een vervaldatum langer dan twee jaar en zonder beding van vervroegde terugbetaling.



6. Zero-Coupon obligaties

Deze obligaties worden vrijwel altijd uitgegeven door financiële instellingen. Ze onderscheiden zich van obligaties met een vaste of variabele coupon door het feit dat ze tussentijds geen rente vergoeden en dus tegen een lagere koers dan de aflossingskoers verkocht worden. Het verschil tussen de aanschafprijs en de eindwaarde is het uiteindelijke rendement voor de belegger.

Risico's en passendheid

De risico's van zero-coupon obligaties zijn als volgt te categoriseren:

- Debiteurenrisico
- Renterisico.

Als gedurende de looptijd de rente stijgt zal de koers van de zero-obligatie dalen. Dit effect neemt af in de tijd omdat de koers op termijn richting de aflossingskoers zal moeten tenderen. Net als bij de overige obligaties van financiële instellingen is er een risico op de gegoedheid van de debiteur. Deze obligaties zijn passend voor cliënten die niet afhankelijk zijn van inkomen, maar wel met een relatief lage investering kunnen wachten op de stijging van de obligatie richting de aflossingskoers aan het einde van de looptijd.

7. Perpetuele leningen

Perpetuele leningen zijn leningen die eeuwigdurend lopen. Dat betekent dat ze niet worden afgelost. Een (rente)vergoeding wordt wel uitgekeerd. Banken willen zo goedkoop mogelijk kapitaal aantrekken. Hiertoe geven zij onder meer achtergesteld kapitaal uit in de vorm van perpetuele leningen. Dit hybride kapitaal heeft kenmerken van zowel aandelen als obligaties. Het achtergestelde kapitaal telt samen met het eigen vermogen (voor een deel) mee voor het kernkapitaal of het tier-kapitaal van de bank. Het geleend geld wordt theoretisch gezien nooit terugbetaald door de emittent (of toch niet op een datum die nu al vastgelegd wordt). Om het nadeel van de eeuwigdurendheid (of onbekende einddatum) te compenseren geven eeuwigdurende obligaties coupons met rendementen die in het algemeen veel hoger liggen dan deze van de klassieke obligaties.

Het eeuwigdurend karakter van deze obligaties is eerder theoretisch want bepaalde uitgevers voorzien de mogelijkheid voor de uitgever om de effecten die op bepaalde data werden uitgegeven terug te kopen. Men omschrijft deze obligatie dan als 'callable'. De terugbetalingsprijs is vastgelegd bij de uitgifte. Hij kan a pari (100%) zijn of niet.

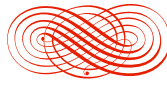
Risico's en passendheid

De risico's van een perpetual zijn als volgt te categoriseren:

- Renterisico
- Debiteurenrisico
- Aflosrisico
- Couponrisico

De koers van een eeuwigdurende obligatie is gevoelig voor alle obligatierisico's, en zelfs in heviger mate dan een klassieke obligatie. Omdat dit product haar aantrekkingskracht ontleent uit het rendement, is het logisch dat de parameters die rendementen doen toenemen of in gevaar brengen onmiskenbare gevolgen hebben voor de waarde van dit product.

Zo hoeven ze onder bepaalde voorwaarden geen coupon uit te keren. Beleggers in cumulatieve perpetuuls houden wel hun recht op de eventueel gemiste coupons. Ze krijgen met voorrang recht op uitbetaling als de winst dat weer toelaat.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

Perpetuals als categorie kunnen een aantal speciale kenmerken vertonen. De meest voorkomende zijn een 'call' in hoofde van de emittent en een 'put' in hoofde van de houder van de obligatie.

Bij een call heeft de uitgever het recht om zijn obligatie vervroegd af te lossen. Men zegt dan (verwijzend naar de call) dat de obligatielening callable is op een welbepaalde datum en tegen een vooraf vastgelegde prijs. Over het algemeen valt de eerste calldatum pas meerdere jaren na de uitgifte van de obligatie. Op die manier wordt de houder van de obligatie toch een minimum aan rendement gegarandeerd. De uitgever kan zelf in de verleiding komen om de call zo snel mogelijk uit te oefenen, bijvoorbeeld als zijn financiële toestand verbeterd is en hij dus tegen een lagere rente kan lenen.

Het kan daarentegen ook zijn dat de effectenhouders kunnen gebruik maken van een put. Ze hebben dan het recht om de obligatie te laten inkopen door de uitgever tegen een vooraf gekende prijs. In de meeste gevallen zijn er echter voorwaarden verbonden aan de uitoefening van een dergelijke put. Een wijziging in het aandeelhouderschap van de onderneming is er daar een van. Een obligatiehouder die bijvoorbeeld niet akkoord gaat met het managementbeleid van de nieuwe aandeelhouder kan in dergelijke gevallen zijn put uitoefenen en zijn obligaties laten terugkopen door de uitgever. Indien dergelijke clausules voorzien worden in het kader van een obligatie-uitgifte, moeten ze ook verplicht vermeld worden in de emissieprospectus.

Perpetuals zijn passend voor cliënten die een hogere rentevergoeding wensen dan de marktrente op het moment van uitgifte. Door de eindige looptijd is er discussie ontstaan of particuliere beleggers überhaupt in deze categorie mogen beleggen. Echter, omdat perpetuals op de reguliere beurzen verhandeld worden, kunnen bezitters er op elk gewenst moment weer afscheid van nemen. Uiteraard resteert er dan een koersrisico, dat evenwel positief als negatief kan uitvallen. De – veelal op kwartaalbasis – geïncasseerde rente gedurende de bezitsperiode levert dan de belangrijkste bijdrage aan het rendement.

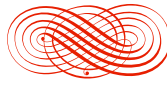
8. Fixed-to-floater obligaties

Dit zijn perpetuele leningen met speciale voorwaarden. Fixed-to-floater obligaties keren in het begin een vaste rente uit en worden na een bepaalde periode variabel. Elke uitgifte heeft zijn eigen kenmerken. De variabele uitkering is afhankelijk van de gevolgde rentevoet en de 'opslag', de extra rentevergoeding die de lening bovenop de vaste rentevoet uitkeert. Zowel de rentevoet als de opslag kunnen in de tijd nog worden aangepast.

Risico's en passendheid

Ondanks de benaming 'obligatie' kennen deze effecten toch een heel ander risicoprofiel dan de klassieke obligatie. De koers van een fixed-to-floater is dus gevoelig voor alle obligatierisico's. Deze liggen op het gebied van de debiteur of de rente. Met het renterisico is echter iets bijzonders aan de hand. Zodra de fase van het 'floaten' is aangebroken lopen beleggers geen renterisico meer. Dan geldt immers de voorwaarde dat de coupon elk kwartaal wordt aangepast aan de dan geldende rente, waardoor de lening de renteontwikkeling op de voet volgt.

Zie voor passendheid bij Perpetuals.



9. Rabobank Certificaat

Rabobank Certificaten zijn certificaten van participaties zonder einddatum die zijn uitgegeven door de Rabobank (via Stichting AK Rabobank Certificaten). Rabobank Certificaten hebben geen einddatum. Dat betekent dat deze nooit worden afgelost. Onder bepaalde voorwaarden kunnen de Rabobank Certificaten wel worden ingetrokken. Bij intrekking ontvangt u € 25 per Rabobank Certificaat, op voorwaarde dat het vermogen van de Rabobank toereikend is.

Rabobank verwacht op een op iedere vergoedingbetaaldag over de op die dag eindigende betaalperiode een vergoeding te betalen die het hogere is van € 0,40625 en het driemaands rekenkundig gemiddelde op jaarbasis van het effectieve rendement van een Nederlandse staatslening met een resterende looptijd van gemiddeld 10 jaar, verhoogd met 1,5%, berekend over de nominale waarde van € 25 gedeeld door vier. Rabobank Certificaten zijn verhandelbaar via Euronext Amsterdam.

Risico's en passendheid

Een Rabobank Certificaat is een diep achtergesteld beleggingsproduct. Dit betekent dat certificaathouders bij een eventueel faillissement van de Rabobank als laatste worden uitbetaald, na alle schuldeisers.

Er zijn verschillende risico's waarmee een belegger rekening moet houden:

- het risico van koersfluctuaties
- het risico dat vergoedingen niet worden uitbetaald
- het risico op verlies van inleg
- het risico van een belegging zonder einddatum

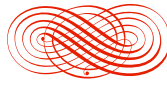
De certificaten zijn passend voor cliënten die een hoog minimum rendement eisen op een bankinstelling die zich gedurende de kredietcrisis uitstekend heeft weten te handhaven. De Rabobank zet voor haar interne cliënten de maximale weging op 20%. Wij sluiten ons daarbij aan. Het verhandelbaarheidsrisico waar de Rabobank zelf op wijst, is bij de huidige dagelijkse omzet niet of nauwelijks aanwezig.

10. Contingent Convertible Bonds

Een contingent convertible bond (doorgaans 'CoCo' genoemd) is in de financiële wereld een tussenvorm tussen een langlopende achtergestelde lening en een aandeel. Zij is verwant aan de al langer bestaande converteerbare obligatie, die wordt uitgegeven door banken met een vast relatief hoog rentepercentage. Als de bank door van tevoren duidelijk aangegeven vermogenslimieten zakt, de zogenaamde trigger, dan wordt de obligatie omgezet in aandelen, of volgens van tevoren gemaakte afspraken geheel of gedeeltelijk afgeschreven.

Coco's zijn door banken ontwikkeld als antwoord op de strengere kapitaaleisen die toezichthouders aan de bankbalansen stellen. Banken moeten een grotere buffer aanhouden zodat ze moeilijke tijden beter kunnen doorstaan. Toegestaan is dat de coco tot het eigen vermogen van de bank wordt gerekend. Maar Coco's mogen slechts maximaal 1,5%-punt meetellen in het tier 1-kapitaal. Toegestaan is dat de rente aftrekbaar is van de winst.

Kritiek op de coco is wel dat als het bepaalde trigger-minimum niveau wordt bereikt en de obligatie ophoudt te bestaan of wordt afgeboekt, dit tevens een signaal in de markt kan zijn dat de bank aan het omvallen is. Omgekeerd is het voor de uitgever van de coco gunstiger om in een noodsituatie net onder de trigger-limiet te duiken en zo snel kapitaal op te halen, een soort van perverse prikkel.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

Risico's en passendheid

CoCo's hebben een hoger risicoprofiel dat tussen obligaties en aandelen in ligt. Hierdoor vraagt de belegger een extra beloning hiervoor in de vorm van een hoger rendement. Vanuit beleggersperspectief is het belangrijk de uitgevende bank en de juridische documentatie goed te analyseren. Beleggen in CoCo's vraagt van de belegger een enorme expertise op dit gebied, temeer omdat CoCo's door banken aan toezichthouders worden gepresenteerd als quasi aandeleninstrument, terwijl diezelfde CoCo's aan beleggers als quasi obligaties worden aangeboden. Naast deze risico's moet de belegger rekening houden met een aantal additionele risico's. Zo wordt er een coupon vastgesteld, maar er is geen contractuele verplichting om deze uit te betalen. Aflossing van de hoofdsom is niet in alle gevallen verplicht en de verhandelbaarheid is beperkt.

In geval dat het eigen vermogen van uitgevende banken van CoCo's door een vooraf vastgestelde ondergrens zakt, zijn er twee scenario's mogelijk. Ofwel de hoofdsom wordt deels of geheel afgeschreven, ofwel de obligaties worden geconverteerd in aandelen. Concreet houdt dit laatste geval in dat de houders van deze bufferobligaties in financieel zware tijden voor extra kapitaal zorgen. Hun obligaties worden namelijk in aandelen omgezet. Zonder de juiste strategie is het mogelijk, dat belegger zijn obligaties moet omruilen voor een portefeuille met aandelen van banken welke in financiële nood verkeren. Beleggers ondergaan in dat scenario een shift in asset class.

CoCo's zijn passend voor ervaren cliënten met een hogere risicobereidheid. De minimale coupures van 100k vormen een natuurlijke drempel tegen beleggers met een kleine portefeuille.

11. Steepeners

Perpetual Steepeners, of kortweg Steepeners, behoren tot de categorie interest-linked producten. Een steepener is een beursgenoteerd vastrentende waarde die gedurende (een deel van) de looptijd een couponrente betaalt die afhangt van de steilheid van de rentecurve. Steepeners anticiperen op de een mogelijke versteiling (steepening) van het renteverskil tussen de lange en korte rente. De hoogte van dit verschil, de rentspread, bepaalt de coupon.

Steepeners worden gekenmerkt door een hoge vaste coupon bij aanvang. Na een bepaalde periode krijgt de belegger een variabele coupon, die afhankelijk is tussen de tienjaars- en tweejaarsrente (andere rentelooptijden zijn overigens ook mogelijk).

De lening is doorgaans achtergesteld en telt mee voor het Tier-kapitaal van een bank. Meestal is er sprake van een vervroegde aflosbaarheid, maar soms heeft de lening een eeuwigdurend karakter. Steepeners kunnen verder een minimum of maximum coupon hebben.

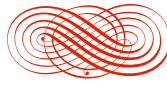
Risico's en passendheid

De risico's van een steepener zijn als volgt te categoriseren:

- Renterisico
- Debiteurenrisico
- Aflosrisico

Wanneer de rentecurve steil is, krijgt de belegger een hoog rendement. Als de steilheid toeneemt zal de emittent kiezen voor vervroegde aflossing. Het rendement voor de belegger blijft dan laag en het geld moet opnieuw worden belegd.

Steepeners zijn passend voor alle cliënten, omdat er sprake is van een zeer goede kwaliteit debiteur



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

(Rabobank, Nederlandse Waterschapsbank, Bank Nederlandse Gemeenten). Door de minimale coupon ligt er een bodem in de rentevergoeding en kan de bezitter profiteren van het opwaarts potentieel als rentemarkten zich in de gewenste richting ontwikkelen.

12. (Cumulatief) Preferente aandelen

De houder van een preferent aandeel ontvangt een dividendpercentage, een vast percentage van de nominale waarde van het aandeel, te vergelijken met een coupon op een obligatie. Nadeel van preferente aandelen is dat ze onder bepaalde voorwaarden geen dividend hoeven uit te keren. Cumulatieve preferente aandeelhouders houden wel hun recht op de eventueel gemiste dividenden. Ze krijgen met voorrang recht op uitbetaling als de winst dat weer toelaat.

Risico's en passendheid

De risico's van preferente aandelen zijn als volgt te categoriseren:

- Debiteurenrisico
- Couponrisico
- Renterisico

Als de emittent in financiële problemen zit, kan er besloten worden om het uit te keren dividend tijdelijk of voor langere tijd te schorsen. In geval van faillissement zijn de houders van dit type aandelen de een na laatste schuldeisers die terugbetaald worden of zelfs nooit.

Preferente aandelen gedragen zich als een perpetual, maar staan lager op de ladder als het op terugbetaling aankomt. Voor het overige gelden dezelfde criteria als bij Perpetuals.

13. Converteerbare obligaties

Converteerbare obligaties kunnen door de houder ervan worden omgezet in een vooraf vastgesteld aantal aandelen. Als de koers van de aandelen van de uitgevende instelling stijgt, wordt de mogelijkheid tot omzetting in aandelen lucratief. De prijs van de obligatie is, naast de geldende rentestand en kredietwaardigheid van de onderneming, dan ook afhankelijk van de koers van het aandeel van de uitgevende onderneming en de factoren die ook bij de waardering van opties een rol spelen (volatiliteit, dividend, looptijd). Indien de aandelen niet voldoende in waarde zijn gestegen dan wordt de hoofdsom gewoon in geld terugbetaald. Door de keuzemogelijkheid zullen beleggers in converteerbare obligaties genoeg nemen met een lager rentepercentage.

Risico's en passendheid

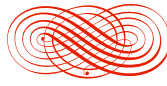
De risico's van converteerbare obligaties zijn als volgt:

Door de mogelijke omzetting van vreemd vermogen (obligaties) naar eigen vermogen (aandelen) hebben de converteerbare obligaties een bijzondere positie op de balans van de onderneming. Het geldt als mengvorm tussen vreemd en eigen vermogen en wordt daarom ook wel een hybride financiering genoemd. Er is in principe geen verschil tussen een converteerbare obligatie en een normale obligatie bij een faillissement van de uitgevende partij. Beide obligaties hebben evenveel recht op geld uit de restwaarde van het bedrijf. Beide obligaties kunnen zijn uitgegeven als achtergestelde lening, met minder rechten bij een faillissement.

De risico's van converteerbare obligaties zijn als volgt te categoriseren:

- Debiteurenrisico
- Renterisico

Convertibles zijn passend voor cliënten die tegenover een relatief lage rentevergoeding willen



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

profiteren van een stijging van de koers van het onderliggende aandeel. De koersontwikkeling van de obligatie is afhankelijk van de koers van het aandeel, hetgeen (op termijn) een afspiegeling zal zijn van de prestaties van de onderneming.

14. Structured products: Algemeen

Alle onderstaande Structured products zijn uitsluitend passend voor cliënten die tegenover een extra hoog rendement een navenant risico willen lopen. Elk product zal alleen op individuele basis dan wel aan een selecte groep worden aangeboden, waarbij de nadruk zal liggen op de risico's zoals die op dat moment gelden. Afhankelijk van de (gedaalde) koers kan dit soort producten aantrekkelijk zijn, omdat een (groot) deel van het neerwaarts risico al is ingeprijsd.

14.a Structured products: Garantieproducten

Kenmerken

Garantieproducten (doorgaans 'Notes' genoemd) verzekeren beleggers van een bepaalde hoofdsom terwijl tegelijkertijd een zeker koerspotentieel behouden blijft. De hoofdsomgarantie geldt echter alleen op einddatum. Doorgaans koopt de producent een zero-coupon-obligatie, die gedurende de looptijd in waarde toeneemt en op de einddatum 100% van de nominale waarde uitkeert. De waarde van het resterende bedrag wordt benut om opties (of andere financiële waarden) mee te kopen.

Variaties zijn mogelijk op diverse gebieden:

1. De onderliggende waarde.

Variatie kan worden aangebracht door te kiezen voor verschillende vermogensklassen. In plaats van een obligatie kan een aandeel worden gekozen, waarbij de koper de toekomstige (verwachte) dividenduitkeringen contant maakt naar de huidige waarde en daarmee putopties aanschafte ter bescherming tegen koersdaling.

2. De strategie.

De strategie kan variëren van defensief tot offensief. Variatie kan worden aangebracht van een belegging in een optie die anticipeert op een zijwaartse markt tot een strategie die inspeelt op een (snel) stijgende markt.

3. De mate van garantie.

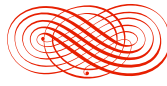
De hoofdsomgarantie kan volledig zijn (100% van de hoofdsom wordt gedekt), maar dit is niet noodzakelijk. Het garantieniveau kan van tevoren bijvoorbeeld ook op 90% worden vastgesteld. Tot slot wordt de voorwaardelijke garantie onderscheiden. Dit is een garantie indien aan een voorwaarde is voldaan. Voorwaarden kunnen variëren, maar veel gebruikte condities zijn dat een financiële waarde of index niet meer dan bijvoorbeeld tot 40% mag dalen, of juist dat volledige garantie geldt tot een daling van 50%, maar iedere volgende daling tweemaal zo zwaar telt.

4. Het inkomen.

Bij sommige garantieproducten is sprake van een inkomenscomponent, bij andere niet. Er zijn producten die kans bieden op een hoge uitkering, ook bij een gelijkblijvende of licht dalende koers van de onderliggende waarde of index.

Risico's en passendheid

De risico's bij garantieproducten zijn voor beleggers beperkt door de mate van verzekering op de hoofdsom. Zoals gesteld kan de mate van verzekering per product variëren. Volledige garantie is dus niet noodzakelijk.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

Overigens geldt dat de emittent de garantie levert. Bij faillissement van de uitgevende partij is de verzekering dus niet langer geldig. De belegger kan zijn geld niet verhalen op derden.

14.b Structured products: Reversed convertibles

Reversed convertibles en reverse exchangeables zijn beursgenoteerde vastrentende beleggingsinstrumenten waarbij de emittent de nominale waarde in euro's terugbetaalt, dan wel tegen een vooraf afgesproken hoeveelheid aandelen van een vooraf bepaalde partij levert. Bij reversed convertibles gaat het om aandelen van de uitgevende organisatie, terwijl het bij reversed exchangeables gaat om aandelen van een derde partij. Het keuzerecht van de reverse producten ligt, in tegenstelling tot gewone convertibles en exchangeables, bij de emittent.

De reversed convertibles en exchangeables zijn vastrentende waarden met een fictief recht op de aandelen. De emittent heeft dus eigenlijk een fictieve putoptie. De belegger heeft dus de verplichting om de aandelen af te nemen wanneer de uitgevende instantie het recht uitoefent om het financiële instrument in te wisselen voor aandelen.

Op de afloopdatum van het financiële product wordt de waarde van de onderliggende aandelen vergeleken met de referentieprijs die is vastgesteld bij de uitgifte. Dit is doorgaans 100% van de aandelenkoers op dat moment.

Risico's en passendheid

De risico's van een reversed convertible zijn als volgt te categoriseren:

- Renterisico (positief)
- Aandelenrisico
- Koersrisico

De belegger ontvangt een hoge couponrente. Dit is het grote voordeel. Het nadeel ligt besloten in het risico dat de belegger aandelen geleverd krijgt met een waarde lager dan de nominale (of aankoop-) waarde van de convertible.

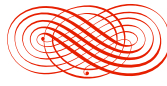
De uitgevende partij heeft er vooral belang bij om de obligatie om te zetten in aandelen als de koers flink is gedaald. Dan is het namelijk een goedkope manier voor de omzetting van schulden. De obligatiehouder is natuurlijk gespitst op koersstijgingen. De reverse convertibles hebben vaak een beperkte looptijd en het risico van een lagere uitkering dan de nominale waarde van de obligatie ligt volledig bij de obligatiehouder.

Na vaststelling van de referentieprijs verandert de koers van het reversed product voortdurend. De wijzigingen zijn afhankelijk van de koers van de onderliggende waarde en het renteniveau. Zodra de koers van de onderliggende waarde stijgt, zal de koers van de reverse convertible stijgen, en vice versa.

14.c. Structured products: Knock-in/Knock-out Reverse convertibles

Wij onderscheiden twee typen: de Knock-in Reverse Convertibles en de Knock-out Reverse Convertibles.

De Knock-in Reverse Convertibles worden Reverse Convertibles zodra de koers van de onderliggende aandelen neerwaarts door een van te voren bepaald niveau breekt. Het omzettingsmechanisme, de 'barrier', wordt bijvoorbeeld geactiveerd wanneer het aandeel nog op 75% van de eerdere waarde staat. Als een dergelijke van te voren aangegeven grens gedurende de looptijd niet wordt doorbroken, wordt de Knock-in Convertible een gewone obligatie uit te betalen tegen de nominale waarde.



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

De Knock-out Reverse Convertibles worden gewone obligaties als de koers van het onderliggende aandeel naar boven uitbreekt en bijvoorbeeld stijgt tot 135% van de eerdere waarde. Ze worden aflosbaar tegen de nominale waarde. Breekt het aandeel niet uit, dan wordt het een Reverse Convertible.

Risico's en passendheid

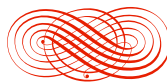
De risico's van een reversed convertible zijn als volgt te categoriseren:

- Renterisico (positief)
- Aandelenrisico
- Koersrisico

De belegger ontvangt een hoge couponrente. Dit is het grote voordeel. Het nadeel ligt besloten in het risico dat de belegger aandelen geleverd krijgt met een waarde lager dan de nominale (of aankoop-) waarde van de convertible.

De uitgevende partij heeft er vooral belang bij om de obligatie om te zetten in aandelen als de koers flink is gedaald. Dan is het namelijk een goedkope manier voor de omzetting van schulden. De obligatiehouder is natuurlijk gespitst op koersstijgingen. De reverse convertibles hebben vaak een beperkte looptijd en het risico van een lagere uitkering dan de nominale waarde van de obligatie ligt volledig bij de obligatiehouder.

Na vaststelling van de referentieprijzen verandert de koers van het reversed product voortdurend. De wijzigingen zijn afhankelijk van de koers van de onderliggende waarde en het renteniveau. Zodra de koers van de onderliggende waarde stijgt, zal de koers van de reverse convertible stijgen, en vice versa.



Weging en werking

Weging

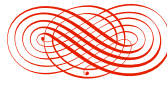
Bij de keuze van de vastrentende waarden in de portefeuilles wordt gekeken naar het risicoprofiel, de kennis en ervaring van de cliënt en de passendheid van de dienstverlening. Elk type obligatie wordt ingedeeld in een groep, waarbij rekening is gehouden met de onderscheidende risico's die voor elk type gelden. Op basis van deze criteria wordt bepaald wat de bandbreedte per lening is. Per groep wordt vervolgens de maximale bandbreedte aangegeven die elke groep mag hebben. Bij de uiteindelijke inrichting van de portefeuilles wordt per individuele titel rekening gehouden met de bandbreedtes zoals deze zowel per lening als voor elke groep gelden.

Bandbreedtes

De bandbreedtes zijn als volgt bepaald:

In twee formaten:

Type	Groep	Bandbreedte per lening	Max. bandbreedte groep
Staatsleningen	1 (a)	0% - 25%	80%
Supranationale instellingen (EIB, KfW, Wereldbank)	1 (b)	0% - 25%	80%
Bedrijfsobligaties met een positieve OK-Score (1 t/m 6)	2 (a)	0% - 20%	70%
Bedrijfsobligaties met een positieve OK-Score (7 t/m 8)	2 (b)	0% - 15%	30%
Bedrijfsobligaties met een Niet-OK-Score (9 t/m 10)	2 (c)	0% - 15%	30%
Bedrijfsobligaties zonder OK-Score	2 (d)	0% - 15%	30%
Obligaties van financiële instellingen	3	0% - 20%	50%
Zero-Coupon obligaties	4	0% - 20%	30%
Perpetuele leningen (zonder OK-Score)	5 (a)	0% - 15%	30%
Fixed-to-floaters (zonder OK-Score)	5 (b)	0% - 15%	30%
Rentecertificaten	6	0% - 20%	20%
Contingent Convertibles (CoCo's)	7 (a)	0% - 20%	30%
Steepeners	7 (b)	0% - 20%	30%
(Cumulatief) Preferente aandelen	8 (a)	0% - 15%	30%
Converteerbare obligaties	8 (b)	0% - 15%	30%
Structured products			
o Garantieproducten	8 (c)	0% - 15%	30%
o Reverse convertibles/exchangeables	8 (d)	0% - 15%	30%
o Knock in – knock out convertibles	8 (e)	0% - 15%	30%



Risicoparagraaf Het Effectenhuis Commissionairs B.V.

Werking

De portefeuilles zullen periodiek gecontroleerd worden op hun samenstelling, waarbij de geselecteerde categorieën niet buiten hun bandbreedte mogen vallen. Zodra dit wel het geval is, wordt de cliënt hiervan op de hoogte gesteld en wordt er, in samenspraak met de cliënt, een keuzemogelijkheid voorgelegd:

1. De weging wordt teruggebracht binnen de maximale bandbreedte;
2. De cliënt gaat akkoord met de hogere weging.

In geval van 2. worden de volgende maatregelen genomen:

- De cliënt ontvangt schriftelijk of per mail een bericht met de volgende tekst (of woorden van gelijke strekking):
 - (A) Let wel: wij hebben geconstateerd dat de aangehouden posities in een bepaald type obligaties buiten de weging vallen die wij intern hebben vastgesteld. Wij wijzen u op de specifieke risico's die hieraan verbonden zijn. Echter, wij zijn overeengekomen dat we het passend vinden om deze weging te handhaven. OF:
 - (B) Let wel: het zijn stukken van 100k, dus aankoop vergt een investering van tegen de 100.000 euro (alternatief: de aangekochte positie van XXX.000 euro in deze lening valt buiten de weging die wij hebben vastgesteld). Wij wijzen u op het risico dat u ten opzichte van de totale portefeuille een aanzienlijk stuk van het vermogen dat u bij ons hebt ondergebracht, in een enkele lening stopt. Hierdoor valt de weging van deze lening buiten de vastgestelde bandbreedte en dient u er zich van bewust te zijn dat er een concentratierisico wordt gelopen. Echter, wij zijn overeengekomen dat we, in het licht van en de bekendheid met de totale vermogensomvang, het passend vinden om deze investering te doen.
- Indien de cliënt zich in het risicoprofiel 1 (laag risico) bevindt, kan HEC besluiten om het profiel te wijzigen in risicoprofiel 2 (laag tot matig risico), hetgeen bevestigd wordt door ondertekening van een nieuw inventarisatieformulier.

Opmerking:

De maatregel is niet van toepassing als het doorbreken van de bandbreedte het gevolg is van koersstijgingen van de betreffende obligaties.



HET EFFECTENHUIS COMMISSIONAIRS B.V.

VEEMKADE 352
1019 HD AMSTERDAM
TELEFOON: 020 34 17 34 7

INFO@EFFECTENHUIS.NL
KVK: 55186912
BTW NR: 8516.00.001.B.01

BELEGGINGSADVIES
VERMOGENSBEHEER
EFFECTENBEMIDDELING

VERGUNNINGHOUDER AFM
VERGUNNINGHOUDER DNB
FONDSBEHEERDER

WWW.EFFECTENHUIS.NL