

De klant in beeld

Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

	Samenvatting	5
1	Inleiding	7
	1.1 <i>Aanleiding</i>	7
	1.2 <i>Voor wie is de leidraad bedoeld?</i>	7
	1.3 <i>Wat is het doel van de leidraad?</i>	8
	1.4 <i>Wat is de status van de leidraad en wat verwacht de AFM van beleggingsondernemingen?</i>	8
	1.5 <i>Leeswijzer</i>	9
2	Beleggingsdienstverlening	10
	2.1 <i>Fasen in de beleggingsdienstverlening</i>	10
	2.2 <i>Randvoorwaarden</i>	11
3	Het belang van een doordacht beleggingsbeleid	13
	3.1 <i>Een helder consistent beleggingsbeleid</i>	13
	3.2 <i>Beleggingsstrategie</i>	13
	3.3 <i>Doelgroepenbeleid</i>	14
	3.4 <i>Vaststellen beleggingscategorieën</i>	14
	3.5 <i>Vaststellen strategische asset allocatie</i>	16
	3.6 <i>De selectie van financiële instrumenten</i>	18
4	Klantbeeld: een compleet beeld van de klant is cruciaal	24
	4.1 <i>Beter inwinnen van informatie</i>	24
	4.2 <i>Het belang van 'kennis en ervaring' van de klant</i>	25
	4.3 <i>Doelgericht beleggen</i>	26
	4.4 <i>Hoeveel risico kan de klant dragen?</i>	27
	4.5 <i>Hoeveel risico wil de klant lopen?</i>	29

4.6	<i>Hoe hangen de doelstelling(en) en de risicobereidheid van de klant samen?</i>	31
4.7	<i>Vragenlijsten als hulpmiddel om het klantbeeld te bepalen</i>	32
5	De vertaling naar een klantoplossing	36
5.1	<i>Van klantbeeld naar oplossing</i>	36
5.2	<i>Stap 1: Bepalen passende (beleggings)dienstverlening</i>	36
5.3	<i>Stap 2: Vaststellen strategische asset allocatie</i>	37
5.4	<i>Stap 3: Selectie van financiële instrumenten</i>	41
5.5	<i>Vastlegging en toelichten advies</i>	43
6	Doorlopende (na)zorg	45
6.1	<i>Doorlopende monitoring van risico en doel van beleggingsportefeuilles noodzakelijk</i>	45
6.2	<i>Monitoring</i>	45
6.3	<i>Informereren van klanten tijdens de dienstverlening</i>	47
6.4	<i>Inzicht in het behalen van de doelstelling</i>	48
6.5	<i>Periodiek evalueren klantbeeld en dienstverlening</i>	48
	Bijlage 1: Toelichting standaarddeviatie	49
	Bijlage 2: Selectie financiële instrumenten	50
	Bijlage 3: Selectie alternatieve beleggingen	53

Samenvatting

Ruimte voor verbetering van de beleggingsdienstverlening

De AFM heeft dit jaar verkennende onderzoeken uitgevoerd naar de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening bij dertien banken en beleggingsondernemingen. Uit deze onderzoeken heeft de AFM geconcludeerd dat er op een aantal gebieden ruimte is voor verbetering van de dienstverlening. Die verbetering is vooral te realiseren door beter inzicht te krijgen in de klantsituatie en de doelstelling van de klant en die veel nadrukkelijker in de dienstverlening te betrekken.

Deze leidraad is opgesteld om banken en beleggingsondernemingen te stimuleren hun beleggingsdienstverlening te optimaliseren.

Meer aandacht nodig voor de vaardigheden van adviseurs

Uit de onderzoeken blijkt dat de focus van de deskundigheid bij veel banken en beleggingsondernemingen primair ligt op het beleggen. Bij het ontwikkelen van vakbekwaamheid van adviseurs krijgen vaardigheden om de klant tijdens het inventarisatieproces goed te leren kennen en de klant goed te informeren minder aandacht. De AFM is van oordeel dat banken en beleggingsondernemingen meer aandacht dienen te besteden aan de ontwikkeling van deze vaardigheden. De wijze waarop de adviseur informatie inwint over de klant is van invloed op de volledigheid en de diepgang van het klantbeeld.

Het beleggingsbeleid bevat de randvoorwaarden voor de dienstverlening

De AFM verwacht dat banken en beleggingsondernemingen een beleggingsbeleid hanteren waarin de beoogde doelgroep, de beleggingsstrategie, de beleggingscategorieën waarin wordt belegd, de uitgangspunten voor de strategische asset allocatie en de criteria voor de selectie van financiële instrumenten zijn opgenomen. Bij het vaststellen en het onderhouden van het beleid is een duidelijke visie noodzakelijk. Deze visie is nog niet bij elke beleggingsonderneming aanwezig. Bij het vaststellen van het beleggingsuniversum is het belangrijk dat er een goede diepgaande selectie plaatsvindt van financiële instrumenten. Ook de keuze van actieve of passieve beleggingen maakt hiervan deel uit. Het is van belang dat de bank of beleggingsonderneming daarbij oog heeft voor de risico's van de financiële instrumenten.

Voor een passende beleggingsoplossing is beter inzicht in de klantsituatie nodig

Om een passende beleggingsoplossing te kunnen adviseren heeft de adviseur een compleet inzicht nodig in de klantsituatie en doelstellingen van de klant. Dit vergt informatie over onder meer zijn inkomen en vermogenspositie en het risico dat hij kan dragen en wil lopen. Het merendeel van de klanten heeft een doelstelling. Deze doelstelling is de aanleiding om te gaan beleggen en dient bij beleggingsdienstverlening centraal te staan. De adviseur zal de doelstelling inzichtelijk en meetbaar moeten maken, zodat hij daar het advies op kan afstemmen.

Financiële instrumenten passen bij de klant

Als de adviseur heeft vastgesteld welke risico's de klant kan dragen en wil lopen, dan is het belangrijk hier een passende beleggingsportefeuille bij te adviseren. Dit betekent dat ook kwantitatief onderbouwd moet worden hoe het risico van de portefeuille aansluit bij de risicobereidheid van de consument. Dat is bij een deel van de beleggingsondernemingen nog niet de praktijk. Als de risicobereidheid van de klant en diens rendementswensen gelijk gewogen worden, kunnen teleurstellingen die te voorzien zijn, worden voorkomen. Tegenstrijdigheden die ontstaan tussen een

ambitieuze doelstelling en een lage risicobereidheid moeten besproken worden. De mate waarin de klant het risico kan dragen is een belangrijke randvoorwaarde. De adviseur houdt hiermee rekening in zijn advies. Een aantal financiële instrumenten brengt bijzondere risico's met zich mee. Om ervoor te zorgen dat de adviseur een passende beleggingsportefeuille adviseert, bepaalt de adviseur per klant in hoeverre de specifieke financiële instrumenten bij hem passen.

Doelstelling van klant meer centraal bij monitoring van de beleggingsportefeuille

De adviseur zorgt er doorlopend voor dat de beleggingsportefeuille blijft passen bij de veranderende klantsituatie, de doelstelling van de klant, het (maximale) risico dat hij kan dragen en wil nemen en de andere afspraken die met de klant zijn gemaakt. In de praktijk wordt vaak gecontroleerd of de portefeuille zich nog bevindt tussen de afgesproken bandbreedtes van de strategische asset allocatie. Hiermee wordt beoogd invulling te geven aan de monitoring van het risico van de beleggingsportefeuille. Bijsturing vanuit beleggingstechnisch perspectief en risico is belangrijk. Bij monitoring van de beleggingsportefeuille verwacht de AFM echter dat er ook aandacht is voor de mate waarin de klant zijn beoogde doel haalt. Veel beleggingsondernemingen kunnen hier meer aandacht aan besteden. Als blijkt dat de doelen niet gehaald kunnen worden, zou de adviseur opnieuw met de klant in gesprek moeten gaan over de belangrijkste uitgangspunten. Met andere woorden: bijsturing zou ook moeten plaatsvinden om de doelen van de klant te kunnen realiseren.

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

In de afgelopen twee jaar heeft de AFM meer richting gegeven aan de beleggingsdienstverlening. Hiervoor is in 2009 de leidraad *'Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw. De klant centraal bij beleggingsondernemingen'* uitgebracht. Hierin is een aantal algemene uitgangspunten voor zorgvuldig vermogensadvies beschreven. In de leidraad *'Informatie over risicoprofielen'* uit 2010 is verder richting gegeven aan informatieverstrekking over risicoprofielen.¹

Dit jaar is besloten de kwaliteit van de dienstverlening van beleggingsondernemingen marktbreed te beoordelen. De AFM heeft hiervoor een verkennend onderzoek uitgevoerd bij dertien beleggingsondernemingen. Deze beleggingsondernemingen verschillen sterk van elkaar qua grootte, wijze van dienstverlening en klantendoelgroep. Tijdens de verkenning is beoordeeld hoe deze beleggingsondernemingen hun beleggingsbeleid hebben ingericht, hoe adviseurs tot een klantbeeld komen, hoe dit vervolgens wordt vertaald naar een geschikte klantportefeuille, welke afwegingen de adviseur hierin meeneemt en hoe adviseurs de portefeuilles doorlopend monitoren.

Marktbreed ziet de AFM dat er ruimte is voor verdere verbetering van de beleggingsdienstverlening. Daarom is besloten deze leidraad met aanbevelingen te publiceren. Om haar bevindingen en visie te toetsen aan de praktijk heeft de AFM deze voorafgaand aan de publicatie besproken met verschillende brancheorganisaties, marktpartijen en deskundigen.

1.2 Voor wie is de leidraad bedoeld?

Deze leidraad is bedoeld voor beleggingsondernemingen en hun adviseurs² die *beleggingsadvies* en/of *vermogensbeheer* aanbieden aan klanten. Als in deze leidraad wordt geschreven over beleggingsondernemingen worden ook banken die beleggingsdienstverlening aanbieden bedoeld. De focus ligt op beleggingsdienstverlening aan klanten³ die niet kwalificeren als professionele beleggers. De voorbeelden zijn in grote mate toegespitst op meer vermogende klanten. Dit betekent niet dat voor minder vermogende klanten de aanbevelingen niet van toepassing zijn. Vooral bij complexe klantsituaties waarbij klanten in grote mate afhankelijk zijn van het belegde vermogen, zijn de aanbevelingen in belangrijke mate van toepassing. In minder complexe klantsituaties waarbij de afhankelijkheid van het vermogen laag is, zijn niet alle aanbevelingen relevant. Deze leidraad is zowel van toepassing op beleggingsondernemingen die maatwerk bieden als op beleggingsondernemingen die bij hun advies of beheer gebruik maken van een meer 'gestandaardiseerde' oplossing.

Bij beleggingsadvies en vermogensbeheer is vaak sprake van enige mate van persoonlijk contact tussen de klant en de adviseur van de beleggingsonderneming. De aanbevelingen in deze leidraad

¹ Voor een toelichting op de samenhang van de door de AFM uitgebrachte leidraden over beleggingsdienstverlening wordt verwezen naar www.afm.nl/vermogensopbouw.

² Onder adviseur wordt verstaan de persoon of personen die verantwoordelijk zijn voor de inhoudelijke contacten met de klant die betrekking hebben op zijn (belegd) vermogen, de cliënt hierover adviseert of zijn vermogen beheert. Als in de leidraad wordt geschreven over beleggingsadvies wordt tevens vermogensbeheer bedoeld.

³ Met klanten worden zowel retailklanten als private banking klanten bedoeld.

zijn even goed van toepassing op situaties waarbij minder of geen sprake is van persoonlijk contact, zoals vormen van online dienstverlening.

De AFM is zich bewust van de grote variëteit van beleggingsondernemingen en de klanten die zij bedienen, maar heeft toch besloten om een algemene leidraad te schrijven voor (de adviseurs van) beleggingsondernemingen. De uitgangspunten en voorbeelden die in deze leidraad worden beschreven, gelden veelal voor alle adviseurs, ongeacht de kenmerken van de beleggingsonderneming waar zij werkzaam zijn. Werkzaamheden waarvan in deze leidraad wordt beschreven dat ze worden uitgevoerd door de adviseur, kunnen in de praktijk ook door andere personen binnen de beleggingsonderneming worden uitgevoerd.

Ook voor financiële dienstverleners die adviseren over vermogensopbouwproducten met een beleggingscomponent zijn de hoofdstukken 4, 5 en 6 uit deze leidraad relevant.

1.3 Wat is het doel van de leidraad?

In deze leidraad doet de AFM aanbevelingen voor een goede adviespraktijk die beleggingsondernemingen kunnen ondersteunen bij het verbeteren van hun beleggingsdienstverlening. Beleggingsondernemingen en adviseurs kunnen met behulp van deze leidraad beoordelen of er ruimte voor verbetering is. Daarnaast bieden de aanbevelingen en voorbeelden die in deze leidraad worden beschreven aanknopingspunten voor de praktische invulling van deze verbeteringen.

De aanbevelingen betreffen voornamelijk de diensten beleggingsadvies en vermogensbeheer. Deze leidraad vormt een aanvulling op de eerder gepubliceerde visie in de leidraad *'Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw'* uit 2009.

1.4 Wat is de status van de leidraad en wat verwacht de AFM van beleggingsondernemingen?

Deze leidraad heeft niet de status van wet- en regelgeving. De beschreven visie is niet noodzakelijkerwijs de enige manier om zorgvuldig te adviseren. De vertaling van de leidraad naar de dagelijkse praktijk zal de beleggingsonderneming en adviseur zelf moeten maken. Het staat de beleggingsonderneming of adviseur vrij om op een andere wijze invulling te geven aan de aanbevelingen uit deze leidraad. Dit geldt ook voor de voorbeelden die zijn opgenomen in deze leidraad.

De voorbeelden zijn bedoeld als illustratie van een aantal principes. Deze voorbeelden zijn een versimpelde weergave van de praktijk en dienen slechts ter verduidelijking van een specifiek punt. De voorbeelden zijn deels gefingeerd. De namen in de voorbeelden zijn fictief. De feiten en omstandigheden van elke individuele casus bepalen of sprake is van een goede of ontoereikende adviespraktijk. De AFM verwacht niet dat beleggingsondernemingen de voorbeelden één op één implementeren in de eigen bedrijfsvoering. De AFM zal in 2012 of 2013 opnieuw een onderzoek doen naar de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening en beoordelen in hoeverre de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening is verbeterd.

1.5 Leeswijzer

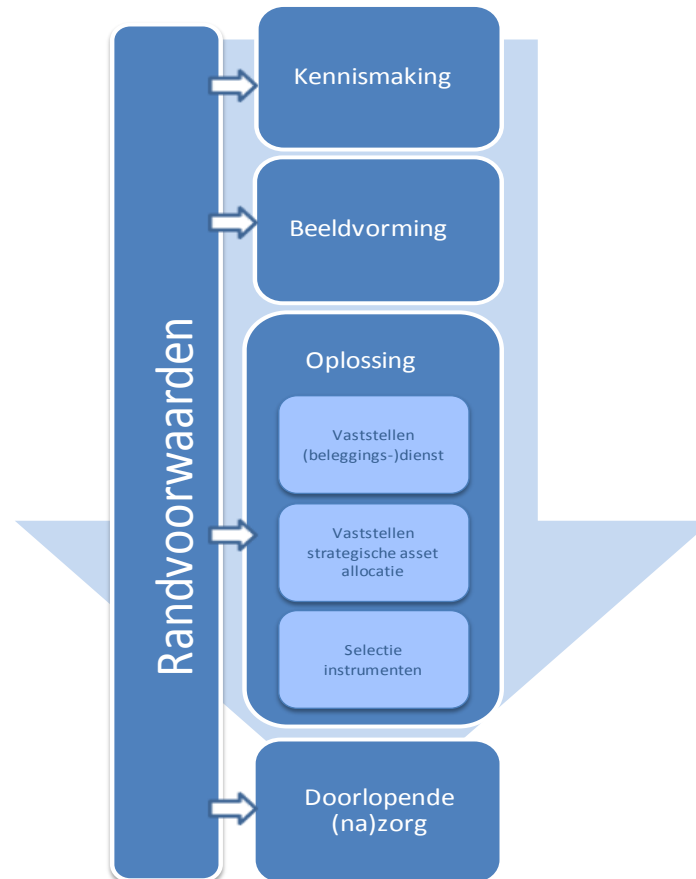
De leidraad bestaat uit zes hoofdstukken.

- *Hoofdstuk 1* betreft de inleiding waarin onder meer de aanleiding, het doel en de status van deze leidraad worden toegelicht.
- In *hoofdstuk 2* worden de fasen in de beleggingsdienstverlening en een aantal belangrijke randvoorwaarden, beleggingsbeleid en deskundigheid, toegelicht.
- In *hoofdstuk 3* wordt verder ingegaan op de randvoorwaarde beleggingsbeleid en de keuzes die de beleggingsonderneming daarin maakt. De beleggingsonderneming maakt in haar beleggingsbeleid bijvoorbeeld keuzes ten aanzien van haar beleggingsstrategie, haar doelgroep, de manier waarop de strategische asset allocatie wordt bepaald en de beleggingscategorieën waarin wordt belegd. Ook wordt in dit hoofdstuk stilgestaan bij de criteria die de beleggingsonderneming hanteert bij de selectie van financiële instrumenten.
- *Hoofdstuk 4* gaat in op het verkrijgen van een klantbeeld. Er wordt mede aan de hand van concrete voorbeelden ingegaan op de vraag waaraan een compleet klantbeeld voldoet. Om passende (beleggings)dienstverlening te kunnen bieden is een compleet klantbeeld cruciaal.
- In *hoofdstuk 5* wordt ingegaan op de vertaling van het klantbeeld naar een klantoplossing. De adviseur beoordeelt welke dienstverlening bij de klant past. Voor het vaststellen van de beleggingsoplossing kwantificeert hij het gewenste rendement en risico dat de klant kan en wil nemen. Ook wordt in dit hoofdstuk ingegaan op de wijze waarop de adviseur de kenmerken en risico's van financiële instrumenten laat aansluiten bij de klant.
- In *hoofdstuk 6* wordt de (na)zorg besproken die de adviseur biedt om ervoor te zorgen dat klanten doorlopend over passende beleggingen beschikken. De nazorg is erop gericht de doelstelling van de klant te behalen in lijn met het risico dat hij kan en wil lopen. Ook zal de klant bijvoorbeeld periodiek worden geïnformeerd over de vermogensontwikkeling van de portefeuille ten opzichte van zijn doelstelling.

2 Beleggingsdienstverlening

In deze leidraad gaat de AFM uit van vier fasen die de adviseur doorloopt voor een zorgvuldig beleggingsadvies of vermogensbeheer. In dit hoofdstuk worden de verschillende fasen toegelicht en geïllustreerd.

2.1 Fasen in de beleggingsdienstverlening



Stap 1: Kennismaking

Het proces start met een kennismaking met de klant. Tijdens de kennismaking bespreekt de adviseur de vraag van de klant. Hij informeert de klant over de dienstverlening en maakt vervolgens afspraken met de klant om een zorgvuldig advies mogelijk te maken. De adviseur inventariseert globaal de situatie van de klant om te kunnen bepalen of hij überhaupt passende dienstverlening kan bieden. Als beleggen niet bij de klant past, wordt geadviseerd niet te beleggen.

Stap 2: Beeldvorming

Tijdens de kennismaking heeft de adviseur al globaal de situatie van de klant geïnventariseerd. Deze globale informatie zal echter niet voldoende zijn om goed te kunnen adviseren. In de fase 'beeldvorming' inventariseert hij een slag dieper wat het doel van de klant is, wanneer hij dit doel wil bereiken, welk risico hierbij voor hem acceptabel is, wat zijn inkomens – en vermogenspositie is en welke kennis en ervaring hij heeft met beleggen. De adviseur controleert deze gegevens bij de klant en prioriteert deze gegevens bij eventuele tegenstrijdigheden. Deze gegevens leiden uiteindelijk tot het vastleggen van het volledige klantbeeld.

Stap 3: Oplossing

Uit de vorige fase is het klantbeeld naar voren gekomen. De adviseur zal aan de hand hiervan beoordelen of en welke (beleggings)dienst bij de klant past. Vervolgens stelt de adviseur de strategische asset allocatie (beleggingsmix) van de portefeuille vast. De strategische asset allocatie moet aansluiten bij de doelstellingen van de klant en het risico dat hij kan dragen en wil nemen. De adviseur zal per beleggingscategorie passende beleggingen selecteren. Tot slot bepaalt de adviseur de individuele instrumenten en eventuele beleggingsfondsen of producten. Het beleggingsbeleid vormt het uitgangspunt voor de afwegingen die de adviseur in de oplossingsfase maakt.

Stap 4: Doorlopende (na)zorg

In deze fase geeft de adviseur invulling aan de dienstverlening die is afgesproken met de klant. Vaak bestaat deze uit de monitoring en bijsturing van de beleggingsportefeuille, het opstellen van periodieke rapportages, de periodieke actualisatie van klantgegevens en de terugkoppeling op de haalbaarheid van de doelstelling. Omdat er bij beleggingsadvies en vermogensbeheer sprake is van een doorlopend proces, is er sprake van doorlopende (na)zorg.

2.2 Randvoorwaarden

Om zorgvuldig beleggingsadvies of vermogensbeheer mogelijk te maken, moet een aantal zaken geregeld worden door de beleggingsonderneming. De adviseur moet voldoende vaardigheden hebben om een goed beeld van de klant te verkrijgen en voldoende (beleggings)kennis om dit vervolgens te kunnen vertalen in een passende (beleggings)oplossing voor de klant. Het beleggingsbeleid vormt in alle fasen van het adviestraject en in het bijzonder bij de invulling van de beleggingsoplossing een belangrijk uitgangspunt voor de adviseur.

Beleggingsbeleid

In het beleggingsbeleid heeft de beleggingsonderneming bepaald wat haar beleggingsstrategie is, onder welke voorwaarden een (beleggings)dienst geschikt is voor een bepaalde klant, welke beleggingscategorieën worden gebruikt, hoe de strategische asset allocatie wordt vastgesteld, hoe de selectie van financiële instrumenten plaatsvindt en op welke manier beleggingsportefeuilles worden bijgestuurd. Periodieke evaluatie van het beleggingsbeleid is zeer wenselijk. Vooral bij sterk veranderende financiële markten is het belangrijk dat hier tijdig op ingespeeld wordt. In hoofdstuk 3 Beleggingsbeleid wordt dit verder toegelicht.

Deskundigheid van de adviseur

De AFM is van oordeel dat er meer aandacht moet komen voor de vaardigheden en kennis van de adviseur, zodat de adviseur voldoende in staat wordt gesteld om op een zorgvuldige manier beleggingsdiensten te verlenen. Uit de onderzoeken blijkt dat de focus van de deskundigheid van beleggingsadviseurs bij veel beleggingsondernemingen primair is gericht op het beleggen. Bij het ontwikkelen van vakbekwaamheid van adviseurs lijken vaardigheden om de klant tijdens het inventarisatieproces goed te leren kennen minder aandacht te krijgen. De manier waarop de adviseur informatie inwint is van invloed op de volledigheid en de diepgang van het klantbeeld.

Een zorgvuldig beleggingsproces vraagt veel van de adviseur. Om een beleggingsadvies te kunnen geven dat past bij de klant is het belangrijk dat de adviseur niet alleen beschikt over beleggingskennis. De adviseur zal ook moeten kunnen variëren in de manier waarop hij klanten benadert en aanspreekt. Voor een ervaren belegger met veel kennis over beleggen is een andere benadering vereist dan voor een relatief onervaren belegger met weinig kennis. De adviseur zal

Meer aandacht
gewenst voor
ontwikkeling van
kennis en
vaardigheden van
adviseurs

daarom voldoende vaardigheden moeten hebben om in beide gevallen het gesprek te kunnen voeren en complexe materie op een begrijpelijke manier uit te leggen. Nog belangrijker is misschien wel het vermogen van de adviseur om de juiste en meest relevante informatie bij de klant op te vragen en door te vragen bij onduidelijkheden.

De AFM heeft tijdens haar onderzoeken vastgesteld dat de toegevoegde waarde van de adviseurs hoger wordt zodra zij beschikken over een volledig inzicht in de financiële situatie van de klant. In dat geval is de adviseur namelijk beter in staat om te bepalen hoeveel risico de klant zou kunnen dragen en hoe afhankelijk de klant is van zijn geformuleerde doel. Dit betekent overigens niet dat een alomvattend financieel plan noodzakelijk is om beleggingsadvies te kunnen geven of vermogen te beheren. Financiële planning kan echter wel een goede basis zijn voor beleggingsadvies of vermogensbeheer. Dit geldt vooral als er sprake is van specifieke doelstellingen, bijvoorbeeld doelen die direct verband houden met de huidige of toekomstige inkomenssituatie, of als de complexiteit van de klantsituatie of klantwensen groter is.

3 Het belang van een doordacht beleggingsbeleid

3.1 Een helder consistent beleggingsbeleid

Het beleggingsbeleid bevat de randvoorwaarden voor de dienstverlening

Het beleggingsbeleid van een beleggingsonderneming bepaalt voor een belangrijk deel op welke manier de beleggingsdienstverlening wordt ingevuld. Vanzelfsprekende onderdelen van het beleggingsbeleid zijn:

- de beleggingsstrategie;
- de doelgroep van de beleggingsonderneming;
- de gebruikte beleggingscategorieën;
- de strategische asset allocatie;
- de selectiecriteria voor het opnemen van financiële instrumenten in beleggingsportefeuilles;
- richtlijnen voor de monitoring van beleggingsportefeuilles.

De beleggingsonderneming zorgt ervoor dat het beleggingsbeleid binnen de beleggingsonderneming bekend is. Adviseurs hanteren het beleid als randvoorwaarde bij het invullen van de beleggingsdienstverlening voor een specifieke klant. Een goede vastlegging van beslissingen kan de beleggingsonderneming helpen achteraf na te gaan waarom bepaalde beleggingsbeslissingen zijn genomen.

Ook is het belangrijk dat de klant inzicht heeft in de verschillende aspecten van het beleggingsbeleid. Op die manier weet de klant wat hij kan en mag verwachten van de dienstverlening van de beleggingsonderneming. Dit inzicht in het beleggingsbeleid verkrijgt de klant voordat de dienstverlening wordt gestart.

Op basis van haar onderzoek concludeert de AFM dat de volledigheid van het beleggingsbeleid kan worden verbeterd. Daarnaast wordt er onvoldoende specifiek ingegaan op de wijze waarop de selectie van financiële instrumenten binnen de beleggingsonderneming plaatsvindt.

3.2 Beleggingsstrategie

De beleggingsstrategie is helder voor de klant en de adviseurs

De AFM verwacht dat een beleggingsonderneming in haar beleggingsbeleid opneemt welke beleggingsstrategie wordt gevolgd⁴. De beleggingsstrategie vormt het uitgangspunt voor de manier waarop de beleggingsonderneming haar toegevoegde waarde aan de portefeuille van de klant levert. De beleggingsonderneming is ervan overtuigd dat zij met de gehanteerde beleggingsstrategie de beste risico-rendementsverhouding bereikt. Onderdeel van de beleggingsstrategie kan de grondslag zijn voor het selecteren van financiële instrumenten. Een voorbeeld van een beleggingsstrategie is technische analyse. De beleggingsonderneming is er dan van overtuigd dat zij meerwaarde kan leveren door op basis van een technische analyse de best presterende instrumenten te selecteren. Een ander voorbeeld is de *value* strategie, waarbij selectie plaatsvindt op basis van structurele onderwaardering van het financiële instrument.

De beleggingsonderneming moet haar beleggingsstrategie kunnen uitleggen aan de klant, zodat voor de klant duidelijk is wat hij kan verwachten. Als de klant begrijpt hoe de strategie gerelateerd is aan

⁴ Een beleggingsonderneming kan meerdere strategieën aanbieden. Dit dient dan naar voren te komen in het beleggingsbeleid.

verwachte rendementen en risico's kunnen teleurstellingen over de uitkomsten van beleggingsoplossingen tot op zekere hoogte worden voorkomen.

De beleggingsonderneming monitort haar strategie periodiek. Wanneer haar visie op de markt verandert, bijvoorbeeld door gewijzigde marktomstandigheden, zal dit mogelijk tot wijzigingen in de beleggingsstrategie leiden. Een groot deel van de beleggingsondernemingen heeft een beleggingscomité waar de strategie periodiek wordt geëvalueerd. Beslissingen die voortvloeien uit deze evaluatie en de overwegingen daarbij worden vastgelegd. Dergelijke beslissingen worden ook gedeeld met de adviseurs, zodat zij op de hoogte zijn van de herziene strategie en de achtergronden daarbij.

3.3 Doelgroepenbeleid

Afgebakende
doelgroep per type
dienstverlening

De beleggingsstrategie die een beleggingsonderneming kiest, heeft gevolgen voor de klanten die zij kan bedienen. Het is belangrijk dat de beleggingsonderneming haar beoogde doelgroep vooraf bepaalt. Als een potentiële klant niet valt onder de beoogde doelgroep en zijn doelstellingen, risicobereidheid, financiële positie of kennis en ervaring niet aansluiten bij de beleggingsstrategie van de beleggingsonderneming, worden geen diensten aan de klant verleend.

Als de klant wel tot de beoogde doelgroep behoort, zal vervolgens moeten worden bepaald welke vorm van dienstverlening (beleggingsadvies, vermogensbeheer of execution only) het beste bij hem past. Niet elke vorm van dienstverlening is geschikt voor elk type klant. Belangrijk is dat de adviseur de klant in staat stelt een weloverwogen keuze te maken. Om de adviseur te ondersteunen is het daarom belangrijk dat de beleggingsonderneming criteria hanteert die helpen bij het bepalen van de dienstverlening die het beste past bij de klant.

3.4 Vaststellen beleggingscategorieën

Het beleggingsbeleid
bevat concrete
beleggings-
categorieën waarin
wordt belegd

De beleggingsonderneming bepaalt in haar beleggingsbeleid in welke beleggingscategorieën wordt belegd. Het is van belang dat de beleggingsonderneming niet een te globale indeling in beleggingscategorieën gebruikt, omdat de risico's binnen een beleggingscategorie dan sterk uiteen kunnen lopen. Het verwachte rendement en risico van een staatsobligatie met een AAA-rating verschilt bijvoorbeeld sterk van een bedrijfsobligatie met een high yield status. Door beiden onder de categorie obligaties te plaatsen, ontstaat onduidelijkheid over de risico-rendementsverhouding van deze beleggingscategorie en daarmee van de portefeuille. Een duidelijke indeling in beleggingscategorieën helpt adviseurs ook om klanten beter te informeren over de beleggingen in hun portefeuille.

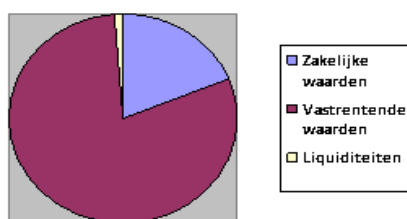
Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

Meneer Boersma (55 jaar) wil een bedrag van € 800.000 laten beheren bij een vermogensbeheerder. Meneer Boersma heeft met de adviseur besproken dat hij een pensioendoelstelling heeft. Meneer Boersma wil gelet op zijn pensioendoelstelling een neerwaarts risico lopen van maximaal 5%. De vermogensbeheerder hanteert drie beleggingscategorieën, namelijk zakelijke waarden, vastrentende waarden en liquiditeiten.

Gelet op de doelstelling van de heer Boersma en de overige informatie, past de vermogensbeheerder de volgende strategische asset allocatie toe:

- 20% zakelijke waarden (aandelen);
- 80% vastrentende waarden (obligaties);
- 1% liquiditeiten.

De kwartaalrapportage die de heer Boersma ontvangt vermeldt het volgende:



Asset mix	Mix
Zakelijke waarden	19%
Vastrentende waarden	80%
Liquiditeiten	1%

Nadere bestudering van de portefeuille wijst uit dat het vastrentende (obligatie) deel van de portefeuille als volgt is opgebouwd⁵:

Beleggingscategorie	Mix	Standaarddeviatie
Staatsleningen Eur AAA-AA	6%	3,5%
Staatsleningen Niet Eur A en lager	5%	7,5%
Staatsleningen Niet Eur opkomende markten	6%	10%
Investmentgrade bedrijfsobligaties Euro	3%	5%
High Yield bedrijfsobligaties Eur	16%	15%
High Yield bedrijfsobligaties niet Euro	17%	16%
Vastgoed privaat indirect Europa (vastgoedobligaties)	12%	7,5%
Perpetuele leningen (aandelen ontwikkelde markten)	15%	17,5%
Totaal	80%	

Het zakelijke (aandelen) deel van de portefeuille is als volgt opgebouwd:

Beleggingscategorie	Mix	Standaarddeviatie
Aandelen ontwikkelde markten	4%	17,5%
Aandelen opkomende markten	15%	22,5%
Totaal	19%	

Het risico van de portefeuille is, als niet verder wordt gekeken dan de drie door de beleggingsonderneming gehanteerde categorieën, 5%. Hierbij wordt verondersteld dat de obligatieportefeuille bestaat uit een mix van 20% Europese Investment grade bedrijfsobligaties en 60% Europese staatobligaties met een rating van AAA-AA. Het risico, uitgedrukt in de standaarddeviatie, van de beleggingsportefeuille van meneer Boersma blijkt op basis van de

⁵ Hierbij worden de 17 beleggingscategorieën aangehouden met de bijbehorende standaarddeviatie die de VBA heeft voorgesteld.

specificatie 9,2%. Het risico van de portefeuille van meneer Boersma is dus groter dan op het eerste gezicht lijkt en bij hem past. Dit komt doordat de beleggingsonderneming slechts drie 'brede' beleggingscategorieën hanteert.

Binnen de beleggingscategorie 'vastrentende waarden' zijn instrumenten opgenomen die qua risico erg uiteen lopen. Zo kennen Europese high yield bedrijfsobligaties een hoger risico dan bijvoorbeeld Europese staatsleningen met een AAA rating. Daarnaast worden perpetuele leningen ingedeeld in de beleggingscategorie vastrentende waarden (obligaties), terwijl deze voor toepassing van het risico eerder tot aandelen van ontwikkelde markten te rekenen zijn. Hierdoor wordt een groter deel van de portefeuille blootgesteld aan een (hoger) risico. Door het gebruik van een specifiekere verdeling in beleggingscategorieën wordt meer inzicht in het risico van de asset allocatie verkregen. Op basis hiervan kan de gewenste samenstelling van de portefeuille worden bepaald. De rapportages zullen de klant ook voldoende inzicht moeten geven in het risico van de portefeuille.

3.5 Vaststellen strategische asset allocatie

De strategische asset allocatie is een cruciaal onderdeel van het beleggingsbeleid

De strategische asset allocatie is de verdeling van het te beleggen vermogen over verschillende beleggingscategorieën op basis van lange termijn doelstellingen en verplichtingen. Binnen de strategische asset allocatie zal worden gezocht naar een optimum tussen risico en rendement. De strategische asset allocatie is een belangrijke factor van het risico en rendement binnen een beleggingsportefeuille. Het vormt het uitgangspunt van de beleggingsportefeuille. Binnen de bandbreedtes van de strategische asset allocatie heeft de beleggingsonderneming vaak de ruimte om keuzes te maken ten aanzien van de daadwerkelijke asset allocatie. Dit wordt de tactische asset allocatie genoemd. De tactische asset allocatie kan ook inhoudelijk tijdelijk wordt afgeweken van de strategische asset allocatie. Door middel van de tactische asset allocatie speelt de beleggingsonderneming in op korte termijn verwachtingen, bijvoorbeeld ten aanzien van rendementsverwachtingen van bepaalde beleggingscategorieën.

De beleggingsonderneming kan ervoor kiezen om voor iedere klant individueel de strategische asset allocatie te bepalen of om een aantal standaard strategische asset allocaties vast te stellen die voor bepaalde groepen klanten geschikt zijn, zogenoemde 'risicoprofielen'. Wanneer de beleggingsonderneming gebruik maakt van risicoprofielen dan ligt het voor de hand dat de invulling van de strategische asset allocatie centraal wordt vastgesteld. Als de beleggingsonderneming ervoor kiest om voor iedere klant individueel de strategische asset allocatie te bepalen, ligt er meer verantwoordelijkheid bij de adviseur. De beleggingsonderneming zal dan bepalen hoeveel vrijheid de adviseur heeft en hoe wordt geborgd dat hij voldoet aan de vastgestelde werkwijze. Naarmate de beleggingsstrategie meer decentraal wordt uitgevoerd, stelt dit dus hogere eisen aan de kwaliteit van de bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming.

Efficiënte portefeuilles

Bij het vaststellen van de strategische asset allocatie zou de doelstelling van de beleggingsonderneming moeten zijn om een portefeuille vast te stellen die gegeven een bepaald risico een zo hoog mogelijk rendement behaalt. Omgekeerd kan ook gezegd worden dat gegeven een bepaald rendement het risico van de portefeuille zo laag mogelijk is. Dit wordt beschreven in de 'Moderne Portefeuille Theorie' van Markowitz⁶. Het uitgangspunt van Markowitz is dat beleggingen

⁶ Bron: Markowitz, H.M., 1952, "Portfolio Selection", Journal of Finance 7 (1), 77-91.

niet op individuele basis geselecteerd moeten worden, maar dat rekening moet worden gehouden met de relatieve kenmerken van beleggingen ten opzichte van andere beleggingen en de samenhang tussen deze beleggingen. Door de beleggingen in samenhang te beschouwen, kan er gestreefd worden naar de portefeuille die een zo hoog mogelijk rendement behaalt bij een zo laag mogelijk risico. Dit worden efficiënte portefeuilles genoemd. De theorie geeft niet aan welke van deze efficiënte portefeuilles gekozen zou moeten worden. Dit is afhankelijk van de risicobereidheid van de belegger. De uitkomsten van deze efficiënte portefeuilles zijn afhankelijk van de aannames ten aanzien van de rendementen en risico's van beleggingscategorieën en de correlaties tussen beleggingscategorieën. Als de daadwerkelijke marktomstandigheden afwijken van deze aannames, bestaat kans dat deze efficiënte portefeuilles niet de beste resultaten geven. Deze kans wordt groter bij extreme marktomstandigheden.

Om de efficiënte portefeuilles te identificeren is het belangrijk dat de risico - rendementsverwachting per beleggingscategorie wordt bepaald. Het verwachte rendement van de strategische asset allocatie kan op meerdere manieren bepaald worden. De beleggingsonderneming kan bijvoorbeeld op basis van historische gegevens een voorzichtige schatting maken van het verwachte rendement per beleggingscategorie. Bij een korte beleggingshorizon zal de beleggingsonderneming voorzichtig moeten omgaan met het inschatten van rendementen. De impact van schommelingen is bij een korte beleggingshorizon namelijk groter.

Beleggingsondernemingen zijn vrij in de manier waarop zij risico kwantificeren. Een mogelijke manier om risico te kwantificeren is het berekenen van de standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille⁷. Door middel van de standaarddeviatie kan inzicht verkregen worden in tussentijdse schommelingen die in de portefeuille kunnen plaatsvinden. Het voordeel van deze maatstaf is de brede toepasbaarheid en de betrekkelijk eenvoudige berekening. Deze maatstaf kent beperkingen, er wordt bijvoorbeeld vanuit gegaan dat rendementen normaal verdeeld zijn, terwijl dat in de praktijk niet altijd het geval is⁸. Ook houdt de standaarddeviatie alleen rekening met het marktrisico. Een beleggingsportefeuille kent echter ook andere significante risico's die niet worden weerspiegeld in de standaarddeviatie, zoals het liquiditeitsrisico en het debiteurenrisico. Bij het meten van het risico van de portefeuille met behulp van de standaarddeviatie en het vaststellen van de passendheid van een individuele beleggingsportefeuille voor een specifieke klant zal hier rekening mee gehouden moeten worden. Ook zal de adviseur dan aan de klant duidelijk moeten maken dat het risico van de portefeuille zich in de toekomst anders kan ontwikkelen.

Risico's als gevolg van veranderende marktomstandigheden

De huidige grillige ontwikkelingen op de financiële markten brengen specifieke risico's mee. Het is van belang dat adviseurs bij de samenstelling en monitoring van portefeuilles van klanten continu oog houden voor deze ontwikkelingen. Een voorbeeld hiervan zijn de risico's die momenteel verbonden zijn aan obligatiebeleggingen. Waar een staatsobligatie eerder een grote mate van zekerheid gaf, kan dit in het huidige economische klimaat veranderd zijn. Een ander voorbeeld is de toenemende onzekerheid over de positie van de dollar als gevolg van de economische situatie en politieke conflicten. Dergelijke ontwikkelingen onderstrepen het belang om als beleggingsonderneming te blijven investeren in kennis ten aanzien van de laatste ontwikkelingen en wetenschappelijke inzichten op beleggingsgebied.

⁷ De enige toegepaste risicomaatstaf die de AFM in het verkennende onderzoek is tegengekomen is de standaarddeviatie.

⁸ Zie bijlage 1 voor een nadere toelichting op het gebruik van de standaarddeviatie.

Als oorspronkelijke aannames (tijdelijk) niet meer gelden, is het belangrijk dat adviseurs handelen in overeenstemming met deze hernieuwde inzichten. Als er fundamentele wijzigingen optreden in de uitgangspunten waarop de portefeuillesamenstelling is gebaseerd dan zou dat voor de adviseur een reden kunnen zijn om af te wijken van eerder met de klant afgesproken bandbreedtes van de portefeuilles. Het is dan belangrijk om te controleren in hoeverre dit in overeenstemming is met de overeenkomst die met de klant is afgesloten. Als dit niet het geval is, dan zal de adviseur hierover contact met de klant moeten opnemen en nieuwe afspraken met de klant moeten maken.

3.6 De selectie van financiële instrumenten

Het beleggingsbeleid bevat criteria voor de selectie van financiële instrumenten

Na het vaststellen van de strategische asset allocatie zal ook bepaald moeten worden hoe de beleggingonderneming de beleggingscategorieën gaat invullen. Het is belangrijk dat de beleggingonderneming in haar beleggingsbeleid criteria hanteert voor de selectie van financiële instrumenten (individuele effecten, beleggingsfondsen en andere beleggingsproducten) binnen een bepaalde beleggingscategorie. Hierbij zijn de volgende punten van belang.

3.6.1 Wie is verantwoordelijk voor het selecteren van instrumenten?

De beleggingonderneming kan ervoor kiezen om de selectie van instrumenten op centraal niveau te regelen of door de adviseur uit te laten voeren. Ook is een combinatie mogelijk, waarbij de beleggingonderneming op centraal niveau een lijst met instrumenten samenstelt waaruit de adviseur per klant zijn selectie kan maken. In ieder geval geldt dat in het beleggingsbeleid vastgesteld wordt hoe de selectie van financiële instrumenten plaatsvindt. Het decentraal selecteren van instrumenten vraagt extra maatregelen om te waarborgen dat voldaan wordt aan de eisen die de beleggingonderneming stelt.

3.6.2 Wordt er gebruikt gemaakt van individuele titels of beleggingsfondsen?

Beleggingondernemingen kunnen verschillende redenen hebben om te kiezen voor het beleggen in individuele titels of het beleggen in beleggingsfondsen (waaronder Exchange Traded Funds (ETF's)). De keuze voor beleggingsfondsen kan bijvoorbeeld bijdragen aan een betere spreiding. Naast spreiding spelen ook bijvoorbeeld kosten die verbonden zijn aan het opnemen van de instrumenten een belangrijke rol. In het beleid zou de beleggingonderneming moeten opnemen in welke situatie voor welke oplossing wordt gekozen, waarbij steeds wordt overwogen of er een alternatief voor handen is met een betere risico-rendementsverhouding.

3.6.3 Wordt er gebruik gemaakt van actief of passief beheerde beleggingen?

Wanneer er ter invulling van een beleggingscategorie wordt gekozen voor beleggingsfondsen kan er worden gekozen voor een actief beheerd beleggingsfonds of een passieve belegging⁹. Een beleggingonderneming maakt een afgewogen keuze tussen actief of passief beleggen. Die afweging kan per beleggingscategorie verschillen. De AFM heeft in oktober 2011 de *'Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant'* uitgebracht waarin aanbevelingen worden gegeven voor het maken van een zorgvuldige afweging over actief en passief beleggen.

⁹ Met actief beleggen wordt bedoeld op het samenstellen van een portefeuille die bewust van de index afwijkt om te proberen een extra rendement te behalen ten opzichte van de benchmark. Met passief beleggen wordt bedoeld dat men niet een portefeuille samenstelt om een hoger rendement dan de index te behalen, maar om met de belegging zo nauwkeurig mogelijk het rendement van een bepaalde index te volgen. Hoewel er ook actief gebruik kan worden gemaakt van individuele titels wordt dat hier buiten beschouwing gelaten.

3.6.4 Welke criteria spelen een rol bij de selectie van financiële instrumenten?

Wanneer keuzes zijn gemaakt over het type instrument waarin belegd wordt, kunnen financiële instrumenten geselecteerd worden. De beleggingsonderneming zal uit het universum van instrumenten de titels selecteren die voor klanten een toegevoegde waarde hebben. Hierbij is het van belang om vast te stellen welke kenmerken van deze instrumenten de beleggingsonderneming in ogenschouw neemt. Kenmerken die hierbij in ieder geval van belang zijn:

- Het mandaat van het instrument
- Track record
- De kostenstructuur
- Liquiditeit
- Tegenpartijrisico
- Risicobeheer
- Structuur en personeel

Deze kenmerken zijn verder uitgewerkt in bijlage 2. Niet alle kenmerken zijn van toepassing op alle typen financiële instrumenten. Later in deze paragraaf wordt ook een aantal aandachtspunten beschreven voor de selectie van specifieke financiële instrumenten.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

De beleggingsonderneming neemt beleggingsfondsen in de portefeuilles van klanten op. Voordat een fonds in de portefeuille wordt opgenomen doet de beleggingsonderneming uitvoerig onderzoek naar een fonds. Eerst stelt zij aan de hand van een aantal criteria een brede selectie op van beleggingsfondsen. Hiervoor gebruikt zij informatie van internet, uit factsheets en externe onderzoeksbronnen en het eigen netwerk. De beleggingsonderneming heeft zichzelf daarbij onder andere de volgende vragen gesteld¹⁰:

- *Past de beleggingsstrategie van het fonds bij de beleggingsonderneming?*
- *Wat is het track record en hoe presteert het fonds in moeilijker markten?*
- *Wat is de reputatie van de fondsbeheerder, de organisatie en het team?*
- *Is er een registratie bij de AFM (indien van toepassing)?*

Deze brede selectie van fondsen onderwerpt de beleggingsonderneming aan verder onderzoek. Daarbij neemt zij in ieder geval de selectiecriteria mee die in bijlage 1 worden genoemd. Op basis hiervan heeft zij een tweede selectie van beleggingsfondsen gemaakt. Met de fondsbeheerders van deze fondsen voert zij een gesprek waarbij zij verder aandacht besteedt aan de visie en strategie en beoordeelt of dit aansluit bij de beleggingsonderneming en haar klanten. De beleggingsonderneming monitort deze fondsen doorlopend. Daarbij gaat de aandacht onder andere uit naar:

- *Wijzigingen die gemaakt worden in de beleggingsstrategie;*
- *Prestaties in de laatste 12 maanden (absoluut en relatief) in verhouding tot het risico;*
- *Aan welke risico's het fonds wordt blootgesteld, zoals valuta-exposure, exposure naar landen en sectoren, spreiding van de portefeuille;*
- *Wisselingen in het team van de fondsbeheerder;*
- *Belegd vermogen;*
- *Liquiditeit.*

¹⁰ De lijst is niet limitatief.

Selectie 'eigen' financiële instrumenten

Er zijn beleggingsondernemingen die zelf ook financiële instrumenten aanbieden, zoals beleggingsfondsen. De beleggingsonderneming zal, net als bij instrumenten van derden, bij de selectie van deze 'eigen' instrumenten duidelijk moeten maken waarom het instrument waarde toevoegt en bij de klant past. Hiervoor zal de beleggingsonderneming eerder genoemde afwegingen moeten maken. De beleggingsonderneming zal de toegevoegde waarde van het opnemen van een 'eigen' instrument ook uit moeten leggen aan de klant. In dergelijke gevallen is het belangrijk dat de beleggingsonderneming uitgebreid aandacht besteedt aan het voorkomen van belangenconflicten, zoals het belonen van adviseurs voor het selecteren van 'eigen' instrumenten. Over het risico van een belangenconflict informeert de beleggingsonderneming de klant proactief.

Monitoring

Een beleggingsonderneming baseert de selectie van een financieel instrument op de meest actuele informatie. Na verloop van tijd komt er nieuwe informatie beschikbaar (zoals de publicatie van kwartaalcijfers of nieuws over het vertrek van de fondsmanager). Een beleggingsonderneming zal op basis van de nieuw beschikbare informatie periodiek moeten beoordelen of er nog steeds voldoende reden is om het instrument in de portefeuille te houden.

Selectie van ETF's

Bij de keuze om (een deel van) de portefeuille in te vullen met passieve beleggingen, heeft de beleggingsonderneming een ruime keuze uit indexbeleggingsfondsen en indextrackers, ofwel ETF's. ETF's zijn beursgenoteerde, open-end beleggingsfondsen met als beleggingsdoel het zo goed mogelijk volgen van een onderliggende index. Deze groep beleggingsproducten heeft de laatste jaren een sterke groei doorgemaakt. Per ETF kan de toegevoegde waarde voor de klant verschillen. Niet elke ETF is bovendien geschikt voor elk type klant. Het is dus belangrijk dat de beleggingsonderneming de ETF's selecteert die passen binnen haar beleggingsstrategie en de doelgroep van klanten die zij bedient. De beleggingsonderneming kan daarbij gebruik maken van de criteria die in bijlage 2 zijn opgenomen. Daarnaast kennen ETF's specifieke kenmerken en risico's waar de beleggingsonderneming bij de selectie van ETF's aandacht aan zou moeten besteden¹¹:

- *Methode van samenstelling*

Er zijn grofweg twee manieren om een ETF samen te stellen, namelijk door fysiek de onderliggende stukken te kopen (fysieke replicatie) of door de index door middel van alternatieve instrumenten na te bootsen (synthetische replicatie).

Bij synthetische replicatie wordt het rendementsprofiel van een index nagebootst door middel van het aangaan van een swaptransactie. De tegenpartij in de swap belooft het rendement op de index aan de belegger te vergoeden, in ruil voor de inleg die beleggers betalen. Synthetische replicatie wordt vaak gekozen om een illiquide markt te volgen. Bij swaptransacties bestaat het risico dat de tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. Dit tegenpartijrisico is moeilijk te beoordelen. Beleggingsondernemingen dienen zich bewust te zijn van dit risico. Het tegenpartijrisico komt in bijlage 1 aan de orde.

Bij fysieke replicatie worden de beleggingen in de index zoveel mogelijk één op één aangekocht. De ETF heeft deze stukken dus werkelijk in bezit. Fysieke replicatie kan op twee manieren ingevuld worden: er kan gekozen worden voor volledige replicatie of voor

¹¹ Deze lijst is niet uitputtend. De komende tijd zal de AFM nog meer aandacht besteden aan ETF's. Dit kan mogelijk nog tot een aanvulling op de selectiecriteria leiden.

sampling. Bij volledige replicatie worden alle stukken uit de index aangekocht, terwijl bij sampling er een selectie van aan te kopen stukken wordt gemaakt. Er wordt vaak voor sampling gekozen wanneer de te volgen index uit een groot aantal onderliggende waarden bestaat of deels uit illiquide titels. Bij sampling bestaat het risico dat de koers van de ETF (erg) gaat afwijken van de koers van de index. Wanneer er geen goede reden is om voor sampling te kiezen, maar de ETF hier toch gebruik van maakt, is het daarom aan te raden niet voor deze ETF te kiezen.

- *Beursnotering*

Omdat ETF's beursgenoteerd zijn, kan er op ieder moment van de dag gehandeld worden in ETF's. De prijs waartegen wordt gehandeld hangt af van de vraag en aanbod van de ETF op de beurs. Dit betekent dat de belegger in een ETF niet noodzakelijkerwijs de prijs betaalt of ontvangt die overeenkomt met de prijs van de onderliggende waarden. De beleggingsonderneming dient zich van dit risico bewust te zijn.

- *(Deels) actief beheerde ETF's*

Er bestaat een aantal varianten op het nauwkeurig volgen van de index waar ETF's gebruik van maken. De eerste mogelijkheid wordt enhanced indexing genoemd. Bij deze techniek wordt grotendeels in de index belegd, maar worden er ook een aantal beleggingen geselecteerd die voor extra rendement bovenop de index moeten zorgen. In dat geval is niet het volgen van de index de doelstelling, maar juist het verslaan daarvan. Bij leveraged indexing wordt door middel van geleend geld geprobeerd een hoger rendement te behalen. Hierdoor wordt door de hefboomwerking ook het risico van de beleggingen verhoogd. Bij inverse indexing zijn de koersbewegingen van de ETF tegengesteld aan de koersbewegingen van de onderliggende index. Deze drie varianten kennen allen een ander risico-rendementsprofiel dan een 'normale' ETF. De beleggingsonderneming zal moeten beoordelen wat het verwachte risico en rendement is en of dit aansluit bij de klant.

- *Wat is de historische en verwachte tracking error?*

De tracking error van de ETF geeft aan in hoeverre de ETF daadwerkelijk de index volgt. Hoe kleiner de tracking error is, hoe dichter de ETF bij het rendement van de index blijft. Afwijkingen van de index kunnen ontstaan door bijvoorbeeld beleggingskosten, sampling en het belastingregime voor dividenden. Als het doel van de ETF is om de markt te volgen dan is het de wens dat er sprake is van een zo klein mogelijke tracking error. Inzicht in de historische en verwachte tracking error, geeft de adviseur inzicht in de mate waarin men erin slaagt het rendement van de index nauwgezet te volgen. Een hoge tracking error betekent dat het rendement en daarmee mogelijk het risico afwijkt van de index. Hierdoor zal de belegger andere risico's lopen dan wanneer in de index wordt belegd.

- *Zijn ETF's geschikt voor de betreffende asset class?*

ETF's zijn het meest bekend van het beleggen in aandelen, maar voor meerdere beleggingscategorieën zijn ETF's beschikbaar. Bij een aantal beleggingscategorieën is er sprake van extra risico's waar de adviseur zich bewust van moet zijn.

Bij ETF's in obligaties moet rekening gehouden worden met het feit dat een marktgewogen index van obligaties ervoor zorgt dat de belegger de grootste blootstelling heeft naar partijen met de hoogste schuldenlasten. Dit brengt extra risico's met zich mee.

Bij ETF's in grondstoffen (Exchange Traded Commodities) geldt dat het rendement van het beleggen in een index niet gelijk is aan het rendement van het beleggen in fysieke

grondstoffen. Dit komt doordat een index gebruik maakt van futures om het rendementsprofiel na te bootsen. Of dit rendement hoger of lager is dan de directe belegging valt op voorhand niet te zeggen.

Selectie van alternatieve beleggingen

Onder alternatieve beleggingen worden in het algemeen alle beleggingen geschaard die niet bestaan uit aandelen of obligaties, bijvoorbeeld hedge funds, private equity, vastgoed en grondstoffen. Alternatieve beleggingen kunnen een lage of negatieve correlatie hebben met aandelen en/of obligaties. Dit betekent dat door het opnemen van deze instrumenten in de beleggingsportefeuille de volatiliteit van de portefeuille afneemt. Het effect hiervan verschilt per instrument. Omdat de karakteristieken van deze instrumenten per type alternatieve belegging verschillen is het belangrijk dit per individueel instrument vast te stellen. Daarnaast kennen alternatieve beleggingen een aantal specifieke kenmerken en risico's, waarmee rekening gehouden moet worden bij de selectie. Dit zijn de verhandelbaarheid, kosten, transparantie, rolrendement en een te lage inschatting van het risico op basis van volatiliteit. In bijlage 3 wordt uitgebreid op deze kenmerken ingegaan.

De beleggingsonderneming moet inschatten bij welke klanten deze kenmerken passen. Wanneer de beleggingsonderneming ervoor kiest om één of meerdere van de verschillende alternatieve beleggingen op te nemen, zal de adviseur er voor moeten zorgen dat de klant geïnformeerd wordt over deze specifieke risico's en het mogelijke effect hiervan. Dit neemt niet weg dat de toevoeging van alternatieve beleggingen aan een portefeuille voor een goede risicodiversificatie kan zorgen.

Selectie van gestructureerde producten

Bij het samenstellen van een beleggingsportefeuille kan een beleggingsonderneming of adviseur ook kiezen voor gestructureerde producten. Een groot aantal van deze producten biedt onder voorwaarden een gegarandeerde hoofdsom of een minimaal rendement.

Gestructureerde producten kunnen beperkingen hebben. Er wordt soms bijvoorbeeld geen volledige garantie op de inleg gegeven, de stijging van de gekoppelde index(en) wordt niet volledig gevolgd of de stijging wordt beperkt gevolgd. Deze beperkingen zijn noodzakelijk om het product van een garantiewaarde te kunnen voorzien. Gestructureerde producten hebben bovendien vaak hoge kosten. Ook is de verhandelbaarheid niet altijd goed.

Bij de beslissing om één of meerdere gestructureerde producten op te nemen in de portefeuille van een klant is het van belang dat de adviseur het product begrijpt en de toegevoegde waarde voor de klant kan inschatten. Dit houdt in dat de adviseur begrijpt wat de structuur van het product is, wat de risico's zijn en wanneer deze zich voordoen. Een aantal van de criteria genoemd in bijlage 2 zijn hiervoor van belang. Ook is het belangrijk dat de adviseur een inschatting maakt van de mate waarin rendementsverwachtingen en het opwaarts potentieel haalbaar zijn. Dat betekent dat de adviseur in staat is om de volgende vragen te beantwoorden:

- Wat bepaalt de kans dat het opwaartse rendement behaald wordt en welke risico's worden daarbij gelopen?
- Wat is de kans dat dit rendement ook gehaald wordt?
- Waaruit bestaat de garantie of bescherming, wie biedt deze en weegt deze op tegen de kosten van het product?
- Biedt het product gezien de risico's en kosten een daadwerkelijke en substantiële toegevoegde waarde in termen van bescherming en nettorendement?

- Is er een mogelijkheid om de gewenste bescherming op een andere, goedkopere manier vorm te geven?

Die laatste vraag is van belang, omdat er meerdere instrumenten zijn waarmee risico's in beleggingsportefeuilles kunnen worden beperkt. Bijvoorbeeld met behulp van individuele instrumenten, zoals zero coupon obligaties en opties. Het beperken van het risico door het opnemen van een aantal gestructureerde producten met hoofdsomgarantie lijkt vaak minder voor de hand te liggen, omdat er betere en goedkopere alternatieven zijn om deze risicobeperking te realiseren.

Een voorbeeld

De adviseur heeft in de portefeuille van meneer Kuipers vier gestructureerde producten opgenomen, om een deel van de portefeuille te beschermen. De gestructureerde producten volgen het rendement van een aandelenindex. 90% van de nominale waarde wordt gegarandeerd. Het doel hiervan is om het neerwaarts risico van de portefeuille te beperken. Meneer Kuipers heeft namelijk aangegeven dat hij een maximaal neerwaarts risico van 20% wil lopen. Bij aankoop vormt de waarde van de vier producten samen 15% van de portefeuille.

De vier gestructureerde producten garanderen samen slechts 13,5% van de waarde van de portefeuille (15% van 90% van de nominale waarde). Het is de vraag of de portefeuille van meneer Kuipers hiermee de bescherming krijgt die gewenst is. Het neerwaarts risico beperken is niet hetzelfde als garantie van de hoofdsom. Een portefeuille samenstellen met een neerwaarts risico van 20% kan op verschillende manieren. Het is belangrijk dat de adviseur zichzelf de vraag stelt in hoeverre gestructureerde producten het beste en meest logische alternatief zijn binnen een beleggingsportefeuille. Bij het gebruik van gestructureerde producten is bovendien van belang dat de adviseur nagaat wat de kredietwaardigheid van de garantiegiver is. Dit bepaalt onder andere de waarde van de garantie.

4 Klantbeeld: een compleet beeld van de klant is cruciaal

4.1 Beter inwinnen van informatie

Om passend beleggingsadvies te kunnen geven of het vermogen goed te kunnen beheren is het van belang dat de adviseur een zo volledig mogelijk beeld van de klant (klantbeeld) heeft¹². Het klantbeeld dient zo concreet mogelijk te zijn, zowel kwalitatief als kwantitatief. In de huidige praktijk heeft het klantbeeld nog lang niet altijd de diepgang die nodig is om een passende beleggingsportefeuille samen te stellen. In dit hoofdstuk wordt aan de hand van voorbeelden van goede en ontoereikende adviespraktijken geïllustreerd welke informatie de adviseur nodig heeft voor een compleet klantbeeld. De beschreven adviespraktijk is met name toegespitst op de meer vermogende klanten. Dit betekent niet dat voor de minder vermogende klanten deze beschrijving niet van toepassing is. Vooral bij complexe klantsituaties of situaties waarbij klanten in grote mate afhankelijk zijn van het belegde vermogen, is veel van de in dit hoofdstuk beschreven informatie relevant voor het geven van een goed advies. Ook is voldoende diepgang van deze informatie van belang. In minder complexe klantsituaties kan met minder diepgaande informatie worden volstaan.

Het klantbeeld zal in ieder geval antwoord moeten geven op de volgende vragen¹³:

- Welke kennis van en ervaring met welke financiële instrumenten heeft de klant?
- Wat is zijn opleiding en beroep?
- Waarvoor heeft de klant het vermogen nodig?
- Wanneer wil de klant zijn doelstelling(en) hebben bereikt?
- Welk bedrag heeft de klant nodig voor het behalen zijn doelstelling(en)?
- Is de klant van plan tussentijds stortingen of onttrekkingen te doen? En voor welk bedrag?
- Zijn er nog andere doelstellingen op korte en lange termijn die van belang kunnen zijn?
- Heeft de klant financiële ruimte om vermogen opzij te zetten om te laten groeien?
- Hoe afhankelijk is de klant in financieel opzicht (nu en in de toekomst) van het behalen van zijn doelstelling(en)?
- Hoeveel risico kan de klant lopen gezien zijn inkomens- en vermogenspositie nu en in de toekomst?
- Is de klant bereid zijn inleg te verliezen? Zo ja, hoeveel is de klant bereid maximaal te verliezen?
- Welke kans op het niet behalen van zijn doelstelling is de klant bereid te accepteren?

¹² Op grond van artikel 4:23 Wet op het financieel toezicht moet ten behoeve van beleggingsadvies en vermogensbeheer informatie worden ingewonnen over de kennis, ervaring, financiële positie, doelstellingen en risicobereidheid van de klant. Voor beleggingsondernemingen is dit verder uitgewerkt in artikel 80a, 80b en 80c van het besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft. Voor execution only geldt een minder vergaande verplichting dan voor beleggingsadvies en vermogensbeheer. Bij execution only zal de beleggingsonderneming bij het beleggen in complexe financiële instrumenten enkel een passendheidstoets dienen uit te voeren om na te gaan of de klant voldoende kennis en ervaring heeft met het betreffende product om dit te begrijpen en de risico's hiervan te begrijpen. Bij advies en vermogensbeheer geldt daarnaast ook een geschiktheidstoets om te beoordelen of de dienst past bij de persoonlijke kenmerken van de klant.

¹³ Overigens is deze lijst met vragen niet uitputtend. Indien nodig moet de adviseur aanvullende vragen stellen om een zo goed mogelijk beeld van de klant te krijgen. Ook kan op andere wijze de voor het advies of beheer noodzakelijke informatie worden verkregen.

Het onvolledig inwinnen van het klantbeeld zou ertoe kunnen leiden dat een klant een beleggingsportefeuille geadviseerd krijgt die niet past bij zijn situatie, risicobereidheid en doelstelling(en). Dit zal in veel gevallen tot teleurstellingen en mogelijk zelfs tot financiële problemen kunnen leiden bij de klant. Als de klant geen of beperkte informatie wil geven over zijn persoonlijke situatie zal de adviseur moeten beslissen of hij wel in staat is de klant goed te kunnen adviseren. Als dit niet het geval is, zal de adviseur afscheid van de klant moeten nemen.

Op basis van haar onderzoek concludeert de AFM dat de volledigheid van het klantbeeld in veel gevallen kan worden verbeterd. Met name de doelstellingen van de klant en de financiële positie van de klant worden door de adviseur onvoldoende concreet en diepgaand (zowel kwalitatief als kwantitatief) ingewonnen.

4.2 Het belang van 'kennis en ervaring' van de klant

Kennis en ervaring zijn van belang om de communicatie op af te stemmen

Inzicht in de beleggingskennis en de ervaring van de klant met beleggen in specifieke financiële instrumenten, helpt de adviseur om in te schatten welke informatie hij de klant moet geven. Alleen dan kan hij de klant in staat stellen te begrijpen welke risico's bepaalde beleggingen met zich brengen. Ook wordt de klant zo beter in staat gesteld te begrijpen waarom de adviseur bepaalde adviezen geeft of waarom het vermogen op een bepaalde manier wordt beheerd. Informatie over de kennis en ervaring helpt de adviseur ook om de antwoorden van de klant beter te interpreteren.

Als de klant geen kennis van of ervaring met beleggen heeft, hoeft dit niet per definitie een reden te zijn om beleggen te mijden. Belangrijk is wel dat de adviseur vastgesteld en vastgelegd heeft dat de klant de risico's van beleggen en de consequenties daarvan begrijpt. Dit gaat verder dan de vraag stellen of de klant kennis van of ervaring heeft met een bepaald instrument. De adviseur stelt vast welk kennisniveau de klant heeft, zodat de adviseur zijn informatie hierop kan aanpassen. Het is belangrijk dat de klant de adviseur begrijpt.

Het ontbreken van kennis en ervaring moet er niet automatisch toe leiden dat klanten worden uitgesloten van beleggen in bepaalde beleggingscategorieën¹⁴. Wel kan het zo zijn dat bijzonder complexe producten die veel risico kennen minder passen bij klanten die geen kennis en ervaring met beleggen hebben. Uiteraard moet dit alles in samenhang worden gezien met de financiële positie, risicobereidheid en doelstelling(en) van de klant.

¹⁴ Netspar merkt in een onderzoek onder pensioenuitvoerders op dat in een aantal gevallen kennis en ervaring een belangrijke en zelfs doorslaggevende rol heeft bij de vaststelling van het risicoprofiel. Hierdoor leidt het ontbreken van kennis en ervaring in sommige gevallen automatisch tot een defensief (spaar)profiel. Dit zou startende werknemers uitsluiten van offensievere profielen en daarmee van een rationeel gewenst rendement. Volgens hen zou de nadruk juist meer moeten liggen op het risicobesef van klanten en de bewustwording daarvan dan om beleggingstechnische kennis. Netspar, 'Risicoprofielmeting voor beleggingspensioen', april 2011, p. 30.

4.3 Doelgericht beleggen

De adviseur maakt het doel van de klant voldoende concreet en meetbaar en neemt dit als uitgangspunt voor de dienstverlening

Om een passende beleggingsportefeuille samen te stellen, moet de adviseur goed voor ogen hebben met welk doel de klant vermogen wil opbouwen of inkomen wil genereren:

- *Waarvoor heeft de klant het vermogen nodig?*
- *Wanneer wil de klant zijn doelstelling(en) hebben bereikt?*
- *Welk bedrag heeft de klant nodig voor het behalen zijn doelstelling(en)?*
- *Is de klant van plan tussentijds stortingen of onttrekkingen te doen? En voor welk bedrag?;*
- *Zijn er nog andere doelstellingen op korte en lange termijn die van belang kunnen zijn?*

Niet alle klanten kunnen direct een concrete doelstelling benoemen. Maar die is er meestal wel. Beleggen is immers het middel en niet het doel. Het is de taak van de adviseur om goed in kaart te brengen waarom de klant vermogen wil opbouwen door middel van beleggen. Dit kan bijvoorbeeld voortkomen uit de wens om een hoger rendement te behalen dan met een spaarrekening. Belangrijk is daarom dat de adviseur een goed beeld krijgt bij het extra rendement dat de klant verwacht voor het risico dat hij loopt.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

De adviseur heeft met meneer en mevrouw Bakker (40 en 41 jaar) besproken wat het doel van het te beleggen vermogen van € 130.000 is. Zij willen graag vermogen opbouwen om 'te blijven reizen als zij met pensioen gaan'. De adviseur heeft beoordeeld dat meneer en mevrouw Bakker voldoende vermogen opbouwen in hun pensioen om hun vaste lasten te bekostigen. Van het vermogen dat zij willen beleggen hoeven meneer en mevrouw Bakker niet te leven. Ze beschikken naast het bedrag dat zij willen beleggen over € 100.000 aan spaargeld.

Over 25 jaar willen meneer en mevrouw Bakker graag circa € 300.000 hebben opgebouwd. De adviseur heeft berekend dat hiervoor een jaarlijks netto rendement van 3,5% benodigd is. De adviseur houdt rekening met een verwachte inflatie van 2%. Daarnaast houdt hij ook rekening met de volledige vermogensrendementsheffing van 1,2%. Rekening houdend met al deze elementen heeft de adviseur berekend dat er een netto rendement van 6,7% nodig is om de doelstelling te bereiken. De kosten voor de dienstverlening betalen meneer en mevrouw Bakker uit andere middelen.

De adviseur heeft het doel van de klanten nauwkeurig vastgesteld. De adviseur heeft berekend wat de rendementsverwachting van klanten zou moeten zijn om het doelvermogen te behalen. De adviseur heeft hierbij nadrukkelijk rekening gehouden met de effecten van inflatie en de fiscale effecten. Hij gebruikt deze informatie om zijn advies op te baseren.

De adviseur houdt bij het advies rekening met inflatie, fiscale gevolgen en de kosten van de dienstverlening

Om de doelstelling(en) van de klant goed te kunnen vertalen naar een passende beleggingsportefeuille is het belangrijk dat deze concreet zijn. Een zo specifiek mogelijk doelvermogen en/of rendementsverwachting zijn dus noodzakelijk. Het is belangrijk hierbij ook te bespreken hoe wordt omgegaan met inflatieverwachtingen, fiscale consequenties en kosten van de dienstverlening.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

Mevrouw De Wit (49 jaar) wil een bedrag van € 50.000 beleggen. Uit het 'Cliëntprofiel' dat mevrouw De Wit heeft ingevuld, blijkt dat zij dit bedrag beschikbaar heeft voor een termijn van "8 – 12 jaar". De doelstelling van mevrouw De Wit is "het pensioeninkomen aanvullen".

De doelstelling van mevrouw De Wit is onvoldoende concreet om het advies op te baseren. Zo is niet duidelijk vanaf welk moment mevrouw De Wit haar pensioen wil aanvullen en met welk bedrag. Om dit te kunnen bepalen is ook haar vermogens- en inkomenssituatie van belang. Belangrijk is dat de adviseur inzicht krijgt in haar inkomenswensen bij pensionering, maar ook in haar al opgebouwde pensioeninkomen. Doordat deze gegevens niet zijn ingewonnen, kan er geen doelvermogen en geen rendementsverwachting bepaald worden. Onduidelijk is hierdoor waarmee de adviseur rekening moet houden bij het samenstellen van de effectenportefeuille. De adviseur beschikt niet over een concrete beleggingsdoelstelling, hij kan onvoldoende inschatten welk risico de klant kan lopen en de beleggingshorizon is onduidelijk. Ondanks het relatief geringe vermogen dat mevrouw De Wit wil beleggen is het gelet op haar pensioendoelstelling van belang om voldoende door te vragen. Vanwege de weinig concrete informatie is de kans op teleurstellingen gedurende het beheer van de portefeuille groot.

4.4 Hoeveel risico kan de klant dragen?

De adviseur beschikt over voldoende informatie om zelf te bepalen hoeveel risico de klant kan dragen

De risicobereidheid van de klant bestaat uit het risico dat hij vanuit financieel oogpunt kan dragen en het risico dat de klant wil accepteren. Omdat deze elementen tegenstrijdig kunnen zijn, zullen ze apart beoordeeld moeten worden. Een klant kan bereid zijn veel risico te accepteren, maar als de afhankelijkheid van het te beleggen vermogen voor de klant te groot is, kan het zeer onverstandig zijn om veel risico te accepteren. Het antwoord op de vraag hoeveel risico de klant kan dragen zal in veel gevallen doorslaggevend zijn.

Voor het bepalen van het risico dat de klant wil lopen is het belangrijk de grenzen van de klant te kennen. In hoeverre de klant het risico kan lopen, hangt voor een belangrijk deel af van de financiële positie en doelstelling(en) van de klant. Bij het vaststellen hiervan heeft de adviseur een belangrijke rol.

Om de mate van risico dat de klant nu en in de toekomst kan dragen te kunnen beoordelen, is inzicht in zijn huidige en toekomstige inkomens- en vermogenspositie noodzakelijk. Dit brengt de adviseur zo goed mogelijk in kaart aan de hand van de huidige en toekomstige inkomsten, uitgaven, bezittingen en schulden van de klant. Daarnaast zijn de persoonlijke situatie zoals zijn leeftijd, carrière en toekomstperspectief natuurlijk van belang.

Aan de hand van deze informatie kan de adviseur beoordelen:

- a. Of de klant voldoende financiële ruimte heeft om vermogen op te bouwen voor zijn doelstelling(en). Heeft de klant het vermogen nu en in de toekomst niet nodig voor andere noodzakelijke doelen?
- b. Hoe afhankelijk de klant is van het behalen van zijn doelstelling(en) in de toekomst. Heeft de klant het vermogen dan bijvoorbeeld nodig om zijn hypotheek af te lossen of heeft hij een te laag (pensioen)inkomen dat aangevuld moet worden?;
- c. Welk vermogen de klant minimaal nodig heeft voor zijn doelstelling(en).

Naar aanleiding van de uitkomsten van deze inventarisatie bespreekt de adviseur verschillende scenario's met de klant waarmee het doelvermogen bereikt zou kunnen worden, welke de risico's daarbij horen en wat de haalbaarheid is van die scenario's.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

Meneer en mevrouw Jansen willen € 600.000 beleggen. Meneer en mevrouw Jansen zijn op dit moment 50 jaar. Ze hebben de adviseur aangegeven dat meneer Jansen op 65 jarige leeftijd met pensioen wil gaan. Meneer en mevrouw Jansen willen hun inkomen aanvullen uit het belegde vermogen. Mevrouw Jansen werkt niet.

De adviseur heeft beoordeeld in hoeverre meneer en mevrouw Jansen afhankelijk zijn van de vermogensopbrengsten en hoeveel risico zij kunnen dragen. Dit bepaalt mede of de onzekerheid die hoort bij beleggen, past bij meneer en mevrouw Jansen. De adviseur heeft hiervoor de inkomsten en uitgaven, bezittingen en schulden van meneer en mevrouw Jansen op papier gezet. Hij heeft hiervoor onder andere de pensioenregeling van meneer Jansen en het UPO opgevraagd. Omdat mevrouw Jansen nooit heeft gewerkt zal zij vanaf pensioenleeftijd alleen AOW ontvangen. De financiële situatie is op dit moment als volgt:

Meneer en mevrouw Jansen hebben op dit moment een netto jaarinkomen van € 100.000. Hun totale uitgaven bedragen € 90.000 per jaar. Naast het te beleggen vermogen hebben ze nog € 150.000 aan spaargeld. Ze bezitten geen vastgoed en hebben geen schulden. Meneer en mevrouw Jansen willen hun spaargeld zoveel mogelijk in stand houden voor hun (klein)kinderen.

Uit de analyse van de pensioensituatie maakt de adviseur op dat meneer en mevrouw Jansen vanaf 65 jarige leeftijd meneer en mevrouw Jansen nog een totaal netto jaarinkomen van € 50.000 per jaar zullen hebben. Zij willen dezelfde levensstandaard behouden als voor hun pensionering. Hun uitgaven zullen naar verwachting dalen naar ongeveer € 80.000. De adviseur heeft berekend dat meneer en mevrouw Jansen vanaf hun pensioenleeftijd het inkomen met € 30.000 per jaar gedurende 30 jaar moeten aanvullen. Meneer en mevrouw Jansen beleggen hun vermogen van € 600.000 gedurende vijftien jaar zonder hieraan onttrekkingen te doen.

De adviseur heeft met meneer en mevrouw Jansen besproken wat de gevolgen zullen zijn als zij niet voldoende rendement behalen om de onttrekkingen te kunnen realiseren. Zij kunnen in dat geval het rendement op hun spaargeld aanspreken. Daarnaast is het mogelijk om het spaargeld aan te spreken. Bovendien hebben ze de mogelijkheid om hun uitgaven te verlagen door minder te reizen.

De adviseur heeft in dit voorbeeld de financiële positie van klanten uitgebreid in kaart gebracht. Hij heeft niet alleen inzicht in de huidige inkomenspositie, maar ook in de situatie bij pensioen. De adviseur komt op basis hiervan tot de conclusie dat beleggen een passende oplossing is voor meneer en mevrouw Jansen. Ook heeft de adviseur hierdoor inzicht gekregen in de doelstelling van de klanten en de mate van risico die zij kunnen dragen.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

Mevrouw Brouwer heeft € 50.000 aan spaargeld beschikbaar om te beleggen. Ze wil over 10 jaar een deel van haar hypotheek aflossen. Uit de vragenlijst die de adviseur hanteert blijkt dat deze € 50.000 "26% - 50% van haar totale vermogen exclusief de waarde van haar woning" betreft. De vragenlijst bevat daarnaast een vraag over hoe belangrijk het behalen van de doelstelling voor haar is. Mevrouw Brouwer heeft aangegeven dat het behalen van de doelstelling "redelijk belangrijk" is.

De adviseur heeft onvoldoende concrete informatie over de inkomens – en vermogenspositie van mevrouw Brouwer. Zo heeft hij geen concrete informatie over haar inkomsten en uitgaven en bezittingen en schulden. Deze informatie heeft de adviseur nodig om te kunnen bepalen in hoeverre mevrouw Brouwer afhankelijk is van het opbouwen van vermogen voor de aflossing van haar hypotheek. Aan de hand van deze informatie zou de adviseur ook de beoordeling moeten maken hoeveel risico zij kan dragen. Een mogelijke uitkomst van deze beoordeling zou kunnen zijn dat

beleggen geen passende oplossing is. Het feit dat mevrouw Brouwer aangeeft dat de vermogensopbrengsten 'redelijk belangrijk' voor haar zijn, neemt niet weg dat de adviseur zelf een inschatting moet maken van het risico dat zij kan dragen.

4.5 Hoeveel risico wil de klant lopen?

De adviseur heeft besproken welk risico de klant wil lopen dat hij zijn de doelstelling niet behaalt

De risicohouding van de klant is één van de lastigste aspecten van het klantbeeld. Wat wordt verstaan onder risico? Hoe kwantificeer je risico? De vraag of de klant slapeloze nachten heeft als de beurs met 25% daalt, zegt over het algemeen weinig over het risico dat de klant bereid is te nemen ten aanzien van zijn beoogde doelstelling. Het is belangrijk dat risico wordt gekwantificeerd. 'Enig', 'gemiddeld' of 'aanzienlijk risico' zegt te weinig.

Voor de klant is het grootste risico van beleggen het risico dat hij zijn doelstelling niet haalt. De adviseur zal in ieder geval moeten weten of de klant het acceptabel vindt om (een deel van) zijn eigen inleg te verliezen, en zo ja, welk deel. Met andere woorden, wat is het minimale bedrag dat hij wil behouden? Daarnaast is het belangrijk om vast te stellen welke kans op het niet behalen van de doelstelling de klant bereid is te accepteren¹⁵. Vragen over tussentijdse waardedalingen kunnen hieraan bijdragen, maar geven geen doorslaggevend inzicht.

De adviseur kan de risicohouding van de klant bepalen door hem enkele scenario's voor te leggen. De scenario's moeten inzicht geven in de financiële consequenties bij het realiseren van een lager of hoger vermogen op de einddatum. Op deze manier komt de adviseur erachter welk risico voor de klant nog acceptabel is.

Veel adviseurs geven aan dat in de praktijk achteraf pas echt blijkt hoeveel risico klanten wilden lopen. Zij vinden het lastig een goede inschatting te maken van de risicobereidheid van de klant. Hier kan dus nog veel verbeterd worden. Als op basis van verschillende scenario's duidelijk kan worden gemaakt welke impact koersschommelingen hebben, dan kan dit bijdragen aan een betere vaststelling van de daadwerkelijke risicobereidheid.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

Mevrouw Pietersen heeft bij haar beleggingsonderneming een vragenlijst ingevuld. De adviseur gebruikt de antwoorden bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Mevrouw Pietersen heeft aangegeven:

- *Als het vermogen in het eerste jaar daalt met 20%, dan vind ik dat niet acceptabel; het maximale verlies dat ik in een jaar onder normale omstandigheden wil lijden is 12,5%.*
- *Als het vermogen in de eerste maand daalt met 6%, dan is dat vervelend, maar ik vertrouw erop dat de beurzen zich zullen herstellen.*
- *Ik behaal liever een lager rendement, dan dat ik veel risico loop.*

De adviseur heeft onvoldoende concrete informatie om te kunnen beoordelen hoeveel risico mevrouw Pietersen bereid is te lopen. De antwoorden die zij heeft gegeven zeggen onvoldoende over haar

¹⁵ Netspar geeft pensioenuitvoerders de aanbeveling om de risicobereidheid ten aanzien van het doel te meten, in plaats van de risicobereidheid in algemene zin. In het onderzoek van Netspar is dat de risicobereidheid op het vlak van vermogensvorming voor pensioen. Hierbij zijn het doel en het tijdstip waarop de uitkering plaatsvindt twee doorslaggevende factoren. Netspar, 'Risicoprofielmeting voor beleggingspensioen', april 2011, p. 38.

risicohouding. In hoeverre is zij bijvoorbeeld bereid een deel van haar inleg te verliezen op de einddatum? Hoe staat zij tegenover het risico van het niet behalen van haar doelstelling?

Een goed voorbeeld

Onderstaande vragen zijn opgenomen in een risicoprofiel om de risicobereidheid van een klant te meten.

Vraag 1: Welke optie heeft uw voorkeur?

- | | | |
|--------------------------------|----|---|
| <input type="radio"/> Optie 1: | of | <input type="radio"/> Optie 2: |
| Met zekerheid +€ 200 | | 50% kans op +€ 650 en 50% kans op -€ 200 |
|
 | | |
| <input type="radio"/> Optie 1: | of | <input type="radio"/> Optie 2: |
| Met zekerheid +€ 200 | | 50% kans op +€ 900 en 50% kans op -€ 350 |
|
 | | |
| <input type="radio"/> Optie 1: | of | <input type="radio"/> Optie 2: |
| Met zekerheid +€ 200 | | 50% kans op +€ 2000 en 50% kans op -€ 600 |

Vraag 2: waarde beleggingsportefeuille

Stel, u hebt een beleggingsportefeuille van € 10.000. En stel dat onderstaande antwoorden de mogelijke waardeontwikkelingen van deze portefeuille zouden aangeven na een jaar. Welk antwoord (welke risicohouding) zou dan het beste bij u passen? U neemt het risico dat het bedrag na een jaar een waarde vertegenwoordigt tussen:

- € 9.500 en € 11.500 (- 5% + 15%)
- € 9.000 en € 12.500 (-10% + 25%).
- € 8.000 en € 15.000 (-20% + 50%).
- € 0 en € 30.000 (hierbij loopt u het risico uw volledige inleg kwijt te raken).
- € -/ 5.000 en € 40.000 (hierbij loopt u het risico om meer dan uw inleg te verliezen en zelfs een schuld over te houden).

Er is veel onderzoek gedaan naar het vaststellen van de hoeveelheid risico die klanten willen nemen. Hierbij is gezocht naar indicatoren die de risicobereidheid van klanten meten. Uit onderzoek¹⁶ blijkt dat één van die indicatoren de aversie voor verlies is. Het type vragen dat in dit voorbeeld wordt gebruikt, draagt bij aan het meten van de aversie voor verlies. De beleggingsonderneming zal de antwoorden op deze vragen moeten vertalen naar een 'hoeveelheid' risico. Het stellen van alleen deze vragen is uiteraard niet voldoende om de risicobereidheid van een klant correct vast te stellen. Het gaat hier alleen om het risico dat de klant wil lopen. De adviseur zal ook nog moeten vaststellen hoeveel risico de klant kan dragen.

¹⁶ F. van Raaij, B.Schuurmans, H. Vos, 'Verbeteringen in het bepalen en het gebruik van risicoprofielen', B&E april 2011.

4.6 Hoe hangen de doelstelling(en) en de risicobereidheid van de klant samen?

De adviseur beziet de doelstelling en risicobereidheid in samenhang, hij vraagt door bij tegenstrijdigheden

Wanneer de adviseur heeft bepaald hoeveel risico de klant kan dragen en wil lopen en de doelstelling van de klant in beeld heeft, moet hij deze informatie adequaat combineren om goed te kunnen adviseren.

Wanneer een klant tegenstrijdige antwoorden geeft aan de adviseur zal hij dit met de klant moeten bespreken. Als het realiseren van de doelstelling uitsluitend behaald kan worden door meer risico te accepteren, dan is het belangrijk dat hierin duidelijke afgewogen keuzes worden gemaakt.

De combinatie van doelstelling, het risico dat de klant kan dragen en het risico dat de klant wil lopen, kan ervoor zorgen dat de haalbaarheid van de doelstelling erg laag is op basis van realistische rendementsverwachtingen en de volatiliteit van de gekozen beleggingsportefeuille. Dit zal de adviseur met de klant moeten bespreken. Over het algemeen zijn er drie mogelijkheden wanneer doelstelling en risico niet op elkaar aansluiten:

1. de doelstelling naar beneden bijstellen;
2. de inleg verhogen; of
3. het risico verhogen.

Het moet voor de adviseur duidelijk zijn welke van deze mogelijkheden de klant het meeste aanspreekt en welke keuze het beste past bij de klant. Wanneer de adviseur bijvoorbeeld van mening is dat de klant niet meer risico kan lopen, zal hij nadrukkelijk moeten afraden om het risico van de portefeuille te verhogen. Het is daarbij voor de klant belangrijk om te begrijpen welke rendementsverwachting past bij een bepaald risicoprofiel en wat dit betekent voor het risico van de beleggingsportefeuille.

Een scenarioanalyse kan een goed hulpmiddel zijn om inzicht te krijgen hoe de inleg en gekozen risico's uitwerken op de doelstelling van de klant.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

De adviseur heeft informatie ingewonnen over de doelstelling van meneer De Haan en de hoeveelheid risico die hij wil lopen. De adviseur heeft voldoende inzicht in de financiële positie van meneer De Haan om in te schatten welk risico meneer De Haan kan accepteren. Aangezien meneer De Haan minder risico kan dragen dan hij wil lopen, gaat de adviseur uit van het eerste. De adviseur maakt op basis van deze informatie een scenarioanalyse voor de verschillende risicoprofielen die de beleggingsonderneming voert. Op basis van de scenarioanalyse selecteert de adviseur het profiel dat voldoet aan de risicorestricties van meneer De Haan met daarbij de hoogste kans op het behalen van de doelstelling. Het door de adviseur geselecteerde profiel kent een risico dat tegen meneer De Haan's maximale verantwoord te accepteren risico aanligt. Bij dit scenario is de kans op het behalen van de doelstelling 30%.

De adviseur heeft alle belangrijke informatie van de klant geïnventariseerd. Door een scenarioanalyse kan hij deze informatie in samenhang beoordelen. Hij adviseert een oplossing die binnen de informatie die de klant heeft gegeven het beste past. Uit de scenarioanalyse blijkt dat binnen de gestelde randvoorwaarden van de doelstelling en risicobereidheid er slechts 30% kans bestaat op het realiseren van de doelstelling van meneer De Haan. De lage haalbaarheid van het behalen van het doel zou voor de adviseuraanleiding moeten zijn om het huidige advies te heroverwegen.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

Meneer Zwart heeft bij zijn adviseur aangegeven dat hij € 200.000 wil beleggen. Uit de inventarisatie blijkt dat meneer Zwart over tien jaar een boot wil kopen. Hij heeft hiervoor circa € 250.000 nodig. Meneer Zwart is niet in grote mate afhankelijk van het geld. Hij heeft namelijk nog € 700.000 aan spaargeld. Zijn inkomen uit het bedrijf is ruimschoots voldoende om zijn vaste lasten te kunnen voldoen. Meneer Zwart heeft wel aangegeven dat hij niet een te groot risico wil lopen ten aanzien van het op te bouwen bedrag.

De adviseur heeft vastgesteld dat meneer Zwart veel risico kan lopen, op basis van zijn financiële positie. Meneer Zwart wil echter maar beperkt risico accepteren. Op basis van een uitgebreide vragenlijst en controle van een aantal antwoorden komt de adviseur samen met de klant tot de conclusie dat het gehanteerde risicoprofiel "neutraal" het best bij deze klant past.

De adviseur wil vervolgens controleren in hoeverre het realistisch is dat meneer Zwart met het gekozen risicoprofiel en asset allocatie de gewenste rendementen kan behalen. Hiervoor heeft hij een scenarioanalyse opgesteld. De adviseur illustreert aan de hand van de verschillende risicoprofielen die de beleggingsonderneming hanteert wat de verwachte vermogensontwikkeling zal zijn bij een goed, een reëel en een slecht scenario en wat daarbij de kans is op het behalen van de doelstelling.

Uit de scenario analyse blijkt dat de portefeuille die bij een neutraal profiel past in een goed scenario een verwachte opbrengst van circa € 435.000 kent en bij een slecht scenario circa € 185.000. Het verwachte eindvermogen ligt op circa € 300.000. De kans op het behalen van de doelstelling van meneer Zwart is binnen deze portefeuille circa 65%.

De adviseur bespreekt de uitkomsten met meneer Zwart. De haalbaarheid van de doelstelling bij het neutrale profiel blijkt het grootst en sluit aan bij de risicobereidheid van meneer Zwart.

Aan de hand van de scenarioanalyse kan de adviseur de klant bewust maken over de mogelijke uitkomsten van zijn vermogensopbouw bij verschillende samenstellingen van de beleggingen. Dit doet hij nadat de adviseur heeft vastgesteld welk risico de klant wil en kan lopen. Vervolgens kan de adviseur de haalbaarheid van de doelstelling bij de gekozen asset allocatie berekenen. De klant kan hierdoor een beeld krijgen bij de kans dat zijn doelvermogen behaald wordt. Scenarioanalyse kan de adviseur ondersteunen bij het inzichtelijk maken van de risico's op het niet behalen van de doelstelling. Als de haalbaarheid van de geadviseerde asset allocatie laag is zou het moeten leiden tot een negatief advies.

4.7 Vragenlijsten als hulpmiddel om het klantbeeld te bepalen

Adviseurs gebruiken vragenlijsten als hulpmiddel, niet als doel op zich

Beleggingsondernemingen maken vaak gebruik van een vragenlijst om (een deel van) het klantbeeld vast te stellen. De vragen zien over het algemeen op de elementen financiële positie, kennis en ervaring, doel, horizon en risicobereidheid. Op basis daarvan bepaalt de adviseur de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Een dergelijke vragenlijst moet gezien worden als hulpmiddel, niet als doel op zich. De adviseur zal na moeten gaan of de uitkomst van de vragenlijst een eenduidig beeld geeft en daadwerkelijk aansluit bij de klant. Een deel van de expertise van de adviseur bestaat uit het interpreteren en evalueren van de bij de klant opgevraagde informatie.¹⁷

¹⁷ Zie ook de guidance consultation van The Financial Services Authority (FSA) 'Assessing suitability: Establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection', januari 2011, p. 14.

Bij online dienstverlening, waarbij er geen of slechts beperkt sprake is van contact met een adviseur, wordt het belang van een goede vragenlijst nog groter. De beleggingsonderneming moet er van overtuigd zijn dat de uitkomsten van de vragenlijst leiden tot een advies dat aansluit bij de klant. Dit betekent in elk geval dat tegenstrijdigheden in antwoorden uitgesloten moeten zijn.

In deze paragraaf worden verschillende aandachtspunten beschreven die gelden bij het gebruik van vragenlijsten ter bepaling van (een deel van) het klantbeeld.

Vraagstelling

De vragen in een vragenlijst moeten eenduidig zijn, zodat hierover geen onduidelijkheid ontstaat bij de klant. Dit geldt ook voor eventuele standaardantwoorden. De vraag *'Hoe groot is het totale vrije beschikbare vermogen?'* kan bij klanten de vraag oproepen wat hieronder wordt verstaan. Bovendien zal voor het in kaart brengen van de vraag hoeveel risico de klant kan lopen ook specifieke informatie over de financiële positie van de klant nodig zijn.

Daarnaast geldt dat de vraagstelling relevant moet zijn voor het doel dat de klant heeft. Als een klant bijvoorbeeld een pensioendoelstelling heeft, zal zijn toekomstige financiële positie moeten worden meegewogen. Bij een jonger persoon die vermogen wil opbouwen voor zijn oude dag, zou ook aandacht moeten worden besteed aan het verwachte toekomstige inkomen.

Het gebruik van een puntentelling bij vaststellen "risicoprofiel"¹⁸

Een vragenlijst met vooraf vastgestelde puntentelling heeft als belangrijk nadeel dat het belang van de antwoorden van tevoren is bepaald. Het belang van het antwoord is dus niet afgestemd op de individuele klant. Het risico bestaat dat door een middeling van antwoorden relevante informatie verloren gaat¹⁹. Dit geldt specifiek wanneer de klant tegenstrijdige antwoorden heeft gegeven. Door deze tegenstrijdigheden niet te bespreken maar zonder meer mee te wegen in een puntentelling worden deze antwoorden 'geneutraliseerd' en daarmee genegeerd. Dit kan leiden tot een niet-passende beleggingsportefeuille. Daarom is het belangrijk dat de adviseur de uitkomsten van de vragenlijst controleert.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

Onderstaande vragen en puntentelling maken deel uit van het klantprofiel. Niet alle vragen zijn hier opgenomen. Op basis van het totaal aantal punten wordt de klant in een "risicoprofiel" ingedeeld.

1. *Heeft u ervaring met beleggen in aandelen?*
 - *Geen ervaring* 0
 - *1 - 3 jaar* 1
 - *3- 7 jaar* 2
 - *7 – 10 jaar* 3
 - *> 10 jaar* 4
2. *Denkt u binnen 3 jaar een deel van uw belegd vermogen nodig te hebben voor andere doeleinden?*

¹⁸ Voor het vaststellen van de gewenste hoeveelheid risico in de beleggingsportefeuille maakt een deel van de beleggingsondernemingen gebruik van een indeling van hun klanten in meerdere 'risicoprofielen'. Voor elk risicoprofiel wordt een vaste strategische asset allocatie vastgesteld. Het kan voorkomen dat een klant met meerdere doelstellingen ook meerdere risicoprofielen (en beleggingsportefeuilles) heeft.

- *Nee* 3
 - *Ja, tot 20%* 2
 - *Ja, 20 tot 40%* 1
 - *Ja, 40% of meer* 0
3. *Hoeveel jaar heeft u ter beschikking om te beleggen?*
- *Maximaal 1 jaar.* 1
 - *1 tot 4 jaar.* 2
 - *4 tot 6 jaar.* 3
 - *langer dan 6 jaar.* 4
4. *Beleggingen kunnen sterk in waarde fluctueren; welke waardedaling op enig moment is voor u acceptabel?*
- *0 tot 3%* 1
 - *3 tot 5%* 2
 - *5 tot 10%* 3
 - *10 tot 15%* 4
 - *15 tot 25%* 5
 - *25% of meer* 6

Over deze vragenlijst zijn twee belangrijke opmerkingen te maken:

1. Ervaring met beleggen in aandelen wordt meegewogen bij het bepalen van het "risicoprofiel". Hier wordt teveel gewicht toegekend aan het aantal jaren dat een klant ervaring heeft. Een langdurige ervaring heeft in de regel geen invloed op de doelstelling en waarschijnlijk slechts beperkt op de risicobereidheid van een klant.
2. Deze *wijze* van puntentelling brengt met zich mee dat verschillende typen klanten in hetzelfde risicoprofiel worden ingedeeld. Dit is onwenselijk.

Ter illustratie staan hieronder twee voorbeelden van verschillende typen klanten, A en B. Ze verschillen op essentiële punten van elkaar, maar zijn op basis van bovenstaande vragenlijst in hetzelfde risicoprofiel ingedeeld.

- Klant A die meer dan 10 jaar ervaring heeft met beleggen in aandelen, maar nu voor zijn pensioen gaat beleggen en daarom een waardedaling van 5 tot 10% op enig moment maximaal acceptabel vindt en klant B die 1 tot 3 jaar ervaring heeft met beleggen en een waardedaling van meer dan 25% op enig moment acceptabel vindt (7 punten op basis van vraag 1 en 4).
- Klant A die een beleggingshorizon van 10 jaar heeft en een waardedaling van 0 tot 3% op enig moment accepteert en klant B die het volledige vermogen binnen 4 jaar wil besteden en een waardedaling van meer dan 25% op enig moment acceptabel vindt (8 punten op basis van vraag 2, 3 en 4).

Als de beleggingsonderneming een vragenlijst gebruikt is het belangrijk dat er veel aandacht gaat naar de kwaliteit van deze vragenlijst. Welk type vragenlijst geeft de adviseur de beste ondersteuning? Op welke wijze wordt er een goede vertaling gemaakt van de antwoorden naar de input voor het advies? Het gebruik van een dynamische vragenlijst waarbij antwoorden op bepaalde vragen leiden tot een specifieke vervolgvraag kunnen bijdragen aan een beter beeld over de klant.

Open vragen

Als een vragenlijst bestaat uit open vragen zonder standaardantwoordmogelijkheden (een soort checklist of leidraad voor de adviseur), is het belangrijk dat er in het dossier ook is vastgelegd welke overwegingen (en antwoorden) hebben geleid tot het advies. Het is belangrijk dat de adviseur zijn denkproces vastlegt. Dit gebeurt in de praktijk niet altijd. In dat geval is niet te herleiden op basis van welke overwegingen een adviseur tot een bepaald advies komt.

5 De vertaling naar een klantoplossing

5.1 Van klantbeeld naar oplossing

Een belangrijke rol van de adviseur is het adviseren van een passende (beleggings)oplossing op basis van het klantbeeld. Een passende oplossing is een oplossing die rekening houdt met het risico dat de klant kan dragen en wil lopen en die hem zo goed mogelijk in staat stelt zijn doel te behalen. Als beleggen de meest passende oplossing is, zal de adviseur op basis van het klantbeeld een passende beleggingsportefeuille samenstellen. Om tot een passende beleggingsportefeuille te komen, maakt de adviseur meerdere afwegingen.

Die afwegingen bestaan uit drie stappen:

1. De eerste stap is het bepalen van de passende dienstverlening: vermogensbeheer, beleggingsadvies of execution only, of een tussenvariant. Als een beleggingsonderneming niet de dienst kan verlenen die het best past bij de klant, dan zal de adviseur de klant doorverwijzen naar een andere dienstverlener. Mogelijk is deze afweging in de kennismakingsfase al gemaakt.
2. Als de klant voor beleggingsadvies of vermogensbeheer kiest, is de tweede stap het vaststellen van de strategische asset allocatie op basis van het klantbeeld. Dit houdt in dat de adviseur een keuze maakt voor de verdeling van het te beleggen vermogen over verschillende beleggingscategorieën. Mogelijk is deze keuze direct aan het vastgestelde risicoprofiel gekoppeld.
3. De derde stap is de keuze van individuele financiële instrumenten.

In de praktijk blijkt niet altijd even duidelijk hoe (het risico van) de beleggingsportefeuille aansluit bij de doelstelling en risicobereidheid van de klant. De kwantitatieve onderbouwing ontbreekt bij een deel van de beleggingsondernemingen.

5.2 Stap 1: Bepalen passende (beleggings)dienstverlening

De adviseur bepaalt of de dienstverlening passend is voor de klant

De adviseur dient te beoordelen of de dienstverlening passend is voor de klant. Als een klant kan en wil beleggen, betekent dat niet dat alle vormen van beleggingsdienstverlening geschikt zijn. De adviseur moet bepalen of execution only, beleggingsadvies of vermogensbeheer het meest passend is. De adviseur zal steeds moeten beoordelen of de dienstverlening die hij kan bieden, aansluit bij de behoefte van de klant.

Beleggingsondernemingen die meerdere vormen van beleggingsdienstverlening aanbieden zullen minder vaak 'nee' hoeven te verkopen dan beleggingsondernemingen met één type dienstverlening. Beleggingsondernemingen die dienstverlening bieden gericht op hele specifieke beleggingsstrategieën, bijvoorbeeld beleggingsondernemingen die enkel beleggen in opties, zullen juist weer vaker 'nee' moeten verkopen. Hun dienstverlening zal over het algemeen geschikt zijn voor een beperktere groep mensen (zie hoofdstuk 3 Beleggingsbeleid).

Als er geen geschikte oplossing of beleggingsdienst is, dan verwijst de adviseur de klant door

Er zijn ook klanten voor wie op basis van de doelstelling(en) en risicobereidheid blijkt dat beleggen niet geschikt is. De adviseur moet in dat geval de klant adviseren om niet te beleggen. Wanneer de beleggingsonderneming geen andere geschikte vorm van vermogensopbouw aanbiedt, zal de adviseur de klant moeten doorverwijzen naar een andere dienstverlener.

Belangrijk is dat de adviseur de juiste vragen heeft gesteld om te kunnen bepalen welk type dienstverlening bij de klant past, wat zijn wensen en mogelijkheden zijn. Het gaat dan bijvoorbeeld over de mate waarin de klant behoefte en tijd heeft om zelf te beleggen en zijn portefeuille te beheren. Hoeveel betrokkenheid of invloed wil de klant zelf? Hierbij spelen de kennis en ervaring van de klant ook een rol. Welke mate van ondersteuning heeft hij nodig om tot een beleggingsoplossing te komen? Het is belangrijk dat de adviseur hierover duidelijkheid krijgt en het juiste advies geeft. Uiteraard beslist de klant, maar is het wel de taak van de adviseur om de klant een weloverwogen beslissing te kunnen laten nemen.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

Meneer en mevrouw de Boer hebben de wens om binnen vijf jaar hun hypotheek af te lossen. De adviseur heeft met meneer en mevrouw De Boer uitvoerig gesproken over hun totale financiële positie. De totale hypotheek bedraagt € 200.000. Ze beschikken over een vermogen van € 170.000. Uit berekeningen van de adviseur is gebleken dat meneer en mevrouw De Boer in grote mate afhankelijk zijn van het vermogen dat zij willen beleggen. Ze hebben namelijk niet op een andere wijze vermogen opgebouwd voor de aflossing van hun hypotheek.

De adviseur adviseert meneer en mevrouw De Boer, gelet op de grote mate van afhankelijkheid van het vermogen en het feit dat het gewenste vermogen kan worden bereikt via sparen, om niet te beleggen. Hij raadt hen aan om de € 170.000 tijdelijk op een deposito te zetten.

De adviseur heeft het klantbeeld beoordeeld. Hij maakt hierbij als eerste de afweging welke dienstverlening passend is. In dit geval komt hij tot de conclusie dat beleggen geen passende oplossing is. Gelet op het feit dat het doel van klanten op andere wijze kan worden bereikt en de afhankelijkheid van het eindkapitaal, zal beleggen leiden tot voorzienbare teleurstellingen. De adviseur begrijpt goed dat de oplossing niet centraal moet staan, maar de belangen van de klant.

5.3 Stap 2: Vaststellen strategische asset allocatie

De adviseur kwantificeert het passende rendement en risico

De strategische asset allocatie is de verdeling van het te beleggen vermogen over verschillende beleggingscategorieën. De strategische asset allocatie is één van de meest bepalende factoren voor het risico en rendement van een beleggingsportefeuille.

Om het klantbeeld te vertalen naar een strategische asset allocatie, is het noodzakelijk dat de adviseur het gewenste rendement en het risico dat de klant kan en wil nemen kwantificeert. Dit moet vervolgens aansluiten bij het risico en rendement van de strategische asset allocatie.

Risico en doelrendement kwantificeren

De adviseur heeft informatie over het risico dat de klant kan en wil nemen. Aan de hand van deze informatie kan de adviseur bepalen welk niveau van risico past bij de klant en wat het maximale risico van de portefeuille moet zijn. Belangrijk is dat de strategische asset allocatie een risico heeft dat overeenkomt met het risico dat bij de klant past. Hier is in hoofdstuk 3.5 Beleggingsbeleid al uitgebreid op ingegaan.

Ook het doelrendement en het verwachte rendement van de strategische asset allocatie moeten goed op elkaar aansluiten. Dit bepaalt mede de kans op het behalen van de doelstelling. Het doelrendement van de klant kan de adviseur bepalen door de analyse van het klantbeeld. Bij veel doelstellingen is het van belang rekening te houden met inflatie, omdat die uiteindelijk invloed heeft op de financiële positie van de klant op langere termijn. Ook met fiscale gevolgen en de kosten van de dienstverlening moet de adviseur rekening houden.

Risico en rendement van de beleggingsportefeuille moeten passen bij het klantbeeld

De adviseur zorgt ervoor dat hij een strategische asset allocatie aan de klant adviseert die aansluit bij het klantbeeld. Veel beleggingsondernemingen maken afspraken met de klant over de strategische asset allocatie die wordt aangehouden of de bandbreedte waarbinnen de strategische asset allocatie zich kan bewegen. Belangrijker zijn specifieke afspraken over de mate van risico binnen de beleggingsportefeuille.

De risico's binnen een beleggingsportefeuille zijn gebaseerd op ervaringen uit het verleden. Als door turbulentie op de financiële markten de risico's van beleggingscategorieën in de asset allocatie significant wijzigen dan is het belangrijk dat de adviseur hier rekening mee houdt. Het kan zelfs nodig zijn af te wijken van de strategische asset allocatie. Als de afspraken met de klant geen ruimte bieden om een dergelijke afwijking uit te voeren, dan is het belangrijk dat de adviseur hierover met de klant in gesprek gaat.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

Meneer en mevrouw Smits willen € 130.000 beleggen. Zij willen hieruit 10 jaar lang € 15.000 (gecorrigeerd voor inflatie) per jaar onttrekken als aanvulling op hun inkomen. Meneer en mevrouw Smits willen in één jaar geen verlies groter dan 20% lijden²⁰. De adviseur heeft ook gevraagd welke kans op het niet halen van de doelstelling zij acceptabel vinden. Zij vinden een kans van 30% op het niet behalen van de doelstelling acceptabel. Ze hebben nog € 50.000 aan spaargeld, waarmee zij eventuele tegenvallers kunnen opvangen. Meneer en mevrouw Smits zijn daarom niet in grote mate afhankelijk van het belegde vermogen.

De beleggingsonderneming maakt gebruik van standaard risicoprofielen. Het verwachte risico en rendement binnen de risicoprofielen wordt stapsgewijs opgevoerd door de beleggingsmix aan te passen. De standaarddeviatie heeft de beleggingsonderneming berekend met behulp van de gegevens in het rapport 'VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010'²¹.

Voor het verwachte rendement per beleggingscategorie is de beleggingsonderneming uitgegaan van historische gegevens op de lange termijn van indices die zij per beleggingscategorie heeft geselecteerd. Hiermee is voor verschillende beleggingsmixen het verwachte rendement van de

²⁰ Er moet rekening worden gehouden met het feit dat zich altijd extreme situaties voor kunnen doen. De adviseur zal dit met de klant moeten bespreken.

²¹ VBA Beleggingsprofessionals (VBA) heeft dit rapport eind 2010 gepubliceerd. In dit rapport zijn de standaarddeviaties en correlatiematrix van 17 verschillende beleggingscategorieën opgenomen. Door de standaarddeviaties en correlatiematrix te combineren met de wegingen in de portefeuille van de verschillende beleggingscategorieën kan de standaarddeviatie van de portefeuille berekend worden.

portefeuille berekend.

Op basis van het verwachte rendement en de maximale volatiliteit per beleggingscategorie berekent de beleggingsonderneming per profiel de bandbreedte van jaarlijkse rendementen met een 99% zekerheid²². De beleggingsonderneming komt tot de volgende profielen²³:

Verwacht rendement	Verwacht risico (volatiliteit)	Bandbreedte jaarlijks rendement (met 99% zekerheid)
Profiel 1 3,0% – 4%	0,0% – 4,1%	- 7,1% – 14,1%
Profiel 2 5,0% – 6%	3,7% – 7,0%	- 12,6% – 23,6%
Profiel 3 6,5% – 7,5%	5,4% – 8,9%	- 17,0% – 29,0%
Profiel 4 8,0% – 9,0%	7,8% – 12,3%	- 23,2% – 40,2%
Profiel 5 9,0% – 10%	11,2% – 15,8%	- 31,3% – 50,3%

Door middel van een vergelijking van de risico- en rendementsdoelstelling van meneer en mevrouw Smits met deze profielen stelt de adviseur een passend profiel vast. Aan ieder profiel is een strategische asset allocatie gekoppeld. De adviseur berekent dat voor het behalen van de doelstelling na inflatie een jaarlijks rendement van gemiddeld 3,5% nodig is. De adviseur verwacht een langjarig gemiddelde inflatie van 2%. Dit betekent dat het benodigde brutorendement 5,5% is²⁴. Dit rendement kunnen meneer en mevrouw Smits in profiel 2 en hoger behalen.

Meneer en mevrouw Smits willen in één jaar geen verlies groter dan 20%. De adviseur is van mening dat zij dit risico ook kunnen lopen. In zowel profiel 1, 2 als 3 is er sprake van een lager maximum verlies.

De adviseur heeft aan de hand van scenarioanalyse berekend dat de kans op het behalen van de doelstelling bij profiel 2 53% is. In profiel 3 is de kans op het behalen van de doelstelling 72%.

De kenmerken van profiel 3 sluiten het beste aan. De adviseur beoordeelt ook in welke mate er voor dit profiel sprake is van overige specifieke risico's, zoals een liquiditeitsrisico en debiteurenrisico en in hoeverre dit bij de klant past. Ook bij de keuze van financiële instrumenten zal hij hier rekening mee houden.

Op basis hiervan adviseert de adviseur profiel 3. De bijbehorende asset allocatie is als volgt:

Liquiditeiten	10%	–	15%
Staatsleningen Euro AAA-AA	20%	–	30%
Investment grade Bedrijfsobligaties Euro	10%	–	20%
Investment grade Bedrijfsobligaties niet-Euro	5%	–	10%
Aandelen ontwikkelde markten	15%	–	30%
Aandelen opkomende markten	10%	–	15%
Vastgoed Privaat indirect Europa	0%	–	5%
Hedge funds	0%	–	5%

De beleggingsonderneming monitort doorlopend of het risico van de portefeuille nog aansluit bij de risicobereidheid van de klant. Hierbij berekent de beleggingsonderneming de standaarddeviatie van de portefeuille aan de hand van de werkelijke asset allocatie en de standaarddeviaties zoals gegeven door de VBA. Dit risico is leidend bij de monitoring. De bandbreedte van de asset allocatie is hieraan

²² Dit wordt berekend door de volgende formule: het gemiddelde rendement +/- 2,58 * de maximale standaarddeviatie. +2,58 en - 2,58 zijn de grenswaarden die horen bij het 99%-interval van de standaardnormale verdeling.

²³ De in dit voorbeeld opgenomen profielen en asset allocatie zijn fictief.

²⁴ De kosten voor de beleggingsdienstverlening betalen zij uit andere middelen.

ondergeschikt. De beleggingsonderneming toetst daarnaast periodiek of het doel van de klant nog te realiseren is.

De beleggingsonderneming heeft in dit voorbeeld voor elk van de risicoprofielen de rendementsverwachting en de verwachte volatiliteit berekend. De adviseur vertaalt het klantbeeld naar een gewenst niveau van risico en rendement en kiest op basis hiervan een strategische asset allocatie die hierbij aansluit. Aan de hand van het gekozen profiel kan de beleggingsadviseur de instrumenten kiezen die passen binnen deze assetallocatie. Door middel van het gekozen profiel waarin de rendementsverwachting en verwachte volatiliteit is berekend beschikt de adviseur over het kader waarbinnen hij bewegingsvrijheid heeft om een beleggingsportefeuille samen te stellen dat overeenkomt met de risicobereidheid van de klant.

De adviseur monitort doorlopend of het risico van de portefeuille nog aansluit bij de risicobereidheid van de klant. Als een bepaalde assetcategorie buiten de bandbreedte komt leidt dat niet per definitie tot aanpassingen als het totale risico binnen de beleggingsportefeuille nog overeenkomt met de risicobereidheid van de klant. De adviseur houdt hierbij steeds rekening met de risicobereidheid van de klant. De adviseur betreft bij haar afweging steeds of het doel van de klant nog steeds te realiseren is.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

Meneer De Jong (40 jaar) heeft € 600.000 te beleggen. Hij heeft een rendementsdoelstelling van 6%. Hij heeft aangegeven dat hij onder normale omstandigheden in één jaar maximaal 12,5% verlies accepteert. De adviseur heeft geen beoordeling gemaakt van het risico dat de klant kan dragen.

De adviseur baseert zijn keuze voor het profiel en de bijbehorende strategisch asset allocatie op de rendementsdoelstelling van 6%. De adviseur kiest daarom voor het door de beleggingsonderneming gehanteerde neutrale profiel waar de rendementsverwachting 6% is. In dit profiel wordt voor 40 – 70% in aandelen belegd en voor 30 – 60% in obligaties. De adviseur besteedt hiermee geen aandacht aan het risico dat de klant kan en wil lopen. Bovendien heeft hij geen risicomaatstaf ontwikkeld om het risico van de strategische asset allocatie te bepalen.

De adviseur heeft de volgende portefeuille-indeling geadviseerd:

<i>Aandelen ontwikkelde markten</i>	<i>64,0%</i>
<i>Staatsleningen Euro AAA-AA</i>	<i>15,6%</i>
<i>Investment grade Bedrijfsobligaties Euro</i>	<i>18,5%</i>
<i>Liquiditeiten</i>	<i>1,9%</i>

De standaarddeviatie van deze portefeuille is 11,5%²⁵.

Meneer De Jong heeft aangegeven onder normale omstandigheden in een jaar maximaal 12,5% verlies te willen maken. Onder de aanname van normaal verdeelde rendementen, kan met een 99% zekerheid worden berekend bij welke standaarddeviatie het verlies niet groter zal zijn dan 12,5%²⁶.. Dit resulteert in een standaarddeviatie van ongeveer 7,9%. Uit deze berekening volgt dat de standaarddeviatie van de geadviseerde portefeuille **niet aansluit** bij het risico dat meneer de Jong wil lopen.

²⁵ Gebaseerd op de berekening volgens de eerdergenoemde VBA publicatie.

²⁶ Dit wordt berekend met de volgende formule: $\text{Maximaal verlies met 99\% zekerheid} = \text{verwacht rendement} - 2,33 \cdot \text{standaarddeviatie}$. -2,33 is de grenswaarde die hoort bij het eenzijdige 99%- interval van de standaard normale verdeling.

5.4 Stap 3: Selectie van financiële instrumenten

De adviseur kent de kenmerken, kosten en risico's van financiële instrumenten en selecteert instrumenten die passen bij de klant

Na het vaststellen van de strategische asset allocatie selecteert de adviseur de individuele financiële instrumenten. Per beleggingscategorie wordt bepaald welke instrumenten worden geadviseerd of aangekocht. Daarbij zullen de kenmerken van de financiële instrumenten worden meegenomen. In Hoofdstuk 3 Beleggingsbeleid en de bijlagen zijn verschillende aandachtspunten bij deze selectie beschreven.

5.4.1 Aan welke risico's wordt de belegger blootgesteld

Met de keuze voor de strategische asset allocatie is op het niveau van beleggingscategorieën een eerste keuze gemaakt met betrekking tot de risico's die de klant loopt met zijn beleggingsportefeuille. De selectie van specifieke individuele instrumenten kan extra risico's voor de belegger met zich mee brengen. Deze risico's kunnen ook ontstaan door de combinatie van bepaalde instrumenten in de portefeuille. Een aantal van deze risico's kan elkaar ook versterken. Het is van belang dat de adviseur zich een beeld vormt van deze specifieke risico's.

De volgende risico's zijn in ieder geval van belang om te beoordelen:

- **Concentratierisico**
Dit risico ontstaat door een gebrek aan spreiding binnen een beleggingscategorie. Dit geldt niet alleen voor de spreiding over verschillende titels, maar ook over sectoren en regio's.
- **Liquiditeitsrisico**
Dit risico ontstaat als de belegging in financiële instrumenten (binnen een fonds) minder gemakkelijk te verkopen zijn. De klant kan hierdoor in de problemen komen als hij wil of moet verkopen.
- **Tegenpartijrisico**
Als meerdere financiële instrumenten worden gebundeld in een (nieuw) product of een product gebruik maakt van derivaten, loopt de belegger het risico dat de tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. Dit risico wordt tegenpartijrisico genoemd en is bijvoorbeeld aanwezig bij gestructureerde producten, synthetische ETF's en verzekeringen met een beleggingscomponent. Hieronder valt ook het risico dat de belegger loopt op het niet betalen van couponrentes of het verlies van ingelegde gelden.
- **Valutarisico**
Bij het kopen van beleggingen die genoteerd zijn in een andere valuta dan de euro loopt de belegger valutarisico. Dit betekent dat de portefeuille volatieler kan zijn dan wanneer soortgelijke beleggingen in euro's worden aangehouden. Binnen sommige financiële instrumenten wordt dit risico afgedekt, maar dat geldt niet voor alle financiële instrumenten.

Trends: "Goudgerande" beleggingen

Beleggers worden soms zeer sterk gedreven door emoties. Op deelmarkten kunnen trends worden waargenomen waarvan niet duidelijk is of die worden gedreven door een fundamentele verandering in de vraag of door het volgen van een trend door een grote groep beleggers. Zo is er de afgelopen tijd veel te doen geweest over sterk gestegen prijs van goud en de motivatie om in goud te beleggen. Het is belangrijk dat beleggingsondernemingen en adviseurs de ontwikkelingen op de financiële markten goed volgen en zich zelfstandig een mening vormen over deze trends. Ze zullen na moeten gaan in hoeverre deze trends passen bij hun klanten. De beleggingen die hieraan zijn gekoppeld, zouden slechts in de portefeuille van een klant opgenomen moeten worden wanneer de beleggingsonderneming ervan overtuigd is dat ze waarde toevoegen voor de klant.

Als de beleggingsonderneming of de adviseurs van oordeel zijn dat bepaalde instrumenten voor haar

klanten ongeschikt zijn of niet passen binnen de beleggingsstrategie dan zou een adviseur dit goed moeten kunnen beargumenteren. Van belang is dan hoe wordt omgegaan met klanten die zelf initiatief nemen en deze instrumenten in de portefeuille op willen nemen. De adviseur zou op zijn minst moeten kunnen aangeven waarom hij dergelijke instrumenten afraadt. Als de klant vervolgens in een adviesrelatie vervolgens toch besluit deze 'goudgerande' beleggingen in de portefeuille op te nemen, dan is hij in elk geval gewaarschuwd.

5.4.2 Fondsen of individuele titels

Bij het invullen van een beleggingscategorie heeft de adviseur de keuze tussen het beleggen in fondsen en in individuele titels. Welke keuze wordt gemaakt kan per beleggingscategorie en ook binnen een beleggingscategorie verschillen. Die keuze kan afhankelijk zijn van de marktomstandigheden. De keuze die de adviseur maakt, zal ook moeten aansluiten bij het klantbeeld. Het voordeel van een beleggingsfonds is dat een klant met een lager vermogen beter in staat is gespreid te beleggen. Het nadeel kan zijn dat sommige fondsen geen dividend en couponrente uitkeren. Dit zal bijvoorbeeld van belang zijn voor een klant die inkomen uit zijn portefeuille wil ontvangen. De afweging is steeds welk alternatief het beste bij de klant past en de beste risico-rendementsverhouding oplevert.

5.4.3 Actief of passief beheerde financiële instrumenten

Wanneer wordt gekozen voor beleggen in beleggingsfondsen, maakt de adviseur vervolgens een keuze tussen actief en passief beheerde financiële instrumenten. Ook bij deze afweging zal de adviseur moeten aansluiten bij de kenmerken van de klant.

De adviseur moet kunnen aantonen dat hij in het adviesproces een gedegen afweging heeft gemaakt tussen actief en passief beleggen en waarom voor actief, passief dan wel een combinatie van beide is gekozen. Ook zal de adviseur de klant zowel vooraf informeren over de achtergrond van de afweging tussen actief en passief beleggen, als achteraf over de impact van de afweging.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

Meneer en mevrouw De Vries zijn erg enthousiast over private equity. Zij hebben van hun buurman gehoord dat daar veel rendement mee behaald kan worden en willen daarom een groot deel van hun vermogen beleggen in beleggen. De adviseur heeft echter opgemerkt dat meneer en mevrouw De Vries de aankomende 15 jaar geld uit hun portefeuille moeten onttrekken om hun pensioeninkomen aan te vullen. De adviseur adviseert daarom om voor liquide beleggingen te kiezen. Private equity kent vaak een groot liquiditeitsrisico. Dit kan betekenen dat beleggingen niet gemakkelijk of niet tegen een goede prijs verkocht kunnen worden. Daarom zijn deze beleggingen, in de ogen van de adviseur, niet in grote mate aan te raden voor meneer en mevrouw De Vries.

De adviseur adviseert om een groot deel van de portefeuille in obligaties te beleggen. Hiermee kunnen meneer en mevrouw De Vries in hun inkomensbehoefte voorzien.

De adviseur houdt rekening met de doelstelling van de klant. Hij kiest voor instrumenten die aansluiten bij de inkomensdoelstelling van de klanten. Uiteraard houdt hij bij de selectie van de obligaties ook rekening met de risicobereidheid van de klant. Hij legt daarnaast uit waarom het niet verstandig is om een groot deel van de portefeuille te beleggen in private equity.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

Mevrouw Visser heeft een vermogen van € 60.000 belegd. Zij heeft geen overig vermogen. Zij wil in één jaar geen verlies groter dan 5% maken. Het vermogen wordt belegd volgens een actieve aandelenstrategie waarbij individuele aandelen geselecteerd worden. Dit zijn aandelen waarvan de beleggingsonderneming vindt dat die op dit moment te laag geprijsd zijn. Wanneer de koers van die aandelen na aankoop stijgt, kan de belegger winst realiseren. Om de transactiekosten te beperken, neemt het aantal aandelen waarin wordt belegd toe met de toename van het belegd vermogen. Voor mevrouw Visser heeft dit tot gevolg dat zij in negen individuele aandelen belegt, met allocatiepercentages van 7 tot 15%. Door 15% van haar vermogen in één aandeel te beleggen loopt mevrouw Visser een groot risico wanneer één van deze aandelen een grote koersdaling doormaakt.

Door het beleggen in een beperkt aantal aandelen loopt de klant meer risico dan het marktrisico. Als één van de aandelen een grote koersdaling doormaakt, betekent dit een groot verlies voor mevrouw Visser.

De wetenschap is het er niet over eens wat het minimale aantal aandelen is waarin belegd moet worden om optimaal gebruik te maken van de diversificatievoordelen. Een van de eerste publicaties hierover is van Evans en Archer²⁷. Hierin worden twijfels geuit bij de economische rechtvaardiging om meer dan tien aandelen in een portefeuille op te nemen, omdat de diversificatievoordelen bij meer dan tien aandelen zeer sterk afnemen. Statman²⁸ vergelijkt de opbrengsten van diversificatie met de kosten en komt tot de conclusie dat de opbrengsten tegen de kosten opwegen bij 30 of 40 aandelen (voor verschillende typen beleggers). In 2004 maakt hij een voorzichtige schatting dat het minimale aantal aandelen zelfs 300 is²⁹. Hoewel dus niet te zeggen is wat het minimale aantal aandelen in een portefeuille is, kan wel beargumenteerd worden dat voor een defensieve belegger een geconcentreerde portefeuille een hoog risico met zich brengt. In dit geval zou een betere spreiding over meerdere titels of het opnemen van een gespreid beleggingsfonds of ETF het risico dat mevrouw Visser loopt kunnen beperken. Bij deze afweging moet de adviseur ook de kostencomponenten en risicokenmerken van deze alternatieven betrekken.

5.5 Vastlegging en toelichten advies

De adviseur legt het advies met onderbouwing en overige afspraken met de klant vast

De adviseur dient het klantbeeld en het advies goed vast te leggen. Hierbij moet de adviseur voldoende aandacht besteden aan de onderbouwing van het advies. Uit deze onderbouwing moet duidelijk zijn waarom de adviseur heeft gekozen voor een bepaald profiel, een bepaalde asset allocatie en/of bepaalde financiële instrumenten. Hierbij sluit de adviseur aan bij het klantbeeld. De adviseur licht dit ook aan de klant toe. Hierdoor wordt voor de klant duidelijk waarom de adviseur een bepaald advies geeft. Bij voorkeur worden deze overwegingen in een adviesrapport opgenomen, zodat de klant ook na verloop van tijd de oorspronkelijke keuzes kan nalezen.

²⁷ Evans, J.L., and S.H. Archer, 1968, 'Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis', *Journal of Finance* 23, 761-767.

²⁸ Statman, M., 1987, 'How many stocks make a diversified portfolio?', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 353-363.

²⁹ Statman, M., 2004, 'The Diversification Puzzle', *Financial Analyst Journal*, 60, 44-53.

Ook is het belangrijk dat de adviseur alle afspraken vastlegt die hij met de klant maakt. Als de wensen van de klant veranderen of de afspraken wijzigen, wordt in de vastlegging gerefereerd aan de eerder gemaakte afspraken. Hiermee wordt voorkomen dat meerdere mogelijk tegenstrijdige afspraken worden gemaakt, zonder dat duidelijk is welke afspraak leidend is. Dit kan in de toekomst problemen voorkomen. Deze informatie heeft de adviseur ook nodig voor het monitoren van de portefeuille. De informatie is bovendien nodig voor het geval de klanten ooit worden overgedragen aan een andere adviseur.

6 Doorlopende (na)zorg

6.1 Doorlopende monitoring van risico en doel van beleggingsportefeuilles noodzakelijk

Nazorg is gericht op de vraag of de klant zijn doel haalt in lijn met het risico dat hij kan dragen en wil lopen

Beleggingsadvies en vermogensbeheer eindigen niet na het tekenen van de beheerovereenkomst of het geven van het advies. De adviseur moet er doorlopend voor zorgen dat de beleggingsportefeuille blijft passen bij het doel van de klant, zijn situatie, het (maximale) risico dat hij kan dragen en wil nemen en de afspraken die met hem zijn gemaakt. Dit is een essentieel onderdeel van een zorgvuldig beleggingsproces, omdat voorzienbare teleurstellingen op die manier voorkomen kunnen worden. In de huidige omstandigheden met zeer volatiele markten en een grote mate van onzekerheid is het belang van goede monitoring alleen maar toegenomen. De doelstelling van de klant zou bij de monitoring centraal moeten staan. Uit het verkennende onderzoek is gebleken dat veel beleggingsondernemingen hier meer aandacht aan kunnen besteden.

Er zijn verschillende vormen van monitoring. Sommige beleggingsondernemingen kiezen ervoor dit op individueel portefeuilleniveau uit te voeren. Andere beleggingsondernemingen hebben een geautomatiseerd monitoringsysteem. Het is belangrijk dat de monitoring niet alleen gericht is op de beleggingsportefeuille, maar dat het klantbeeld ook regelmatig wordt geactualiseerd. Het veranderde klantbeeld kan vervolgens aanleiding zijn om de beleggingsportefeuille aan te passen.

De klant zal regelmatig geïnformeerd worden over de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille in relatie tot zijn doelstelling. Dit gebeurt aan de hand van periodieke rapportages waarin onder andere de waarde, samenstelling en het rendement van de beleggingsportefeuille zijn opgenomen. De beleggingsonderneming verstrekt ook inzicht in de totale kosten en de ontvangen dividenden. Voor vermogensbeheer zijn rapportages verplicht³⁰. Daarnaast dient de beleggingsonderneming gedurende de looptijd andere informatie te verschaffen, afhankelijk van de soort dienstverlening³¹. Naast de wettelijk verplichte informatie biedt deze rapportage voor de beleggingsonderneming een goede mogelijkheid om aanvullende informatie voor de klant op te nemen. In paragraaf 6.3 wordt hierop in gegaan.

6.2 Monitoring

Bij een zorgvuldig adviesproces worden het risico van de portefeuille, de doelstelling en de eventuele afgesproken beleggingsrestricties gemonitord. De adviseur stelt de klant op de hoogte van de aspecten die onderdeel uitmaken van de monitoring.

Monitoren van het doel

De adviseur bewaakt de haalbaarheid van het doel van de klant

Het belangrijkste risico voor een klant bij beleggingsadvies en vermogensbeheer is dat hij zijn doel niet haalt. Dit geldt zeker als de klant in grote mate afhankelijk is van het behalen van dit doel, bijvoorbeeld bij een inkomens-, aflos- of pensioendoelstelling. Ook in andere gevallen kan het niet behalen van het beoogde doel tot grote teleurstellingen leiden. De adviseur bewaakt daarom hoe het vermogen van de klant zich ontwikkelt ten opzichte van het beoogde doel. De adviseur stelt de portefeuille bij of geeft adviezen die de kans vergroten om het doel te halen. Dit gebeurt uiteraard

³⁰ De wettelijk verplichte informatie die de beleggingsonderneming bij vermogensbeheer dient te verstrekken aan de klant is opgenomen in artikel 70 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo).

³¹ Zie onder andere artikel 69, 71, 71a BGfo.

binnen de kaders (risico van de portefeuille en eventuele beleggingsrestricties) die met de klant zijn afgesproken. Als blijkt dat de kans dat een klant zijn doel gaat behalen erg klein is, dan zal de adviseur dit met de klant bespreken en eventueel schriftelijk bevestigen. Dit kan betekenen dat de klant zijn doel moet bijstellen, er meer risico genomen moet worden (als de klant dit wil en kan dragen) of de inleg verhoogd moet worden. Als het doel sneller gerealiseerd lijkt te worden, kan het natuurlijk ook betekenen dat het risico van de portefeuille kan worden verminderd of het behaalde rendement te gelde kan worden gemaakt.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

De adviseur beoordeelt jaarlijks hoe het vermogen van meneer en mevrouw Smits zich ontwikkelt ten opzichte van hun doelstelling. De doelstelling is een jaarlijkse onttrekking van € 15.000 voor een termijn van 10 jaar. Dit vraagt om een gemiddeld rendement van 5,5%. Wegens tegenvallende beleggingsresultaten is de kans dat meneer en mevrouw Smits hun doel gaan behalen sterk afgenomen. De adviseur neemt daarom contact met hen op. Hij bespreekt met hen de mogelijke acties om hun inkomensdoelstelling toch te kunnen behalen. In een dergelijke situatie zijn er de volgende opties: de inleg verhogen, meer risico nemen met de portefeuille of het doelvermogen naar beneden bijstellen. De adviseur bespreekt deze opties met meneer en mevrouw Smits. Omdat zij gelet op hun draagkracht, niet meer risico met de portefeuille kunnen lopen, hebben zij de keuze tussen de inleg verhogen of het doelvermogen naar beneden bijstellen.

De adviseur signaleert tijdig dat de vermogensontwikkeling van de klanten achterblijft bij de doelstelling. Hij bespreekt dit met de klanten en legt hen de verschillende mogelijkheden voor om hun inkomensdoelstelling toch te kunnen behalen.

Monitoren van het risico

De adviseur zorgt ervoor dat het risico van de portefeuille blijft passen bij de klant

Bij het monitoren van de portefeuille zorgt de adviseur er voortdurend voor dat het risico van de portefeuille blijft passen bij het risico dat de klant kan en wil lopen met zijn beleggingsportefeuille. De beleggingsonderneming zal hiervoor een risicomaatstaf moeten hebben met een bepaalde bandbreedte.³² Het monitoren van risico op basis van uitsluitend de verdeling in beleggingscategorieën is daarbij niet voldoende. Marktonwikkelingen kunnen namelijk leiden tot veranderde risico's binnen specifieke beleggingscategorieën. Een waardedaling of -stijging van een bepaalde beleggingscategorie kan er bovendien toe leiden dat de beleggingscategorieën een andere verhouding krijgen binnen de portefeuille, waardoor ook het risico van de portefeuille verandert en soms niet meer binnen de risicobandbreedte past. Het is dus belangrijk dat de adviseur het daadwerkelijke risico in de portefeuille volgt.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

De beleggingsonderneming hanteert zes risicoprofielen. Voor deze zes risicoprofielen is het verwachte rendement en het verwachte risico (op basis van volatiliteit) vooraf bepaald. De adviseur toetst aan de hand van de standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille of het risico hiervan nog overeenkomt met het risico dat de klant kan en wil nemen (vastgelegd in zijn risicoprofiel). De adviseur beoordeelt daarnaast ook of er sprake is van andere risico's die van invloed zijn op de beleggingsportefeuille van de klant, zoals het renterisico bij de obligaties in de portefeuille. Als het risico niet overeenkomt met het klantbeeld onderneemt de adviseur hierop actie.

³² Zie paragraaf 5.3.

De beleggingsonderneming werkt met een maatstaf voor risico. Aan de hand hiervan beoordeelt de adviseur periodiek of het risico van de portefeuille van de klant blijft aansluiten bij het risico dat hij kan en wil nemen. De adviseur houdt hierbij ook rekening met andere risico's. Bij afwijkingen onderneemt hij gepaste actie.

Monitoren van beleggingsrestricties

Adviseurs zullen ook specifieke afspraken maken met de klant over de invulling van de beleggingsportefeuille. Er kan bijvoorbeeld worden afgesproken dat bepaalde beleggingscategorieën of bepaalde instrumenten binnen een beleggingscategorie, zoals bepaalde regio's of thema's, worden uitgesloten. Deze afspraken worden veelal vastgelegd in de overeenkomst die met de klant is afgesloten of, als zij op een later tijdstip worden overeengekomen in een aparte bijlage. De adviseur bewaakt voortdurend of deze afspraken worden nagekomen.

6.3 Informeren van klanten tijdens de dienstverlening

De adviseur geeft de klant inzicht in zijn vermogensontwikkeling ten opzichte van doelstelling

De klant ontvangt periodiek een rapportage over de beleggingsdienstverlening met de stand van zaken van zijn beleggingsportefeuille. Het doel van deze rapportages is tweeledig. Aan de ene kant is de rapportage, in ieder geval bij vermogensbeheer, een verantwoording van de werkzaamheden van de beleggingsondernemingen en de toegevoegde waarde voor de klant. Aan de andere kant geeft het de klant inzicht in de beleggingsresultaten en de stand van zaken rondom het behalen van zijn doelstelling. Op basis van de rapportage bespreekt de adviseur met de klant of actie gewenst is in het licht van de te bereiken doelstellingen. In veel rapportages wordt de behoefte van de klant onvoldoende meegenomen. Hiermee worden belangrijke kansen gemist. De rapportage is bij uitstek een geschikt instrument om de klant te informeren over de bereikte resultaten en de toegevoegde waarde van de dienstverlening.

De AFM vindt het wenselijk dat klanten in ieder geval over de volgende punten worden geïnformeerd. Dit staat los van de wettelijke verplichting die geldt voor rapportages.

- Beleggingsresultaat, oftewel de groei van het vermogen in bedragen en in procenten. Het percentage moet het nettorendement uitdrukken, dus na aftrek van alle directe en indirecte kosten;
- Inzicht in het behalen van de doelstelling, waarbij wordt ingegaan op de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille ten opzichte van de doelstelling en de kans dat de doelstelling kan worden gerealiseerd.
- Verdeling van het vermogen over beleggingscategorieën. Het rapporteren van alleen de verdeling op basis van aandelen, obligaties, liquiditeiten en overige is te beperkt. Binnen deze categorieën kunnen de (verschillen in) risico's namelijk erg groot zijn, zonder dat de klant dit in de gaten heeft. Een specifieke indeling van de beleggingscategorieën doet meer recht aan de risico's van verschillende financiële instrumenten.³³ Zo heeft het voorbeeld in paragraaf 3.4 laten zien dat de indeling van perpetuele leningen in de categorie obligaties tot andere inzichten leidt dan als deze zouden zijn ingedeeld bij zakelijke waarden.
- Verdeling van het vermogen over verschillende sectoren, regio's en thema's. Hiermee krijgt de klant inzicht in de spreiding van zijn portefeuille.

³³ Zie bijvoorbeeld de indeling die is voorgesteld door de VBA 'VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010'.

- Risico van de portefeuille (bijvoorbeeld aan de hand van de standaarddeviatie). Hiermee krijgt de klant inzicht in het risico waaraan zijn portefeuille wordt blootgesteld.
- Transacties, stortingen, onttrekkingen, inkomsten en uitgaven. Deze informatie geeft een deel van de werkzaamheden van de beleggingsonderneming weer en een overzicht van de eigen activiteiten van de klant.
- Kostenspecificatie. Kosten zijn relevant in het licht van de te bereiken doelstellingen. De kosten die met beleggen gepaard gaan, gaan ten koste van het (netto)rendement. Als de kosten alleen in bedragen worden vermeld, is het lastig voor klanten om te zien welk kostenpercentage van het rendement moet worden afgetrokken. Het is dan ook belangrijk dat de kosten zowel in bedragen als in percentages worden genoemd. Om de klant maximaal inzicht te geven in de kosten is het belangrijk dat ook een specificatie wordt gegeven van de verschillende kostensoorten.

6.4 Inzicht in het behalen van de doelstelling

Het is belangrijk dat de klant gedurende de periode van dienstverlening inzicht heeft in de mate waarin hij op koers ligt om zijn doel te behalen. De beleggingsonderneming kan zo beter inspelen op de verwachtingen van de klant.

Om dit inzicht te geven, is het belangrijk dat er in de informatie een koppeling wordt gemaakt tussen de doelstelling van de klant en de beleggingsresultaten. Dit kan door de resultaten expliciet af te zetten tegen de beoogde doelstelling (in rendementen). Daar waar sprake is van een doelbedrag (hypotheek, pensioen of een consumptieve besteding) kan aan de hand van enkele scenario's voor de klant inzichtelijk worden gemaakt in hoeverre zijn doelstelling nog haalbaar is. Het is wenselijk de koppeling tussen doelstelling en beleggingsresultaten periodiek in een (evaluatie)gesprek met de klant te bespreken en hierop indien nodig actie te ondernemen.

6.5 Periodiek evalueren klantbeeld en dienstverlening

Om ervoor te kunnen zorgen dat de beleggingsportefeuille blijft passen bij de klant is een actueel klantbeeld noodzakelijk. De situatie van de klant kan namelijk veranderen, door bijvoorbeeld een gewijzigde inkomenssituatie, samenlevingssituatie, scheiding of overlijden. Ook kunnen er externe factoren zijn die van invloed zijn op de wensen van de klant (bijvoorbeeld een slecht beursjaar). Deze veranderingen en factoren kunnen van invloed zijn op bijvoorbeeld de haalbaarheid van zijn doelstelling en kunnen aanleiding zijn om contact op te nemen met de klant. De adviseur zal steeds de beoordeling moeten maken of de gewijzigde omstandigheden aanleiding geven tot het aanpassen van de portefeuille.

De adviseur zal bij aanvang van de dienstverlening daarom afspraken maken over periodiek contact met de klant om de dienstverlening en het klantbeeld te evalueren. De AFM acht het daarbij wenselijk dat er minimaal jaarlijks een evaluatie van het klantbeeld en de dienstverlening plaatsvindt.

Bijlage 1: Toelichting standaarddeviatie

Wat is de standaarddeviatie?

De standaarddeviatie is een maatstaf die weergeeft in hoeverre een variabele fluctueert. De standaarddeviatie van rendementen geeft weer wat de volatiliteit is van de rendementen in het verleden en is daarmee een maatstaf voor het risico.

De standaarddeviatie zegt iets over de volatiliteit in het verleden. De standaarddeviatie geeft in een gespreide portefeuille een indicatie van de risico's die een belegger loopt, maar het is geen ideale maatstaf. Bij het hanteren van de standaarddeviatie zou daarom rekening moeten worden gehouden met het volgende:

- De standaarddeviatie is gebaseerd op de beweeglijkheid van de koersen in het verleden. Dit is een indicatie voor de beweeglijkheid in de toekomst, maar geen garantie.
- De standaarddeviatie gaat uit van rendementen die een normale verdeling volgen. In werkelijkheid zijn rendementen niet normaal verdeeld, en is de kansverdeling in de staarten groter dan op basis van de normale verdeling verwacht mag worden. Hierdoor wordt de kans op extreme uitkomsten te laag ingeschat op basis van alleen de standaarddeviatie.
- De standaarddeviatie gaat uit van een gespreide beleggingsportefeuille. Een minder gespreide beleggingsportefeuille kent veelal een hoger risico.
- De standaarddeviatie gaat uit van een lange beleggingshorizon. Hoe korter de (resterende) beleggingshorizon en hoe beweeglijker de koersen, hoe minder tijd er is om slechte rendementen te compenseren met goede rendementen.
- Een aantal beleggingscategorieën kent ook andere risico's die niet in de standaarddeviatie tot uiting komen. Hier dient de beleggingsonderneming rekening mee te houden in de beoordeling van het risico.

Bijlage 2: Selectie financiële instrumenten

In deze bijlage wordt een aantal belangrijke afwegingen beschreven die de beleggingsonderneming ondersteunen bij het selecteren van financiële instrumenten. De selectie van financiële instrumenten kan zowel op centraal als op decentraal niveau plaatsvinden. In beide gevallen zijn onderstaande criteria van toepassing.

- *Het mandaat van het financiële instrument*

Om meer inzicht te krijgen in de mogelijke toegevoegde waarde van een financieel instrument en de passendheid binnen de portefeuille van de klant is het belangrijk om te weten wat het mandaat van het instrument is.

Bij een beleggingsfonds is bijvoorbeeld de beleggingsstrategie van een fonds van belang. Op basis van het mandaat van het beleggingsfonds kan de beleggingsonderneming beoordelen in welke mate het fonds blootgesteld is of kan worden aan bepaalde markten en risico's. Hieronder valt de blootstelling aan bepaalde sectoren, regio's of valuta, het liquiditeitsrisico en overige risico's en het gebruik van derivaten of leverage.

Bij een ETF moet in ieder geval duidelijk zijn welke index de ETF volgt. Er bestaat ook een aantal varianten op het nauwkeurig volgen van de index, zoals enhanced indexing, leveraged indexing of inverse indexing. Deze varianten kennen een ander risico en rendement. Daarom is het belangrijk om te achterhalen wat het mandaat is van de ETF en wat dit betekent voor het verwachte rendement en risico voor de belegger.

- *Track record*

Bij de selectie van een financieel instrument verwacht de beleggingsonderneming dat het een positieve bijdrage kan leveren aan het rendement van de beleggingsportefeuille of reductie van het risico. Toekomstig rendement is nooit te voorspellen. Toch kunnen prestaties in het verleden wel een indicatie zijn van de mate waarin een instrument erin slaagt om een relatief positief rendement te behalen dat in verhouding staat tot de risico's van het instrument. Ook de resultaten die een instrument in een slechtere markt behaalt, kunnen een indicatie van de toegevoegde waarde geven. Indicatoren zoals de informatieratio of alpha kunnen behulpzaam zijn bij het meten van het track record. Wanneer een instrument slechts een korte historie heeft, heeft het gebruik van historische rendementen minder waarde.

Hoe goed een ETF slaagt in het volgen van de markt blijkt uit de tracking error. Hoe kleiner de tracking error is, hoe dichter de ETF bij het rendement van de index blijft. Afwijkingen van de index kunnen ontstaan door bijvoorbeeld beleggingskosten, sampling, het belastingregime voor dividenden en kasposities.

- *De kostenstructuur*

De kostenstructuur van een financieel instrument heeft een grote invloed op het rendement dat behaald kan worden voor de klant, omdat de kosten ten laste van het rendement worden gebracht. Het verwachte rendement zal dan ook zodanig moeten zijn dat er na kosten van het fonds voldoende rendement overblijft.

Om de kosten goed te kunnen beoordelen is het belangrijk dat alle relevante kosten worden betrokken. Dit concept wordt 'total cost of ownership' (TCO) genoemd. Om deze kosten in beeld te brengen kan onderscheid gemaakt worden tussen de interne en externe kosten.

De interne kosten zijn alle kosten en eventuele opbrengsten die binnen het instrument worden gemaakt. Bij een beleggingsfonds of ETF geeft de Total Expense Ratio (TER) een groot deel van de kosten weer. De TER wordt achteraf berekend. De TER bestaat voor het grootste gedeelte uit de

beheervergoeding die vooraf bekend is. Eventuele performance fees maken ook deel van uit van de TER, maar zijn afhankelijk van de prestaties van het fonds en zijn daarom pas achteraf bekend. Een derde onderdeel van de TER is de operationele kosten. Transactiekosten zijn niet opgenomen in de TER, maar komen ook ten laste van het fonds en behoren daarom ook tot de interne kosten. Voor een indicatie van de totale transactiekosten is het belangrijk om ook aandacht te besteden aan de zogenaamde portfolio turnover rate. Eventuele opbrengsten uit securities lending worden van de interne kosten afgetrokken.

Externe kosten zijn de kosten die de belegger maakt bij de aan- of verkoop van het instrument. Voorbeelden van deze kosten zijn handelskosten (gereflecteerd in de bid-ask spread), kosten voor het creëren of opheffen/afkopen van stukken en broker fees.

- *Liquiditeit*

De liquiditeit van een financieel instrument is de maatstaf voor hoe gemakkelijk erin gehandeld kan worden. Voor individuele effecten of beleggingsfondsen wordt de liquiditeit bepaald door het handelsvolume. Voor ETF's is niet het handelsvolume in de ETF het meeste bepalend; de ondergrens van de liquiditeit wordt bepaald door de liquiditeit van de onderliggende waarden.

Wanneer een instrument een slechte liquiditeit heeft, loopt de belegger bij aan- of verkoop een groter risico dat hij niet tegen een redelijke prijs kan handelen. Hierdoor kan de belegger geld verliezen.

- *Tegenpartijrisico*

Tegenpartijrisico is het risico dat een tegenpartij is een financiële transactie zijn verplichtingen niet kan nakomen. Dit risico kan bij meerdere financiële instrumenten een rol spelen. Bij beleggingsfondsen en ETF's op basis van *fysieke replicatie* loopt de belegger tegenpartijrisico wanneer er sprake is van securities lending³⁴. Bij ETF's die door middel van *synthetische replicatie* worden samengesteld loopt de belegger tegenpartijrisico op de tegenpartij van de swaptransactie. Bij gestructureerde producten loopt de belegger tegenpartijrisico op de uitgevende instelling.

De kredietwaardigheid van de tegenpartij is een belangrijke bepalende factor voor de mate van tegenpartijrisico. Bij securities lending of swaptransacties is een van de belangrijkste risicobeperkende maatregelen het in onderpand geven van andere bezittingen aan het beleggingsfonds of de ETF. In hoeverre dit onderpand het risico beperkt ligt aan de kwaliteit van dit onderpand (de liquiditeit, het risico op koersverlies, etc.) en de hoeveelheid onderpand die ten opzichte van de verplichtingen wordt aangehouden.

- *Risicobeheer*

De beleggingsonderneming zal een beeld moeten hebben van de risico's waaraan het financiële instrument wordt blootgesteld en de maatregelen die zijn genomen om deze risico's te beheersen. In hoeverre is het instrument bijvoorbeeld gefinancierd door middel van vreemd vermogen en welke maatregelen zijn hiervoor getroffen? Is er sprake van adequaat toezicht?

- *Structuur en personeel*

De structuur van een beleggingsfonds geeft inzicht in de mogelijke (indirecte) risico's die men loopt door te beleggen in het fonds. Denk hierbij aan onderwerpen als de vestigingsplaats van het fonds, de structurering (bijvoorbeeld open end- versus closed end, verhandelbaarheid en opschortingsmogelijkheden van de in-/verkoop). Voor de continuïteit (van de goede resultaten) van

³⁴ Bij securities lending worden de aangekochte beleggingen tijdelijk uitgeleend aan andere beleggers. De doelstelling hiervan is het genereren van extra opbrengsten door de vergoeding die de leners van de stukken betalen.

het fonds en de fondsbeheerder zijn vooral personele onderwerpen een belangrijk aandachtspunt, zoals de samenstelling van het beleggingsteam, het verloop van personeel, de afhankelijkheid ten aanzien van één persoon (key man risk), de kennis en ervaring van de fondsbeheerder, de reputatie van het fonds en de kwaliteit van de service-providers (de administrateur, bewaarder en accountant).

Bijlage 3: Selectie alternatieve beleggingen

In deze bijlage wordt een aantal risico's besproken die gepaard gaan met alternatieve beleggingen. De beleggingsonderneming en adviseur zouden bij de selectie van alternatieve beleggingen voor ogen moeten hebben of deze risico's passen bij de klant.

- *Verhandelbaarheid*

Een aantal alternatieve beleggingen is minder liquide dan de traditionele beleggingscategorieën. Zo kennen hedge funds vaak een zogenaamde 'lock-up periode', waarbinnen beleggers hun geld niet uit het fonds kunnen halen. Deze kan variëren van een paar maanden tot een aantal jaar. Bij private equity zal het geld ook voor een langere periode vaststaan. Voor beide beleggingen bestaat een secundaire markt. Het grootste risico dat hier bestaat is dat in crisissituaties op deze markt de liquiditeit snel opdroogt, waardoor de klant de beleggingen niet of alleen tegen een zeer slechte prijs kan verkopen.

De verhandelbaarheid van beleggingen in vastgoed verschilt. Deze wordt door verschillende factoren bepaald. Eén van de factoren die de verhandelbaarheid van een vastgoedfonds bepaalt, is of het fonds op verzoek van deelnemers periodiek deelnemingsrechten inkoop of niet. Vastgoedfondsen die direct in vastgoed beleggen zullen in het algemeen niet periodiek deelnemingsrechten inkopen omdat de belegging in vastgoed niet liquide is. Als een vastgoedfonds geen deelnemingsrechten inkoop kan een belegger zijn vastgoedbelegging alleen verhandelen op de secundaire markt met andere beleggers. Het opdrogen van de secundaire markt is dan een risico. Beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn over het algemeen makkelijker te verhandelen dan niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen, maar ook hier is de liquiditeit bepalend voor de prijsvorming.

- *Kosten*

Vooraf bij beleggingen in hedge funds en private equity zijn de kosten een stuk hoger dan bij beleggingen in traditionele beleggingsfondsen. Dit komt doordat de management fees gemiddeld hoger zijn en gebruik gemaakt wordt van performance fees. Bij private equity en hedgefunds wordt ook gebruik gemaakt van 'fund of funds'. Deze bieden een betere spreiding, maar voegen ook een extra kostenlaag toe omdat wordt belegd in een fonds dat weer belegt in andere fondsen. Hogere kosten drukken vanzelfsprekend op de rendementen die behaald kunnen worden. Dit betekent dat een hoger rendement behaald moet worden dan in een actief of passief aandelen- of obligatiefonds om op een gelijk nettorendement uit te komen. Een hoger rendement gaat gepaard met meer risico. De beleggingsonderneming zal daarom bij alternatieve beleggingen kritisch moeten zijn ten aanzien van het nettorendement en de hoeveelheid risico die hier tegenover staat.

- *Transparantie*

Hedge funds zijn over het algemeen beperkt transparant over het beleggingsbeleid. Ook over de investeringen van private equity is vaak weinig publieke informatie beschikbaar. Dit beperkt een adviseur in het geven van een gefundeerd advies

Daarnaast voeren hedge funds een grote verscheidenheid aan beleggingsstrategieën. Deze verschillende strategieën kunnen onderling sterk verschillen in risico en rendement. Daarom is het voor het beoordelen van een belegging belangrijk dat een beleggingsonderneming zich hiervan bewust is en de kenmerken van een specifieke strategie kent.

- *Rolrendement*

Beleggingen in grondstoffen zijn meestal geen directe beleggingen, omdat dit vooral vanwege opslag vaak niet mogelijk is. Dit vindt daarom plaats via beleggingen in futures op grondstoffen. Hiervoor worden gewoonlijk de futures met de kortst mogelijke looptijd geselecteerd. Wanneer de looptijd is verstreken, worden de futures verkocht en worden opnieuw futures met de kortste looptijd aangekocht. Dit wordt doorrollen genoemd. De waarde van de futures kan tussen het moment van aan- en verkoop met het verstrijken van de tijd stijgen of dalen. Deze waardeverandering is deels onafhankelijk van de waardeverandering van de grondstof. Het rendement, positief of negatief, dat de belegger hiermee behaalt wordt het rolrendement genoemd. Door de invloed van het rolrendement volgt het rendement op deze beleggingen de prijsontwikkeling van de betreffende grondstof zelf niet volledig. Hier dient de beleggingsonderneming rekening mee te houden bij het selecteren van alternatieve beleggingen.

- *Te lage inschatting van risico's op basis van volatiliteit*

De standaarddeviatie is de meest gebruikte risicomaatstaf, voornamelijk omdat deze gemakkelijk te berekenen is en intuïtief is in het gebruik. Bovengenoemde risico's komen echter niet (volledig) tot uitdrukking in de standaarddeviatie. Wanneer de beleggingsonderneming gebruik maakt van de standaarddeviatie zou hij zich hiervan bewust moeten zijn en bovenstaande risico's separaat moeten inschatten en beoordelen.

Autoriteit Financiële Markten

T + 020 797 2000 | F +020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

www.afm.nl

De tekst in deze leidraad is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze leidraad.

Amsterdam, november 2011