



# **Onderzoek Kwaliteit van Beleggingsdienstverlening**

*Autoriteit Financiële Markten*

**28 februari 2014**



## **De 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. Wij bevorderen eerlijke en zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten, particuliere beleggers en (semi-) professionele partijen. We zien toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en ondernemingen in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de stabiliteit van het financiële stelsel, het functioneren van de economie, de reputatie en de welvaart van Nederland.*

## Samenvatting

Dit rapport bevat de resultaten van het marktbrede onderzoek naar de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening dat de AFM heeft uitgevoerd. Met kwaliteit bedoelt de AFM in hoeverre beleggingsondernemingen en banken relevante cliëntgegevens inventariseren, deze vertalen in concrete beleggingsoplossingen en deze vervolgens monitoren.

Het onderzoek richtte zich op banken en beleggingsondernemingen die vermogensbeheer of beleggingsadvies aanbieden aan vermogende beleggers. De AFM heeft de cliëntinventarisatie, de passendheid van de beleggingsportefeuille en het beleggingsbeleid beoordeeld. Er zijn onderzoeken gedaan bij dertien banken en beleggingsondernemingen. Deze ondernemingen vertegenwoordigen naar schatting samen ruim de helft van de markt voor vermogensbeheer en beleggingsadvies in Nederland, uitgedrukt in vermogen onder beheer. Het onderzoek bestond uit gesprekken met het senior management, het beoordelen van antwoorden van ondernemingen op vragen inclusief onderbouwing met beleidsstukken en de beoordeling van advies- en beheerdossiers van individuele cliënten. De AFM heeft voor haar onderzoek 142 dossiers onderzocht.

Het rapport is een weergave van de bevindingen uit het onderzoek naar deze beleggingsdienstverlening. Naar aanleiding van deze bevindingen heeft de AFM gesproken met verschillende belanghebbenden, waaronder brancheorganisaties uit de beleggingssector, banken, beleggingsondernemingen en consultants. Banken en beleggingsondernemingen onderkennen de aandachtspunten. Zij hebben toegezegd dat zij de kwaliteit van beleggingsdienstverlening zullen verbeteren. Een aantal partijen heeft al verbetermaatregelen geïmplementeerd. Het hanteren van lange vragenlijsten of gedetailleerde protocollen hoeft niet altijd de oplossing te zijn. De AFM is positief over de toezegging om verbetermaatregelen te implementeren en verwacht dat de sector deze maatregelen met de juiste mate van urgentie implementeert.

### **Verbeteringen bij meeste ondernemingen noodzakelijk**

Uit het onderzoek blijkt dat de kwaliteit van beleggingsdienstverlening van enkele banken en beleggingsondernemingen voldoende tot goed is. Bij het merendeel van de banken en beleggingsondernemingen dient de kwaliteit echter verbeterd te worden.

Zo ontbreken in een aantal gevallen beleggingskaders. Verder verdient de inventarisatie van gegevens meer aandacht. Bij de inventarisatie is van belang dat de relevante gegevens over de cliënt volledig zijn ingewonnen en actueel zijn. De inventarisatie is een belangrijk uitgangspunt bij het bedienen van de cliënt. Ook de wijze waarop gecontroleerd wordt of de beleggingsportefeuille past bij de cliënt kan verbeterd worden. Het is belangrijk dat de onderneming de ingewonnen informatie ook daadwerkelijk gebruikt bij het verlenen van de beleggingsdienst. Daarmee zorgt de onderneming ervoor dat de beleggingsportefeuille past bij de individuele cliënt.

Het onderzoek heeft zich gericht op de dienstverlening aan vermogende cliënten. Vanzelfsprekend gelden voor de dienstverlening aan alle cliënten dezelfde wettelijke eisen, maar niet altijd is volledig

maatwerk haalbaar. Om voor alle doelgroepen de kwaliteit van de dienstverlening te verbeteren en waar nodig rekening te houden met een kostenefficiënte dienstverlening heeft de AFM in 2013 het visiedocument 'Dienstverlening op maat' gepubliceerd. In dit document is een aantal principes benoemd waarmee de dienstverlening afgestemd kan worden op de behoefte, situatie en portemonnee van de cliënt. Deze principes kunnen mogelijk ondersteunen bij het optimaliseren van de dienstverlening aan niet vermogende cliënten.

### **Beleggingskaders ontbreken in veel gevallen**

Enkele ondernemingen gebruiken risico-, rendement- en kostenparameters bij de selectie van financiële instrumenten voor beleggingsportefeuilles. Een meerderheid van de ondernemingen heeft deze parameters echter niet vastgelegd en/of meet deze parameters niet. Daardoor kunnen zij geen gestructureerde afweging maken tussen deze parameters bij de selectie van financiële instrumenten.

Daarnaast monitort het merendeel van de onderzochte ondernemingen beleggingsportefeuilles enkel op basis van rendement. Zij besteden geen of weinig aandacht aan de risico's en de kosten van de beleggingsportefeuille. Het is hierdoor voor ondernemingen lastig een goed beeld te krijgen van de karakteristieken van de portefeuille. Dit kan resulteren in een niet bij de cliënt passende portefeuille, of een portefeuille die niet op de voor de cliënt meest efficiënte manier is samengesteld.

### **Cliëntinventarisatie en -actualisatie verdienen meer aandacht**

Voor een adequate dienstverlening is het van belang dat voldoende informatie beschikbaar is over de situatie van de cliënt en zijn wensen, zodat de onderneming ervoor kan zorgen dat het vermogensbeheer of het beleggingsadvies past bij de wensen van de cliënt. Het is aan de onderneming op welke wijze zij deze cliëntgegevens uitvraagt, zo lang de cliëntgegevens voldoende diepgaand en concreet zijn om het vermogensbeheer of het beleggingsadvies op te baseren. Een vragenlijst is dus niet noodzakelijk. Concrete en duidelijke kaders zijn bij de inventarisatie wel van belang, zodat de adviseur weet welke cliëntgegevens hij voldoende diepgaand en concreet moet inventariseren en vast moet leggen. De adviseur baseert de dienstverlening vervolgens op deze gegevens. Het is daarbij essentieel dat de adviseur voldoende kennis en de juiste competenties heeft om dit te doen.

Het merendeel van de onderzochte ondernemingen gebruikt enkel een vragenlijst voor de inventarisatie. Daarmee wordt vaak onvoldoende diepgaande en onvoldoende concrete informatie ingewonnen. Enkele ondernemingen zorgen er - bijvoorbeeld door een uitgebreide vragenlijst - voor dat de belangrijkste relevante cliëntgegevens worden ingewonnen. Een enkele onderneming hanteert geen vragenlijst, maar zorgt er op een andere wijze voor dat alle relevante informatie wordt uitgevraagd. Dit kan bijvoorbeeld door het geven van kaders aan de adviseur over de te inventariseren cliëntgegevens. Ook in deze gevallen verschilt de diepgang van de inventarisatie per cliëntdossier. In een groot aantal gevallen is onvoldoende informatie beschikbaar om een adequate dienstverlening te kunnen waarborgen. Indien geen gebruik wordt gemaakt van een vragenlijst geldt dus ook dat er duidelijke kaders over de inventarisatie aan de adviseur aangereikt moeten worden.

Van de verschillende punten die tijdens een inventarisatie aan bod moeten komen wordt de financiële positie van de cliënt het vaakst volledig en concreet geïnventariseerd. In ongeveer de helft van de onderzochte dossiers is de inventarisatie van de financiële positie volledig en concreet. De inventarisatie van beleggingsdoelstelling en kennis en ervaring van de cliënt is in iets minder dan de helft van de gevallen volledig en concreet. De risicobereidheid van de cliënt wordt in het minste aantal dossiers volledig en concreet geïnventariseerd.

Uit het onderzoek blijkt op basis van de dossiers dat in de meeste gevallen niet met de cliënt wordt gesproken over of de bij de onderneming bekende gegevens nog actueel zijn. Daardoor bestaat het risico dat een onderneming zich niet baseert op de juiste cliëntgegevens. Daarnaast blijkt dat vrijwel geen enkele onderneming tussentijds monitort of en in hoeverre de doelstelling van de cliënt op termijn haalbaar is. Overigens mag de onderneming van de cliënt verwachten dat hij de onderneming over zijn situatie informeert als zijn situatie opeens wijzigt, bijvoorbeeld door een *life event*, zoals een scheiding of een erfenis.

#### **Passendheid beter vaststellen en waarborgen**

Kern van de beleggingsdienstverlening is het adviseren van de cliënt over zijn beleggingsportefeuille of het beheren daarvan. Daarbij moet rekening worden gehouden met de kenmerken en wensen van die cliënt.

In ongeveer één derde van de onderzochte dossiers heeft de AFM geconstateerd dat de cliëntgegevens en de beleggingsportefeuille bij elkaar kunnen passen. Dit kan niet met zekerheid vastgesteld worden, omdat een daadwerkelijke onderbouwing voor de passendheid ontbreekt in de dossiers. Tegelijkertijd blijkt dat in ongeveer één derde van de onderzochte dossiers sprake is van niet passend beheer of advies, bijvoorbeeld omdat er bij vermogensbeheer niet binnen de afgesproken bandbreedtes wordt belegd, of omdat de risico's die cliënt wil lopen duidelijk afwijken van de door de onderneming beoogde risico's in de portefeuille. Daarmee zal het verwachte risico of rendement in de portefeuille anders zijn dan wat met de cliënt is afgesproken. Ten slotte is in ongeveer één derde van de onderzochte dossiers voor de AFM niet duidelijk of er voldoende rekening wordt gehouden met de kenmerken en wensen van de cliënt. Dit wordt veroorzaakt doordat deze kenmerken en wensen niet of niet volledig en concreet genoeg zijn ingewonnen. Daardoor wordt niet duidelijk of het voorgestelde beleggingsadvies of vermogensbeheer passend is.



## 1. Inleiding

Met dit rapport wil de AFM belanghebbenden<sup>1</sup>, waaronder consumenten, banken en beleggingsondernemingen, informeren over de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening (beleggingsadvies en vermogensbeheer) in Nederland. De kwaliteit van beleggingsdienstverlening is hierbij op een aantal belangrijke aspecten beoordeeld. De uitkomsten van het marktbrede onderzoek zijn niet alleen belangrijk voor banken en beleggingsondernemingen, maar ook voor consumenten die gebruik maken van beleggingsadvies en vermogensbeheer. Het rapport is een weergave van de bevindingen uit het onderzoek naar beleggingsdienstverlening. Daarnaast zijn verbeteringen zoals toegezegd door belanghebbenden, in dit rapport opgenomen.

### a. Doel en reikwijdte van het onderzoek

In de afgelopen jaren heeft de AFM verschillende malen onderzoek gedaan naar kwaliteit van beleggingsdienstverlening. De AFM heeft in 2013 een nieuw marktbreed onderzoek gedaan. Doel van het onderzoek was inzicht krijgen in de huidige kwaliteit van de beleggingsdienstverlening in Nederland en de mate waarin verbeteringen in de beleggingsdienstverlening zijn doorgevoerd sinds de publicatie van onder andere verschillende leidraden in 2011, 2010 en 2009.<sup>2</sup>

Met kwaliteit bedoelt de AFM in hoeverre de beleggingsonderneming en banken relevante cliëntgegevens inventariseren, deze vertalen in concrete beleggingsoplossingen en deze vervolgens monitoren.<sup>3</sup> Om dit te meten is gecontroleerd of ondernemingen voldoen aan de wettelijke vereisten op dit gebied.<sup>4</sup> Daarbij heeft de AFM aspecten uit de hiervoor genoemde leidraden meegenomen. Het onderzoek bestond uit gesprekken met het senior management, het beoordelen van antwoorden van ondernemingen op vragen inclusief onderbouwing met beleidsstukken en de beoordeling van advies- en beheerdossiers van individuele cliënten.

Het onderzoek richtte zich op beleggingsondernemingen en banken die beleggingsadvies en vermogensbeheer aanbieden aan particuliere en andere niet-professionele vermogende cliënten.<sup>5</sup> De AFM heeft ervoor gekozen om bedieningsconcepten waar enkel cliënten met een zeer beperkt vermogen in deelnemen, niet in het onderzoek te betrekken.<sup>6</sup> Om een goed beeld van de kwaliteit van beleggingsdienstverlening te krijgen, heeft de AFM dertien ondernemingen geselecteerd, vijf banken en acht (zelfstandige) beleggingsondernemingen (verder 'beleggingsondernemingen'). Deze

---

<sup>1</sup> Dit zijn niet per se belanghebbenden zoals gedefinieerd in de Algemene wet bestuursrecht.

<sup>2</sup> De uitkomsten van deze onderzoeken hebben onder andere geresulteerd in de publicatie van diverse leidraden, zoals 'De Klant in Beeld: aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensopbouw' (2011), de 'Leidraad informatie over risicoprofielen' (2010), en de 'Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw' (2009). In deze leidraden worden handreikingen gedaan aan de sector op welke wijze de wettelijke verplichtingen omtrent beleggingsdienstverlening ingevuld kunnen worden.

<sup>3</sup> Deze kwaliteit betekent niet per se dat de resultaten van de beleggingen altijd positief zijn. Het is echter een startpunt om ervoor te zorgen dat de dienst op een goede wijze door de bank of beleggingsonderneming aan de cliënt wordt verleend.

<sup>4</sup> De AFM heeft zich in dit onderzoek in eerste instantie gericht op artikel 4:23 Wft en daarbij horende lagere wetgeving (onder andere artikel 80a en 80c Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen). Deze artikelen zien op het inwinnen van relevante cliëntgegevens en het gebruik van deze cliëntgegevens voor een bij de cliënt passende dienstverlening.

<sup>5</sup> Execution only-dienstverlening maakte geen deel uit van het onderzoek.

<sup>6</sup> De definitie van 'vermogende cliënt' is niet eenvoudig te geven, omdat elke onderneming een andere ondergrens voor haar dienstverlening hanteert. De AFM heeft zich primair gericht op bedieningsconcepten waar de ondergrens grosso modo € 100.000 tot € 250.000 bedraagt.

ondernemingen vertegenwoordigen naar schatting samen ruim de helft van de markt voor vermogensbeheer en beleggingsadvies in Nederland.

De selectie van de onderzochte ondernemingen is aselekt en niet gebaseerd op een risico-inschatting van de AFM. Wel is er gedifferentieerd naar onder andere het aantal cliënten, de omvang van het vermogen dat de vermogensbeheerder onder beheer heeft (de zogenaamde Asset under Management, AuM) en de grootte van het gemiddelde cliëntvermogen. Ook is rekening gehouden met voldoende regionale spreiding van de ondernemingen.

In dit rapport worden alle banken en beleggingsondernemingen samen aangeduid als ondernemingen. Alleen als er duidelijke verschillen zijn geconstateerd tussen de banken en de beleggingsondernemingen, is dit onderscheid in het rapport benoemd. In het rapport wordt ook regelmatig gesproken over de adviseur. Hieronder verstaat de AFM in dit rapport de persoon die contact met de cliënt heeft over het beleggingsadvies of het vermogensbeheer.

#### **b. Opzet van het onderzoek**

Het onderzoek bestond uit twee onderdelen. De AFM heeft in eerste instantie het (beleggings)beleid beoordeeld, aan de hand van vragen die de onderneming heeft beantwoord, beleidsdocumenten die door de onderneming zijn verstrekt, en een gesprek met het senior management. Vervolgens heeft de AFM cliëntdossiers en beleggingsportefeuilles van cliënten beoordeeld. Over deze beoordelingen is de AFM in gesprek gegaan met het senior management. De AFM heeft in totaal 142 dossiers onderzocht.<sup>7</sup>

#### **c. Consequenties voor betrokken ondernemingen**

De kwaliteit van de beleggingsdienstverlening bij de onderzochte banken en beleggingsondernemingen is zeer wisselend. Zo blijkt dat de kwaliteit van beleggingsdienstverlening van enkele banken en beleggingsondernemingen voldoende tot goed is. Bij het merendeel van de beleggingsondernemingen en banken dient de kwaliteit echter verbeterd te worden.

De dertien onderzochte ondernemingen zijn individueel per brief geïnformeerd over de bevindingen en conclusies van de AFM. De AFM verwacht van de onderzochte ondernemingen dat zij (waar nodig) hun dienstverlening aan de hand van deze bevindingen verbeteren. In de gevallen waarin de AFM onmiskenbare schendingen van wet- en regelgeving heeft geconstateerd, zal zij passende maatregelen nemen. De meeste ondernemingen zijn voortvarend met de bevindingen en conclusies aan de slag gegaan. Zo heeft de AFM geconstateerd dat bij een tiental ondernemingen al verbetertrajecten zijn gestart. Uiteraard zal de AFM deze vorderingen nauwlettend volgen.

De AFM is naar aanleiding van het onderzoek in gesprek gegaan met belanghebbenden, waaronder brancheorganisaties uit de beleggingssector, banken, beleggingsondernemingen en consultants. De AFM heeft deze gesprekken als constructief ervaren en is positief over de door de

---

<sup>7</sup> De AFM heeft in haar onderzoek bij het beleidsmatige deel van het onderzoek de mondelinge toelichting van de onderneming meegewogen, voor zover dit mogelijk was in verband met een vastleggingsplicht voor de ondernemingen.



brancheorganisaties en ondernemingen toezegging om de verbeteringen op het gebied van de kwaliteit van beleggingsdienstverlening te realiseren. De door de sector voorgenomen en gerealiseerde verbeteringen zijn opgenomen in het laatste hoofdstuk van dit rapport.

De AFM informeert door middel van dit rapport de overige, niet onderzochte ondernemingen, dat de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening in een aantal gevallen tekort schiet. Dit doet zij zowel aan de hand van praktijkvoorbeelden waar zaken verkeerd gaan als aan de hand van praktijkvoorbeelden waar het goed gaat. Zij gaat er van uit dat de niet onderzochte ondernemingen ook de kwaliteit van hun eigen beleggingsdienstverlening evalueren aan de hand van het wettelijk kader en eventueel de eerder door de AFM uitgebrachte leidraden.

#### **d. Opbouw van het rapport**

In de volgende hoofdstukken worden de onderzochte deelonderwerpen toegelicht. Dit zijn achtereenvolgens: beleggingsbeleid (waaronder de selectie van individuele financiële instrumenten, het monitoren van beleggingsportefeuilles en de indeling van beleggingscategorieën en bandbreedtes, hoofdstuk 2), cliëntinventarisatie (waaronder cliëntinventarisatie en actualisatie van de cliëntinformatie, hoofdstuk 3), en de passendheid van het risicoprofiel<sup>8</sup> en de beleggingsportefeuille (waaronder de koppeling tussen klantbeeld en risicoprofiel en de koppeling tussen klantbeeld en beleggingsportefeuille, hoofdstuk 4). In het laatste hoofdstuk zijn een aantal initiatieven van de markt zelf omschreven, die de kwaliteit van beleggingsdienstverlening ten goede zullen komen.

Per onderwerp wordt een toelichting op de belangrijkste bevindingen gegeven en (waar mogelijk) worden de bijbehorende uitkomsten in een grafiek weergegeven.<sup>9</sup> Ook wordt in een aantal gevallen een praktijkvoorbeeld gegeven. De praktijkvoorbeelden zijn gebaseerd op vergelijkbare observaties bij verschillende ondernemingen. Zij geven weer of een bepaalde werkwijze volgens de AFM goed of juist niet goed is.

#### **e. Status van het rapport**

Met dit rapport wil de AFM belanghebbenden bij beleggingsdienstverlening informeren over de kwaliteit daarvan. Daarmee heeft dit rapport niet de status van de door de AFM uitgebrachte leidraden over beleggingsdienstverlening, zoals de leidraad 'De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer'.<sup>10</sup>

De door de AFM gehanteerde normen om de kwaliteit van beleggingsdienstverlening vast te stellen, zijn ontleend aan het wettelijk kader zoals vastgelegd in de Wet op het financieel toezicht (Wft).<sup>11</sup> Daarin is bepaald dat een onderneming voor de beleggingsdienstverlening relevante informatie van

---

<sup>8</sup> Met het risicoprofiel wordt bedoeld de wijze waarop de beleggingsonderneming de cliëntinventarisatie vertaalt naar een profiel. Binnen dit profiel worden vervolgens de bandbreedtes voor een beleggingsportefeuille vastgesteld.

<sup>9</sup> De resultaten zijn afgerond op 5%.

<sup>10</sup> De AFM leidraad 'De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer' is hier beschikbaar: [www.afm.nl](http://www.afm.nl) > Over AFM > Actuele thema's AFM 2014 > Vermogensopbouw > Nieuws en naslag.

<sup>11</sup> 4:23 Wft en daarbij horende lagere wetgeving (onder andere artikel 80a en 80c Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen).

de cliënt inwint, en deze gebruikt bij het beheren van het vermogen of het geven van beleggingsadvies. Dit betekent dat niet alleen onderzocht is in hoeverre relevante cliëntgegevens zijn uitgevraagd, maar ook of deze relevante cliëntgegevens daadwerkelijk gebruikt en vastgelegd zijn bij het vermogensbeheer of beleggingsadvies. Dit laatste is ook een zeer belangrijk onderdeel van de beleggingsdienstverlening. Bij het onderzoek heeft de AFM aspecten uit de hiervoor genoemde leidraden meegenomen.

De hoofdstukken 3 en 4 over inventarisatie en passendheid bevatten bevindingen die betrekking hebben op dit wettelijk kader. De bevindingen in hoofdstuk 2 gaan over het beleggingsbeleid. De AFM is van mening dat ook dit aspect van belang is, omdat het hebben van een gedegen beleggingsbeleid een belangrijke basis is voor het waarborgen van de passendheid van de portefeuille bij de (individuele) cliënt. Bovendien betekent een integere en beheerste bedrijfsvoering naar de mening van de AFM dat ondernemingen ook een goed beleggingsbeleid hebben.

**f. Tot slot**

In dit rapport is geen uitputtende lijst van bevindingen opgenomen maar zijn alleen de bevindingen opgenomen die bij meerdere ondernemingen zijn geconstateerd en die de AFM belangrijk vindt voor de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening. Nadrukkelijk merkt de AFM op dat genoemde bevindingen zich niet bij alle ondernemingen voordoen. Verder merkt de AFM op dat zij de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening op een aantal belangrijke aspecten heeft beoordeeld, maar niet de dienstverlening als geheel.

Tot slot merkt de AFM op dat het onderzoek zich heeft gericht op de dienstverlening aan vermogende cliënten. Vanzelfsprekend gelden voor de dienstverlening aan alle cliënten dezelfde wettelijke eisen, maar niet altijd is volledig maatwerk haalbaar. Om voor alle doelgroepen de kwaliteit van de dienstverlening te verbeteren en waar nodig rekening te houden met een kostenefficiënte dienstverlening heeft de AFM in 2013 het visiedocument 'Dienstverlening op maat' gepubliceerd. In dit document is een aantal principes benoemd waarmee de dienstverlening afgestemd kan worden op de behoefte, situatie en portemonnee van de cliënt. Deze principes kunnen mogelijk ondersteunen bij het optimaliseren van de dienstverlening aan niet vermogende cliënten.

## 2. Beleggingsbeleid

Een gedegen beleggingsbeleid is gericht op het leveren van meerwaarde voor de cliënt. Zo kan een goed beleggingsbeleid voorkomen dat risicovoller wordt belegd dan met de cliënt is afgesproken. Verder vergroot een gedegen beleggingsbeleid de transparantie over verwachte risico's en rendementen naar de cliënt. Ten slotte worden door een goed beleggingsbeleid instrumenten met weinig of geen toegevoegde waarde zo veel mogelijk vermeden.

In het onderzoek naar het beleggingsbeleid en de manier waarop ondernemingen dit inrichten, heeft de AFM zich gericht op drie onderdelen, te weten de selectie van individuele financiële instrumenten<sup>12</sup>, het monitoren van de beleggingsportefeuille en de indeling van de portefeuille in beleggingscategorieën en bandbreedtes.

### a. De selectie van individuele financiële instrumenten

De instrumenten die de onderneming bij haar dienstverlening selecteert voor opname in de beleggingsportefeuilles zijn van grote invloed op de risico's en rendementen van cliënten. Verschillende instrumenten brengen immers verschillende risico's en rendementen met zich mee. Dit betekent dan ook dat ondernemingen heldere rendement-, risico- en kostenparameters zouden moeten hebben waarmee zij alleen instrumenten selecteren die passen binnen het totale beleggingsbeleid en die naar verwachting van toegevoegde waarde zijn voor hun cliënten.

Een diepgaande analyse van instrumenten aan de hand van rendement-, risico- en kostenparameters is noodzakelijk om de toegevoegde waarde van die instrumenten voor een beleggingsportefeuille vast te kunnen stellen. Het hanteren van deze parameters zal ook helpen om te bepalen wanneer er afscheid genomen zou moeten worden van bepaalde instrumenten. Ten slotte is het van belang dat beslissingen die voortvloeien uit deze analyse en de overwegingen daarbij worden vastgelegd. Zo kunnen beleggingsbeslissingen ook op een later moment verantwoord worden.

**Verkeerd praktijkvoorbeeld:** Een onderneming belegt voor haar cliënten enkel in actief beheerde beleggingsfondsen. Voor de selectie van de beleggingsfondsen kijkt de onderneming naar het rendement van de fondsen over een periode van 1, 3 en 5 jaar. Daarnaast evalueert de onderneming of de beleggingsfondsen beheerd worden door een beheerder 'van naam en faam'.

*De onderneming selecteert instrumenten alleen op basis van het historische rendement en de bekendheid van een beheerder. Andere fondsspecifieke kenmerken, zoals het fondsspecifieke risico, de kostenstructuur en de samenstelling van het beheerteam, worden niet geëvalueerd. Indien de onderneming wel rendement-, risico- en kostenparameters zou hanteren, kunnen deze gestructureerd tegen elkaar worden afgewogen. Daarmee wordt de (verwachte) risico/rendementsverhouding geoptimaliseerd en kan de toegevoegde waarde van het beleggingsfonds worden vastgesteld.*

In het onderzoek is ondernemingen gevraagd naar de risico-, rendement- en kostenparameters die zij gebruiken voor de selectie van financiële instrumenten, waaronder aandelen, obligaties en

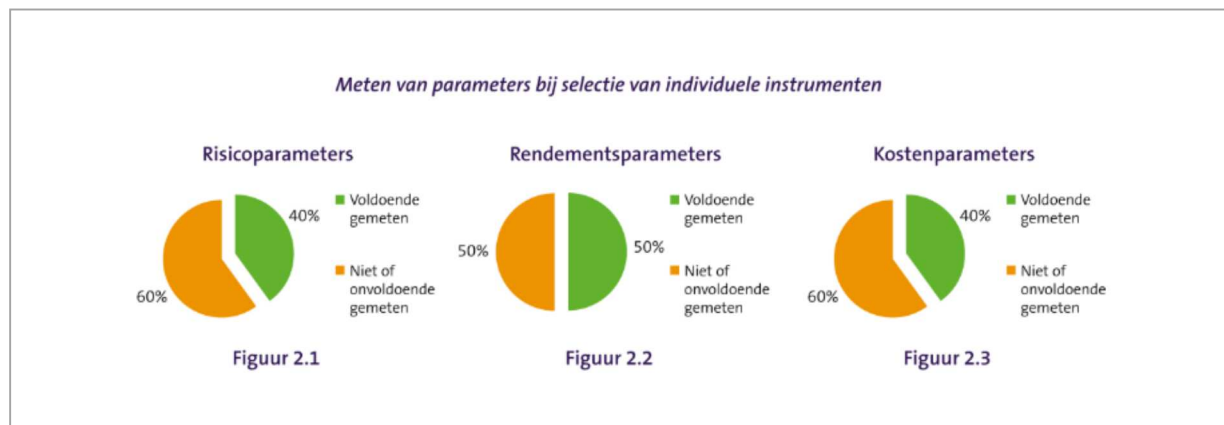
---

<sup>12</sup> Financiële instrumenten zijn onder andere individuele beleggingen en fondsen, zie artikel 1:1 Wft.

beleggingsfondsen. Bij de selectie van financiële instrumenten wordt daarbij voornamelijk gekeken naar rendementparameters. Risicoparameters en kostenparameters worden met name door beleggingsondernemingen minder vaak gehanteerd bij de selectie.

De AFM heeft vervolgens onderzocht in hoeverre ondernemingen daadwerkelijk verschillende parameters meten, en deze dus in hun beslissing mee laten wegen. Hiervoor is elke onderneming gevraagd documenten aan te leveren waaruit blijkt dat zij de door haar genoemde parameters ook daadwerkelijk meet (zie Figuur 2.1 – 2.3).

Uit deze documenten blijkt dat de helft van de onderzochte ondernemingen risico-, rendement- en kostenparameters meten. Bij banken gaat dit doorgaans beter dan bij beleggingsondernemingen. Het merendeel van de beleggingsondernemingen richt zich alleen op het rendement. Slechts enkele beleggingsondernemingen meten risico- en kostenparameters. Het is niet duidelijk hoe de andere beleggingsondernemingen een afgewogen beleggingsbeslissing voor hun cliënten kunnen maken.



Slechts één onderneming kan daadwerkelijk aantonen dat zij de parameters gestructureerd tegen elkaar afweegt en de keuze voor een instrument en de daaraan ten grondslag liggende overwegingen vervolgens vastlegt. Alleen in dit geval is bijvoorbeeld vastgelegd dat men kiest voor een actief beheerd fonds, omdat het verwachte risico lager is dan het verwachte risico van de benchmark, dat via een passief fonds kan worden gevolgd. Daarnaast blijkt dat het verwachte rendement de verwachte (extra) kosten ten opzichte van het passieve fonds ruimschoots goed maakt. Door vastlegging van de overwegingen is het voor de onderneming op een later tijdstip inzichtelijk waarom men een keuze heeft gemaakt. Dit helpt de onderneming onder andere bij de evaluatie van parameters, maar ook bij de interne en externe verantwoording van haar keuzes.

*Daadwerkelijk gedocumenteerd gebruik parameters bij selectie financieel instrument*



Figuur 2.4

**b. Het monitoren van beleggingsportefeuilles**

Het frequent monitoren van de beleggingsportefeuille kan enerzijds gebruikt worden om het gevoerde beleggingsbeleid te evalueren, en is anderzijds nodig om te kunnen beoordelen of de dienstverlening en de beleggingsportefeuille nog past bij de cliënt. Een belangrijk onderdeel van de beleggingsdienstverlening is het realiseren van het doel van de cliënt, met in acht neming van de risico's die de cliënt bereid is te accepteren.

Door de beleggingsportefeuille niet of onvoldoende te monitoren via risico- en rendementparameters zal de onderneming onvoldoende inzicht hebben in hoeverre de portefeuille past bij de cliënt. Dit kan er in resulteren dat de portefeuille niet past bij de cliënt. Het is daarnaast belangrijk om kostenparameters te hanteren. Zo krijgt een onderneming inzicht in alle kosten die het rendement van de cliënt verlagen. Dit helpt om te bepalen of de onderneming op de meest efficiënte wijze (gegeven andere parameters) de portefeuille heeft ingericht.

**Goed praktijkvoorbeeld:** Een onderneming belegt voor haar cliënten enkel in beleggingsfondsen, waaronder obligatiefondsen en aandelenfondsen. Zij heeft deze categorieën nader gedefinieerd en op basis van historische cijfers een verwachte rendementmaatstaf en marktrisicomaatstaf, en een kostenmaatstaf per beleggingsfonds bepaald. De onderneming richt zich ook op andere risicoaspecten van de beleggingsfondsen, door onder andere tegenpartij limieten op te stellen en door de samenstelling van het beheerteam te monitoren. Het rendement wordt door middel van rendementsattributie geanalyseerd. Deze aspecten worden wekelijks gemeten en tweewekelijks besproken in het investment committee. Daarbij wordt gekeken in hoeverre de parameters nog passen bij wat met de cliënt is afgesproken is. Wat in het investment committee wordt besproken, wordt vastgelegd.

*De onderneming heeft risico-, rendement- en kostenparameters gedefinieerd. Door aandacht te besteden aan zowel risico-, rendement- als kostenparameters kan de onderneming ervoor zorgen dat de beleggingsportefeuille passend is voor de cliënt. Daarnaast kan de voor de cliënt naar verwachting meest efficiënte oplossing worden gekozen. De vastlegging is belangrijk, om de parameters achteraf te kunnen evalueren. Verder vormt de vastlegging een verantwoording van de keuze voor een fonds.*

Alle onderzochte ondernemingen volgen de marktontwikkelingen en de effecten hiervan op de eigen portefeuille nauwlettend. Daarbij valt op dat alle ondernemingen aangeven dat zij kijken naar het met de portefeuille behaalde rendement, vaak in verhouding tot een vergelijkingsmaatstaf (benchmark).

Risicoparameters spelen echter in de meeste gevallen bij het monitoren van de portefeuille een ondergeschikte rol, zo blijkt uit de opgevraagde beleidsstukken en uit de gesprekken met het senior management. Enkele ondernemingen houden het risico van de portefeuille in de gaten, bijvoorbeeld door een inschatting te maken van de standaarddeviatie van de portefeuille. Enkele ondernemingen brengen verschillende aspecten van risico in kaart, door bijvoorbeeld marktrisico's, tegenpartijrisico's en liquiditeitsrisico's te definiëren en te monitoren. Dit gebeurt dan aan de hand van limieten en verschillende marktrisicomaatstaven, zoals bèta en standaarddeviatie.

Een aantal ondernemingen hanteert bandbreedtes om het risico te begrenzen, maar kan niet aangeven op basis waarvan deze bandbreedtes tot stand zijn gekomen. Daarmee blijft ook de daadwerkelijke omvang van de risico's en rendementen op dat moment in de portefeuille onduidelijk (zie ook paragraaf 2c). Verschillende onderzochte ondernemingen geven aan dat zij het risico van de cliëntportefeuille überhaupt niet in kaart brengen, en daarmee ook geen beeld hebben van het daadwerkelijk gelopen risico. Hierdoor kunnen zij niet waarborgen dat zij de cliënt een passende dienstverlening bieden.

Verder blijkt uit het onderzoek dat veel ondernemingen de kosten van de portefeuille in het geheel niet meten en betrekken bij het monitoren van de beleggingsportefeuille. Kosten kunnen echter een belangrijke invloed op het rendement hebben. Vanwege de grote invloed die de kosten kunnen hebben op het rendement van de beleggingsportefeuille, heeft de AFM zich in de afgelopen periode samen met verschillende belanghebbenden ingezet om te komen tot een totale kostenmaatstaf. De kostenmaatstaf die ondernemingen met cliënten delen, zou ook gebruikt kunnen worden bij het monitoren van de kosten van de portefeuille.

Omdat niet elke onderzochte onderneming het risico van de portefeuille evalueert, heeft de AFM zelf gekeken welk marktrisico in de verschillende (model)portefeuilles aanwezig was.<sup>13</sup> Zij heeft hiervoor een standaarddeviatie per (model)portefeuille berekend, door de methodiek uit de leidraad 'Informatie over risicoprofielen' (2010)<sup>14</sup> te hanteren. De standaarddeviatie geeft een beeld van de marktrisico's, maar geeft geen inzicht in de andere risico's van beleggen. Daarmee is de standaarddeviatie slechts één manier waarop risico gemeten kan worden. Verder zijn de in deze analyse gebruikte standaarddeviaties een handreiking aan de markt. Een onderneming is niet verplicht deze te gebruiken bij het meten van risico in de portefeuille.

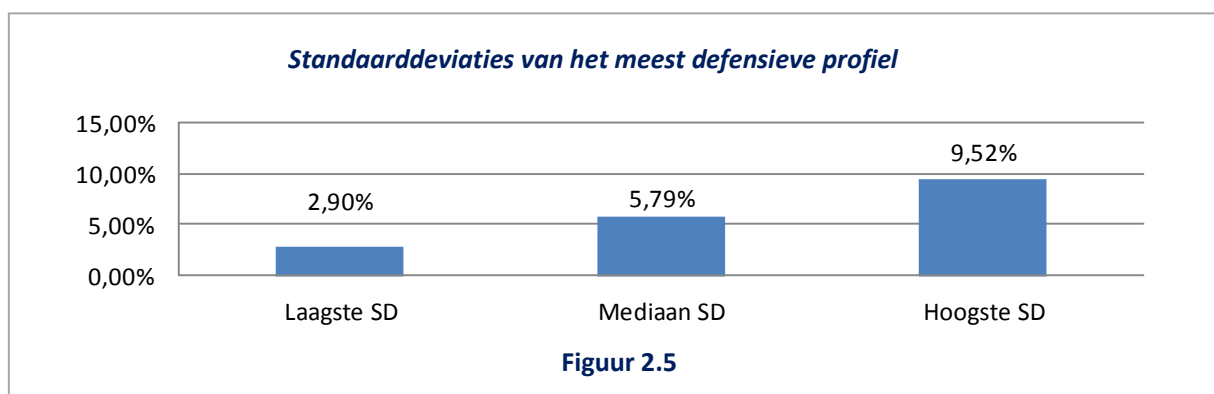
---

<sup>13</sup> De AFM heeft ervoor gekozen alleen naar de dimensie marktrisico te kijken en andere dimensies zoals liquiditeitsrisico en debiteurenrisico buiten beschouwing te laten. Er is alleen gekeken naar vermogensbeheerportefeuilles. Adviesportefeuilles zijn buiten beschouwing gelaten. De ondernemingen zijn gevraagd om zelf de instrumenten te classificeren aan de hand van de 'Leidraad informatie over risicoprofielen' (2010).

<sup>14</sup> Beschikbaar op [www.afm.nl](http://www.afm.nl) > Over AFM > Actuele thema's AFM 2014 > Vermogensopbouw > Nieuws en naslag.

Uit deze analyse blijkt dat de verschillen tussen ‘defensieve’ (model)portefeuilles onderling groot zijn.<sup>15</sup> De laagste standaarddeviatie bedraagt minder dan drie procent, terwijl de hoogste standaarddeviatie bijna tien procent is (Figuur 2.5). De mediaan bedraagt ongeveer zes procent. Het gemiddelde is vergelijkbaar met de mediaan.

Hoewel een defensieve portefeuille met een hoger dan gemiddelde standaarddeviatie passend kan zijn,<sup>16</sup> is het van belang dat ondernemingen eerlijk en transparant zijn over de mogelijke risico’s. Een portefeuille met een hoger dan gemiddelde standaarddeviatie die desondanks als ‘defensief’ wordt gepositioneerd, kan verwarrend zijn voor een cliënt. Zoals gezegd is in ieder geval van belang dat de onderneming ervoor zorgt dat de risico’s in de portefeuille (i.c. een hogere standaarddeviatie) aansluiten bij de wensen en kenmerken van de individuele cliënt.



### c. De indeling in beleggingscategorieën en bandbreedtes

Het overgrote deel van de ondernemingen geeft aan de hand van bandbreedtes aan in welke beleggingscategorieën zij bij vermogensbeheer voor de cliënt beleggen. Het is van belang dat de onderneming niet een te globale indeling in beleggingscategorieën gebruikt, omdat de risico’s binnen een beleggingscategorie dan sterk uiteen kunnen lopen. Als de onderneming te globale categorieën gebruikt, zal het voor haar moeilijker zijn om ervoor te zorgen dat de beleggingsportefeuille bij de individuele cliënt past.

Bij advies is het mogelijk dat de portefeuille afwijkt van de vastgestelde bandbreedtes. In dit geval is het nog steeds belangrijk dat de onderneming duidelijke bandbreedtes heeft opgesteld, omdat zij zo voor de cliënt het rendement- en risicoprofiel van de portefeuille in de gaten kan houden. Als de cliënt afwijkt van de vastgestelde bandbreedtes is het aan de onderneming om de cliënt hierover te informeren. De cliënt heeft in deze gevallen ook een verantwoordelijkheid.

Voor zover de indeling en de bandbreedtes gebruikt worden om de cliënt te informeren, maakt een te globale indeling het voor de cliënt moeilijker om inzicht te krijgen in zijn huidige beleggingsportefeuille en het verwachte verloop hiervan. Het is dus van belang dat de onderneming bandbreedtes hanteert die ruimte bieden voor flexibiliteit in het beleggingsbeleid, maar tegelijkertijd

<sup>15</sup> Dit is in voorkomende gevallen het ‘zeer defensieve’ profiel, of, indien niet beschikbaar, het ‘defensieve’ profiel.

<sup>16</sup> Dit kan het geval zijn als de klant de hoger dan gemiddelde standaarddeviatie kan en wil accepteren.

de cliënt een goed beeld geven van de mogelijke risico's en rendementen. Uiteraard moet de onderneming deze bandbreedtes ook daadwerkelijk naleven bij vermogensbeheer. Bij advies kan het voorkomen dat de cliënt belegt buiten de door de onderneming vastgestelde bandbreedtes. In deze gevallen heeft de onderneming de plicht de cliënt op de risico's te wijzen. De cliënt heeft in deze situaties echter ook een verantwoordelijkheid.

**Goed praktijkvoorbeeld:** Een onderneming die vermogensbeheer aanbiedt hanteert bij het bepalen van de bandbreedtes voor haar cliënten een vijftal soorten beleggingscategorieën, waaronder de beleggingscategorie 'vastgoed'. De onderneming heeft vastgelegd dat in de beleggingscategorie 'vastgoed' alleen beleggingen in indirect vastgoed vallen. Daarbij zijn er onder andere eisen gesteld aan de beursnotering van de vastgoedbelegging, en de minimale grootte van de vastgoedbelegging.

*Door enkel producten met bepaalde vergelijkbare karakteristieken in één beleggingscategorie te plaatsen, zoals hier het geval is, is er een eenduidig beeld van de risico- en rendementskarakteristieken van deze categorie. Daardoor kan de cliënt zich een duidelijk beeld vormen van de verwachte rendementen en risico's. Hetzelfde geldt voor de onderneming als deze het risico en het rendement van de portefeuille op basis van de genoemde beleggingscategorieën monitort.*

Een aantal ondernemingen hanteert bandbreedtes, waarmee zij naar eigen zeggen voldoende flexibiliteit in het beleggingsbeleid behouden, maar de cliënt ook inzicht kunnen geven in het verwachte risico en rendement van de portefeuille. De AFM constateert echter dat bij deze ondernemingen in ongeveer vijftien procent van de onderzochte dossiers buiten de afgesproken bandbreedtes wordt belegd (zie hiervoor ook hoofdstuk 4).<sup>17</sup> Een aantal ondernemingen hanteert dusdanig ruime bandbreedtes (zoals 0-100%) dat het formuleren van bandbreedtes geen toegevoegde waarde heeft. Ook zijn er enkele ondernemingen die geen bandbreedtes hanteren.

De indeling in beleggingscategorieën is bij de meeste ondernemingen onvoldoende specifiek, omdat er te veel verschillende soorten financiële instrumenten in één beleggingscategorie zijn geplaatst. Daardoor kan het risico en rendement binnen een beleggingscategorie te sterk uiteen lopen. Dit is bijvoorbeeld het geval als slechts gebruik wordt gemaakt van enkele beleggingscategorieën, zoals alleen aandelen en obligaties, of als de afbakening van de beleggingscategorieën onduidelijk is, zoals bij de classificatie van een perpetuele achtergestelde obligatie.

Bij enkele beleggingsondernemingen wijken de met de cliënt overeengekomen beleggingscategorieën af van de in de rapportages aan de cliënt gebruikte beleggingscategorieën. Zo heeft de AFM dossiers gezien waarin de bandbreedtes onder andere betrekking hadden op 'alternatieve beleggingen' en hier voor cliënten in werd belegd. In de rapportage kwam deze categorie echter niet terug. De AFM vindt dit kwalijk, omdat nu voor de cliënt niet duidelijk is hoe de daadwerkelijke beleggingen zich verhouden tot de overeengekomen beleggingscategorieën.

---

<sup>17</sup> Zoals ook gesteld in de voetnoot bij figuur 4.6 betreft dit enkel beheerdossiers, omdat het bij adviesdossiers ook de keuze van de cliënt kan zijn om buiten de bandbreedtes te beleggen.





Bovendien wordt daardoor de adviescliënt de mogelijkheid ontnomen actie te ondernemen op basis van de verstrekte informatie.

Daarnaast heeft de AFM bij verschillende ondernemingen geconstateerd dat financiële instrumenten in het beleggingsbeleid in een andere beleggingscategorie vallen dan in de rapportages aan de cliënt. Een voorbeeld hiervan zijn perpetuele obligaties, die in verschillende rapportages onder 'obligaties' zijn opgenomen. Ondernemingen geven vervolgens aan dat zij deze instrumenten in hun eigen administratie als aandelen classificeren. Dergelijke discrepanties maken het voor de onderneming onnodig complex om de beleggingsportefeuille te monitoren en de cliënt passende dienstverlening te bieden. Bovendien werkt dit verwarrend voor de cliënt. De AFM gaat ervan uit dat ondernemingen ervoor zorgen dat de rapportages overeenkomen met de afspraken die zijn gemaakt over het beleggingsbeleid.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Op grond van artikel 4:19 Wft dient de onderneming er zorg voor te dragen dat informatie die zij aan de cliënt verstrekt correct, duidelijk en niet misleidend is.

### **3. Cliëntinventarisatie en actualisatie**

In dit onderzoek ligt voor wat betreft de cliëntinventarisatie de nadruk op het inventariseren en actualiseren van de informatie over de cliënt. Op basis van deze informatie kan een passende dienstverlening worden aangeboden.<sup>19</sup>

#### **a. Cliëntinventarisatie**

Om ervoor te zorgen dat de beleggingsdienstverlening aansluit bij de cliënt is het noodzakelijk om een beeld van de financiële positie, doelstelling, risicobereidheid, en kennis en ervaring van de cliënt te hebben.<sup>20</sup> De diepgang van dit beeld varieert afhankelijk van de geboden dienstverlening. Dit klantbeeld is het vertrekpunt van de dienstverlening om de vertaling naar passende beleggingsoplossingen te maken. Het is daarmee een cruciaal deel van de dienstverlening. Dit betekent dat de dienstverlening alleen vervolgd kan worden als de relevante informatie over de cliënt is ingewonnen.

De AFM heeft zich aan de hand van de informatie die vastgelegd is in de cliëntdossiers een beeld gevormd van de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening bij de onderzochte ondernemingen. De onderzochte ondernemingen vormen naar de mening van de AFM ook een goede afspiegeling van de gehele populatie.<sup>21</sup> Een goede vastlegging is wettelijk verplicht<sup>22</sup> en onder meer belangrijk om te kunnen waarborgen dat de cliëntinformatie continu beschikbaar is voor zowel de adviseur als collega's van de adviseur. Het draagt daarmee bij aan een goede dienstverlening. Daarnaast helpt een goede vastlegging in de verantwoording naar de cliënt over de manier waarop wordt geadviseerd of het vermogen wordt beheerd. Ook voor een degelijke periodieke evaluatie van de advisering of het beheer van het vermogen is goede vastlegging een randvoorwaarde.

#### **i. Algemene bevindingen**

Het beeld dat uit het onderzoek naar voren komt, is tweeledig. Enkele ondernemingen hebben (ruim) voldoende informatie over de cliënt ingewonnen en in de dossiers opgenomen om de cliënt passend te kunnen adviseren, of om het vermogen van de cliënt passend te kunnen beheren. In veel gevallen is de aanwezige informatie echter onvoldoende om de cliënt passend te kunnen adviseren of passend het vermogen van de cliënt te kunnen beheren. De AFM hanteert hierbij het uitgangspunt dat de informatie niet (concreet) is ingewonnen als de informatie in het geheel niet in het dossier is opgenomen, de informatie niet volledig is of de informatie te algemeen is en ook niet op een andere wijze is aangetoond dat de relevante informatie wel is ingewonnen.

In aanvulling op het bovenstaande heeft de AFM geconcludeerd dat er binnen banken en beleggingsondernemingen zelf ook sprake is van een wisselende kwaliteit van de inventarisatie.

---

<sup>19</sup> Dit ziet op de ken uw cliënt-verplichting als bedoeld in artikel 4:23, eerste lid, onderdeel a, Wft.

<sup>20</sup> Voor een uitgebreide beschrijving van de aspecten die daarbij relevant kunnen zijn, verwijst de AFM naar de door haar gepubliceerde leidraden, waaronder de meest recente leidraad, te weten de AFM leidraad 'De klant in beeld: aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer'. Deze is hier beschikbaar: [www.afm.nl](http://www.afm.nl) > Over AFM > Actuele thema's AFM 2014 > Vermogensopbouw > Nieuws en naslag.

<sup>21</sup> De onderzochte ondernemingen vertegenwoordigen naar schatting samen meer dan de helft van de markt voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, op basis van vermogen onder beheer.

<sup>22</sup> Artikel 35 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

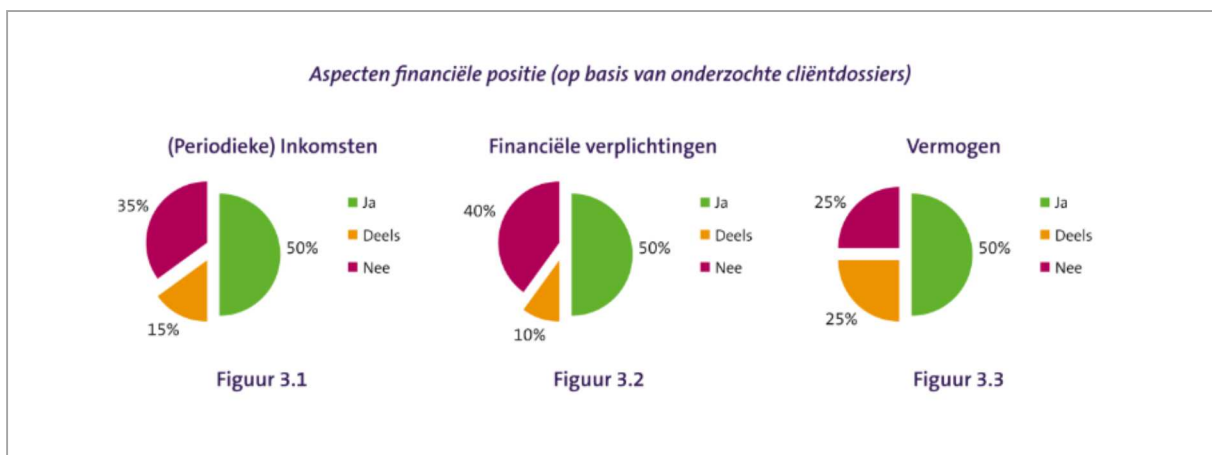
## ii. Financiële positie

In het onderzoek is onder andere gekeken in hoeverre de relevante informatie over inkomsten, vermogen en financiële verplichtingen concreet zijn ingewonnen (de financiële positie). Het is belangrijk dat de adviseur een compleet beeld van de financiële positie van de cliënt heeft. Dit is nodig om onder andere inzicht te krijgen in de mate waarin de cliënt nu en in de toekomst afhankelijk is van het vermogen waarover hij geadviseerd wordt, of dat voor hem wordt beheerd. Op basis van de financiële gegevens kan de adviseur ook bepalen hoeveel risico de cliënt kan lopen.<sup>23</sup>

**Goed praktijkvoorbeeld:** Om te inventariseren in hoeverre er sprake is van jaarlijkse inkomsten, geeft de cliënt in een gesprek met de adviseur aan wat zijn bruto jaarinkomsten zijn, inclusief de bron hiervan. De adviseur legt dit vast in een gespreksverslag, en voegt ter onderbouwing de belastingaangifte van de cliënt aan het dossier toe.

*De adviseur heeft met deze antwoorden inzicht in de jaarlijkse inkomsten van de cliënt, en heeft dit vastgelegd. De adviseur kan deze informatie combineren met de informatie over de vermogenspositie van cliënt. Daarmee kan hij bijvoorbeeld inschatten hoeveel risico de cliënt kan lopen. De informatie over de inkomsten van de cliënt kan opgenomen zijn in een gespreksverslag, zoals in dit voorbeeld het geval is. Een andere mogelijkheid is een open vraag of een meerkeuzevraag met zeer concrete antwoorden (beperkte bandbreedtes) hierover stellen.*

De financiële positie is van de vier onderwerpen<sup>24</sup> die geïnventariseerd moeten worden het vaakst compleet. De AFM concludeert desondanks dat de adviseur slechts in de helft van de onderzochte dossiers een voldoende beeld heeft van de (periodieke) inkomsten (Figuur 3.1), financiële verplichtingen (Figuur 3.2) en het vermogen (Figuur 3.3) van de cliënt.<sup>25</sup>



<sup>23</sup> De vraag hoeveel risico de cliënt wil lopen, komt terug bij risicobereidheid.

<sup>24</sup> Financiële positie, doelstelling, risicobereidheid, kennis en ervaring.

<sup>25</sup> Het is mogelijk dat in een dossier wel voldoende informatie beschikbaar is over één aspect van de financiële positie, terwijl de andere aspecten onvoldoende geïnventariseerd zijn.

### iii. Doelstelling

Het is van belang om een goed beeld van de doelstelling van de cliënt te hebben. Niet alle cliënten kunnen direct een concrete doelstelling en/of een streefrendement benoemen. Beleggen is voor de meeste cliënten echter het middel om een financieel doel te realiseren. Zonder een doel zal de adviseur geen beeld hebben van wat de cliënt wenst, waardoor hij geen passende beleggingsoplossing kan bieden. Daarbij zal de ene cliënt een heel duidelijk doel voor ogen hebben, bijvoorbeeld een grote uitgave in de toekomst, en zal dit voor de andere cliënt iets minder duidelijk zijn, bijvoorbeeld een 'goed' aanvullend pensioen. Als het doel niet direct duidelijk is, is het van belang dat de adviseur doorvraagt, omdat zonder doel de adviseur niet weet waar hij zich in zijn beleggingsdienstverlening op moet richten. Het is van belang dat de cliënt ook zijn verantwoordelijkheid neemt, door zijn wensen ten aanzien van zijn doelstelling desgevraagd en in samenspraak met de adviseur concreet te maken. Naast het doel waarvoor de cliënt belegt, dienen (waar van toepassing) ook de concrete hoogte van het doelvermogen en/of tussentijdse geplande onttrekkingen en stortingen zo concreet mogelijk bekend te zijn. De termijn waarbinnen het doel gerealiseerd dient te worden, de beleggingshorizon, is ook een belangrijk uitgangspunt voor de dienstverlening.

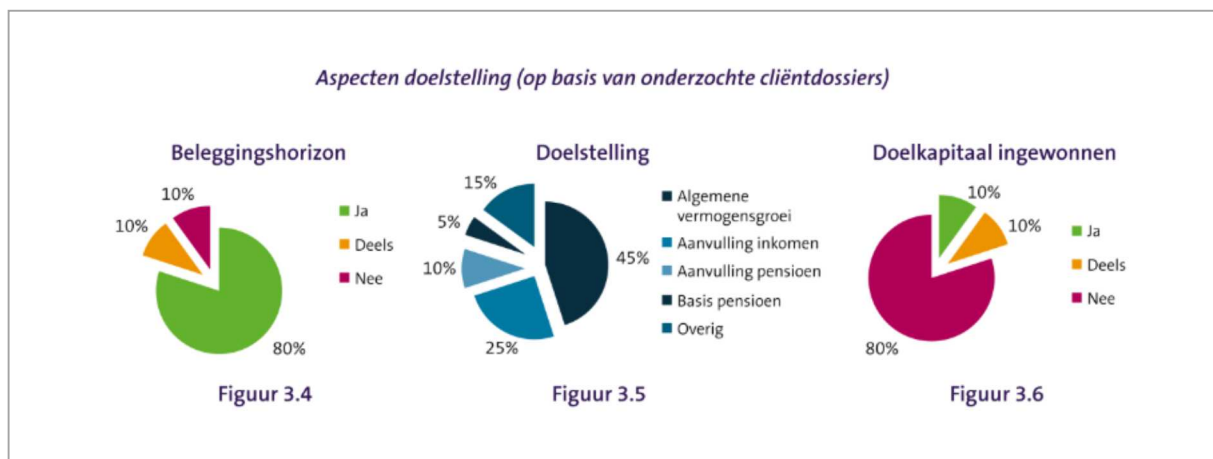
Uit het onderzoek blijkt dat informatie over de beleggingshorizon in veruit de meeste gevallen voldoende concreet wordt ingewonnen (zie Figuur 3.4). Indien gebruik wordt gemaakt van marges bij het bepalen van de beleggingshorizon, zijn deze in de meeste gevallen duidelijk genoeg en niet te ruim.

In vrijwel alle onderzochte dossiers is een doelstelling opgenomen. De omschrijving van deze doelstelling is niet altijd concreet. In een beperkt aantal van de onderzochte dossiers zijn er meerdere doelstellingen voor één effectendepot opgenomen, waarbij het niet duidelijk is wat de primaire doelstelling van de cliënt met betrekking tot de vermogensopbouw is. Daardoor is voor de adviseur niet duidelijk op welke doelstelling hij zich in eerste instantie moet richten, en hoe de doelstellingen zich tot elkaar verhouden.

In iets meer dan de helft van de onderzochte dossiers heeft de doelstelling van de cliënt betrekking op 'huidig of toekomstig inkomen', zoals aanvulling op inkomen, pensioen of aanvulling op pensioen (zie Figuur 3.5). In een beperkt aantal gevallen wordt de aflossing van de hypotheek als doelstelling opgegeven. In de overige gevallen wordt in de dossiers vaak gesteld dat er sprake is van 'algemene vermogensgroei'.

De AFM heeft in een aantal gevallen op basis van andere documenten in de cliëntdossiers geconstateerd dat het doel niet 'algemene vermogensgroei' was, maar dat de cliënten wel degelijk een (meer) concrete doelstelling hadden. Op basis hiervan concludeert de AFM dat de betreffende adviseurs in een aantal gevallen de doelstelling van de cliënt onvoldoende concreet hebben uitgevraagd.

In gevallen waarin de cliënt een concreet (toekomstig) doelkapitaal voor ogen heeft, is de hoogte van dit doelkapitaal en/of het daarbij horende streefrendement maar in een miniem aantal van de dossiers bekend (zie Figuur 3.6). Het merendeel van de ondernemingen vraagt dit gegeven niet uit. Indien de cliënt een inkomensdoelstelling heeft, ontbreekt in de meeste gevallen essentiële informatie (hoogte onttrekking, termijn, etc.). De AFM heeft in 2011 al nadrukkelijk aandacht gevraagd voor het volledig inventariseren en kwantificeren van de doelstellingen van de cliënt in de leidraad 'De klant in beeld: aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer'.<sup>26</sup>



#### iv. Risicobereidheid

Voor het onderdeel risicobereidheid is onderzocht in hoeverre is geïnventariseerd welke waardeschommelingen een cliënt accepteert, zowel tussentijds als aan het einde van looptijd. Verder is bekeken in hoeverre er aandacht is besteed aan de mentale risicobereidheid van de cliënt – hoe reageert de cliënt als de waarde van de portefeuille bepaalde karakteristieken vertoont, zoals een scherpe daling in korte tijd?

Het is van belang om inzicht te krijgen in de risicobereidheid van de cliënt omdat zo bepaald kan worden welk deel van zijn vermogen de cliënt in een jaar en aan het einde van de looptijd bereid is te verliezen. Ook is het belangrijk om vast te stellen welke kans op het niet behalen van de doelstelling de cliënt bereid is te accepteren.

**Verkeerd praktijkvoorbeeld:** In de vragenlijst van een beleggingsonderneming is de vraag opgenomen hoe erg de cliënt het vindt als het rendement in enig jaar lager is dan verwacht. Daarbij kan gekozen worden uit de antwoordopties 'Ik vind het heel erg', 'Ik vind het erg' en 'Ik vind het niet zo erg'.

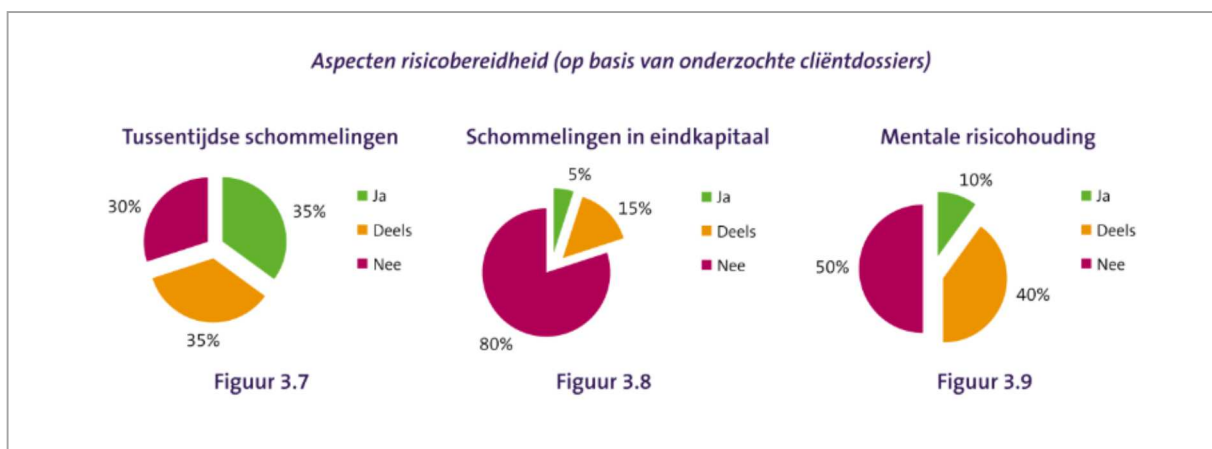
*Deze antwoorden zijn onvoldoende specifiek en te subjectief. Zeker bij afwezigheid van andere indicatoren over risicobereidheid krijgt de onderneming hierdoor geen inzicht in de bereidheid van de cliënt om een lager rendement te accepteren. De term 'lager rendement' geeft geen inzicht in de risico's. Ook is het de vraag welke consequenties 'erg' en 'heel erg' hebben voor het advies of beheer.*

<sup>26</sup> De AFM leidraad 'De klant in beeld: aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer' is hier beschikbaar: [www.afm.nl](http://www.afm.nl) > Over AFM > Actuele thema's AFM 2014 > Vermogensopbouw > Nieuws en naslag.

De AFM realiseert zich dat risicobereidheid één van de lastigste onderwerpen in de dienstverlening is. Risico is een subjectief begrip. Toch is het van belang dat risicobereidheid volledig en voldoende concreet wordt geïnventariseerd, zodat de passendheid van de portefeuille voor de cliënt gewaarborgd kan worden.

Uit het onderzoek blijkt dat slechts in een beperkt aantal cliëntdossiers informatie over risicobereidheid van de cliënt volledig en concreet genoeg wordt ingewonnen om de dienstverlening op te kunnen baseren. Daarmee is de risicobereidheid het aspect dat het minst goed door ondernemingen wordt geïnventariseerd.

Een aantal ondernemingen vraagt met behulp van enkele meerkeuzevragen de cliënt naar diens bereidheid tussentijdse waardeschommelingen te accepteren. De vragen en/of antwoorden daarbij zijn in een groot aantal gevallen echter niet concreet genoeg. Een aantal ondernemingen inventariseert bijvoorbeeld niet in hoeverre de cliënt bereid is tussentijdse schommelingen te accepteren (Figuur 3.7). De meeste ondernemingen weten niet in hoeverre de cliënt bereid is schommelingen in het eindkapitaal te accepteren (Figuur 3.8). Daarnaast vraagt ongeveer de helft van de ondernemingen de cliënt naar diens mentale risicobereidheid, maar in de meeste gevallen wordt de informatie niet zodanig concreet uitgevraagd dat men zich een beeld kan vormen over de mentale risicobereidheid van de cliënt (Figuur 3.9).



#### v. Kennis en ervaring

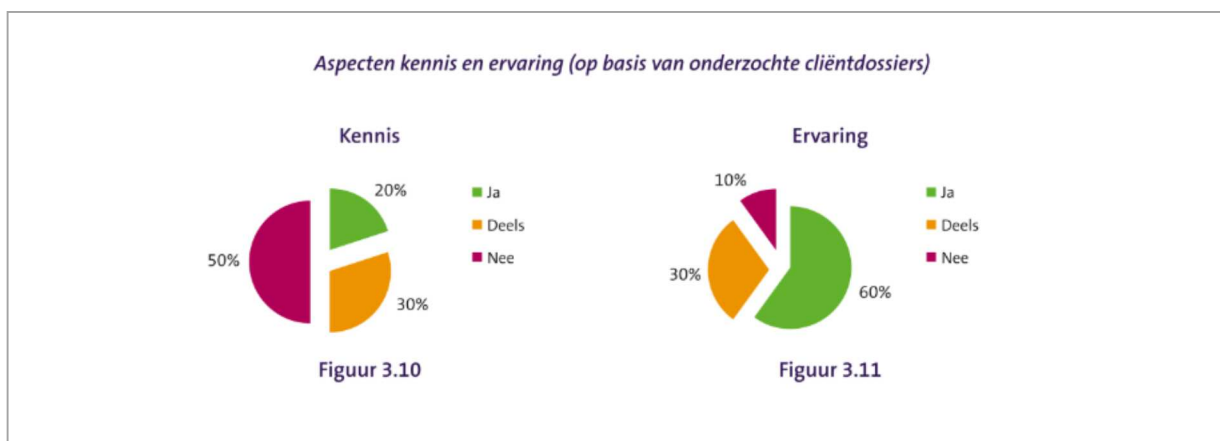
De AFM heeft onderzocht in hoeverre is geïnventariseerd welke ervaring de cliënt heeft met beleggen en welke kennis de cliënt heeft van beleggen.

Inzicht in de beleggingskennis en de ervaring van de cliënt met beleggen in specifieke financiële instrumenten, helpt de adviseur om in te schatten welke informatie hij de cliënt moet geven, voorafgaand en gedurende de dienstverlening. Alleen als de adviseur een beeld van de kennis en ervaring van de cliënt heeft, kan hij de cliënt beter informeren en adviseren over de risico's van bepaalde beleggingen. Ook kan hij de cliënt bij het adviseren dan gericht uitleggen waarom hij bepaalde adviezen geeft. Ten slotte helpt informatie over de kennis en ervaring de adviseur om de antwoorden van de cliënt beter te interpreteren.

**Goed praktijkvoorbeeld:** De cliënt wordt gevraagd aan te geven hoeveel aandelentransacties hij in de afgelopen jaren heeft verricht. Daarbij wordt aandacht besteed op welke manier de ervaring is opgedaan en de grootte van de transacties. Daarnaast wordt door middel van vragen en een kennistoets bepaald wat het kennisniveau van de cliënt is ten aanzien van aandelen.

*Het is van belang om zowel de ervaring van cliënt met beleggen in bepaalde financiële instrumenten uit te vragen, als de kennis te inventariseren. Dat is hierboven het geval. De kennis zal over het algemeen toenemen als de ervaring toeneemt, maar dit is niet altijd het geval.*

Uit het onderzoek blijkt dat ongeveer de helft van de ondernemingen de kennis van de cliënt (deels) uitvraagt, terwijl de andere 50% de kennis niet inventariseert (Figuur 3.10). De ervaring die de cliënt heeft met beleggen wordt vaker uitgevraagd (Figuur 3.11). Een aantal aspecten, zoals beroep en opleiding wordt vaak uitgevraagd. Een aantal andere deelonderwerpen, zoals de wijze waarop de ervaring is opgedaan, wordt vaak niet geïnventariseerd.



## b. Actualisatie

Het is belangrijk dat de adviseur periodiek (bij voorkeur jaarlijks en bij belangrijke *life events*<sup>27</sup>) verifieert of de verschillende aspecten van het klantbeeld zijn veranderd. De cliënt kan bijvoorbeeld zijn doelstelling tussentijds aanpassen of zijn risicobereidheid kan veranderen. Ook zijn financiële situatie kan veranderen. Het klantbeeld is het vertrekpunt van de dienstverlening. Het is dus bij doorlopende dienstverlening zoals de beleggingsdienstverlening van belang dat er ook doorlopend inzicht is in de actuele situatie van de cliënt. De AFM is overigens van mening dat bij een *life event* het de primaire verantwoordelijkheid van de cliënt is om zijn adviseur hierover te informeren. Dit betekent niet dat de cliëntinventarisatie jaarlijks of bij belangrijke *life events* in zijn geheel herhaald moet worden. De AFM verwacht wel dat de adviseur over de relevante aspecten van de cliënt periodiek controlevragen stelt om te bepalen of de relevante aspecten van de cliënt zijn gewijzigd. Indien nodig vraagt hij door. Dit geldt in het bijzonder voor de financiële positie, doelstelling en risicobereidheid van de cliënt.<sup>28</sup>

<sup>27</sup> Bijvoorbeeld scheiding, gezinsuitbreiding, pensioen.

<sup>28</sup> Het is aan de beleggingsonderneming om in overleg met de cliënt een keuze te maken over de wijze waarop de cliëntinformatie wordt geactualiseerd en de wijze waarop deze informatie in het cliëntdossier wordt vastgelegd. Daarbij dient de

Daarnaast kan de adviseur van grote toegevoegde waarde zijn bij het monitoren en inzichtelijk maken in hoeverre de cliënt op schema ligt om zijn doelstelling te realiseren. Hij kan dan wenselijke of noodzakelijke aanpassingen voorstellen en/of doorvoeren die bijdragen aan het realiseren van de doelstelling van de cliënt.

#### **i. Algemene bevindingen**

In een aantal dossiers is de financiële positie van de cliënt periodiek geactualiseerd. Zaken als risicobereidheid en doelstelling worden echter in vrijwel geen van de dossiers bijgewerkt. Er is hier overigens een grote discrepantie tussen wat ondernemingen in hun beleid zeggen te doen en de onderbouwing die volgt uit de cliëntdossiers. De onderzochte ondernemingen stellen in hun beleid minimaal jaarlijks met de cliënt te spreken over diens situatie. Uit de meeste dossiers blijkt echter niet dat met de cliënt wordt gesproken over de relevante gegevens.

Een aantal ondernemingen heeft de AFM een document verstrekt op basis waarvan zij de cliëntgegevens actualiseert. Dit betreft over het algemeen een vooraf ingevuld document waarbij de cliënt door middel van een handtekening aangeeft dat zijn situatie niet is veranderd. In het beleid staat in deze gevallen wel dat de cliëntgegevens actueel moeten zijn. Uit de dossiers blijkt vervolgens dat ondernemingen alleen aan de cliënt vragen of de gegevens zoals gepresenteerd in het standaarddocument nog kloppen. Omdat in een aantal cliëntdossiers enkel een ondertekend standaarddocument is aangetroffen, maar er geen verdere gegevens beschikbaar waren, is bij de AFM het beeld ontstaan dat voor een aantal ondernemingen de actualisatie van cliëntgegevens op deze manier slechts tot doel heeft om te voldoen aan de letter van de wet.

**Verkeerd praktijkvoorbeeld:** De cliënt geeft in 2007 aan dat zijn beleggingshorizon 4 tot 6 jaar bedraagt. Er is geen geactualiseerde informatie beschikbaar over de doelstelling van de cliënt, terwijl de cliënt in 2014 nog steeds cliënt is.

*De beleggingshorizon van cliënt is al verstreken. Uit het dossier blijken geen andere wensen van cliënt met betrekking tot het vermogen. Door periodiek contact met de cliënt te onderhouden en te spreken over de relevante cliëntgegevens, kan dit soort situaties voorkomen worden.*

Een vergelijkbaar beeld komt naar voren bij de vraag of ondernemingen monitoren in hoeverre de cliënt op schema ligt om zijn doelstelling te behalen. Het overgrote deel van de ondernemingen geeft aan de AFM aan dat zij dit doet, maar uit de cliëntdossiers blijkt dat slechts één onderneming uit het onderzoek voor een deel van haar cliënten monitort in hoeverre de cliënt op schema ligt om zijn doelstelling te behalen. Hier liggen nog veel kansen voor ondernemingen om de dienstverlening verder te professionaliseren, zeker voor zover het cliënten betreft die een concrete doelstelling (en niet enkel een streefrendement) hebben.



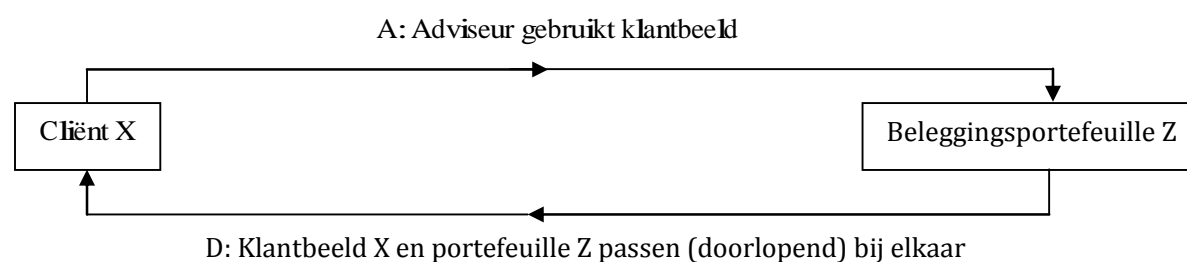
#### 4. Passendheid van het risicoprofiel en de beleggingsportefeuille

De adviseur heeft een belangrijke toegevoegde waarde bij het adviseren van een beleggingsoplossing, zoals vermogensbeheer of beleggingsadvies, die past bij de cliënt.<sup>29</sup> In het onderzoek is gekeken naar de wijze waarop de individuele cliëntgegevens worden vertaald in een risicoprofiel, voor zover de onderneming een risicoprofiel hanteert. Ook is onderzocht in hoeverre de portefeuille bij de individuele cliënt past.

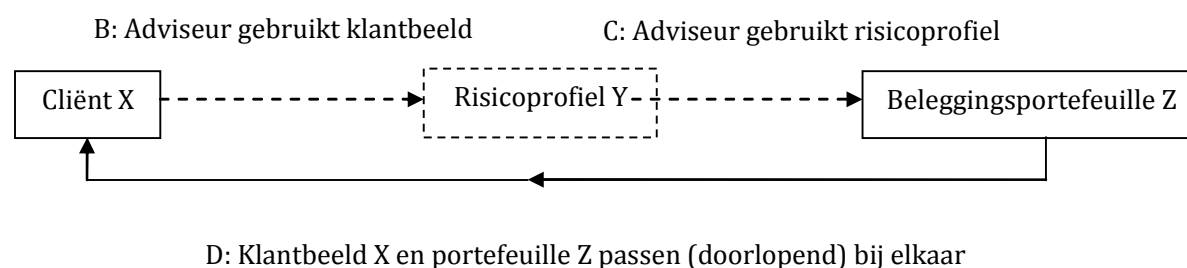
##### a. Algemeen

De adviseur hoort de cliënt te kennen en kan daarom een voor de cliënt passende beleggingsportefeuille adviseren of beheren. Een zeer belangrijk aspect van de dienstverlening is de vertaling door de adviseur van het klantbeeld naar een passende beleggingsportefeuille. Dit kan op verschillende manieren, die hieronder zijn toegelicht (Figuur 4.1 en 4.2).

Figuur 4.1: grafische weergave passendheid bij geen gebruik risicoprofiel



Figuur 4.2: grafische weergave passendheid bij gebruik risicoprofiel



De adviseur kan de cliëntgegevens gebruiken om direct een beleggingsportefeuille samen te stellen (Stap A). Veel ondernemingen maken echter gebruik van de tussenstap van risicoprofielen, waaraan vervolgens een modelportefeuille met bepaalde bandbreedtes is gekoppeld. Deze ondernemingen vertalen het klantbeeld naar een risicoprofiel (Stap B) en adviseren of beheren vervolgens een portefeuille die past bij het gedefinieerde risicoprofiel (Stap C). Uiteindelijk zorgt de onderneming ervoor dat de portefeuille (doorlopend) bij de cliënt past (Stap D). Daarbij maakt het niet uit of een onderneming gebruik maakt van risicoprofielen en daarbij horende (gedeeltelijke) modelportefeuilles of van zogenaamde maatwerk portefeuilles.

<sup>29</sup> Dit ziet op de verplichting als bedoeld in artikel 4:23, eerste lid, onderdeel a, Wft.

### **b. Koppeling klantbeeld en risicoprofiel (Stap B)**

Het overgrote deel van de onderzochte ondernemingen maakt gebruik van risicoprofielen. Enkele ondernemingen gebruiken de cliëntgegevens om direct tot een beleggingsportefeuille te komen en maken geen gebruik van een risicoprofiel.<sup>30</sup> De bevindingen in deze paragraaf hebben alleen betrekking op de ondernemingen die risicoprofielen hanteren.

Het is van belang dat bij het gebruik van risicoprofielen de verschillende aspecten van de cliëntinformatie op een juiste wijze betrokken worden bij het advies of beheer.

De AFM heeft gekeken naar het beleid op dit gebied, door de systematiek waarmee het klantbeeld en risicoprofiel worden gekoppeld, te beoordelen. Daarnaast heeft zij zich een oordeel gevormd over de wijze waarop de koppeling tussen het klantbeeld en het risicoprofiel daadwerkelijk is gemaakt in de cliëntdossiers.

**Verkeerd praktijkvoorbeeld:** Op basis van het aantal punten wordt door de onderneming een risicoprofiel toegewezen aan de cliënt. De cliënt geeft bij de inventarisatie duidelijk aan dat zijn financiële positie hem in staat stelt grote verliezen te lijden. De cliënt geeft echter in zijn antwoorden op verschillende vragen aan, dat hij zich zeer onprettig voelt bij grote verliezen. Via de puntentelling komt de cliënt uit op een portefeuille waarbij er een aanzienlijke kans is op grote verliezen.

*Hoewel de cliënt grote verliezen kan dragen, lijkt het er op dat hij dit niet wenst. De onderneming dient in dit geval rekening te houden met die risicobereidheid bij het adviseren over of beheren van het vermogen, door bijvoorbeeld aanvullende vragen te stellen en/of de puntentelling aan te passen. In dit geval zal het risico van de geadviseerde portefeuille waarschijnlijk niet passen bij de risicobereidheid van de cliënt.*

Uit de ontvangen beleidsstukken blijkt dat veel ondernemingen het risicoprofiel baseren op een vragenlijst waarbij de cliënt voor iedere antwoordoptie punten krijgt. Deze punten bepalen vervolgens het risicoprofiel (en een groot deel van beleggingsportefeuille) van de cliënt. Ondernemingen hanteren ook andere methoden om tot een risicoprofiel te komen, zoals het plaatsen van de cliënt in een bepaald risicoprofiel (bijvoorbeeld 'neutraal'),<sup>31</sup> tenzij de cliënt bepaalde kenmerken heeft (bijvoorbeeld een beleggingshorizon korter dan drie jaar). Als er sprake is van een dergelijk kenmerk, wordt het risicoprofiel aangepast, of wordt de cliënt geadviseerd niet te beleggen.

Enkele ondernemingen hebben niet duidelijk kunnen maken op basis van welke systematiek men de cliënt een bepaald risicoprofiel adviseert. In alle door de AFM onderzochte methoden is het mogelijk dat er een niet bij het klantbeeld passend risicoprofiel wordt vastgesteld, resulterend in een niet passende beleggingsportefeuille (Figuur 4.3). Zo kan in één van de gehanteerde methoden, die

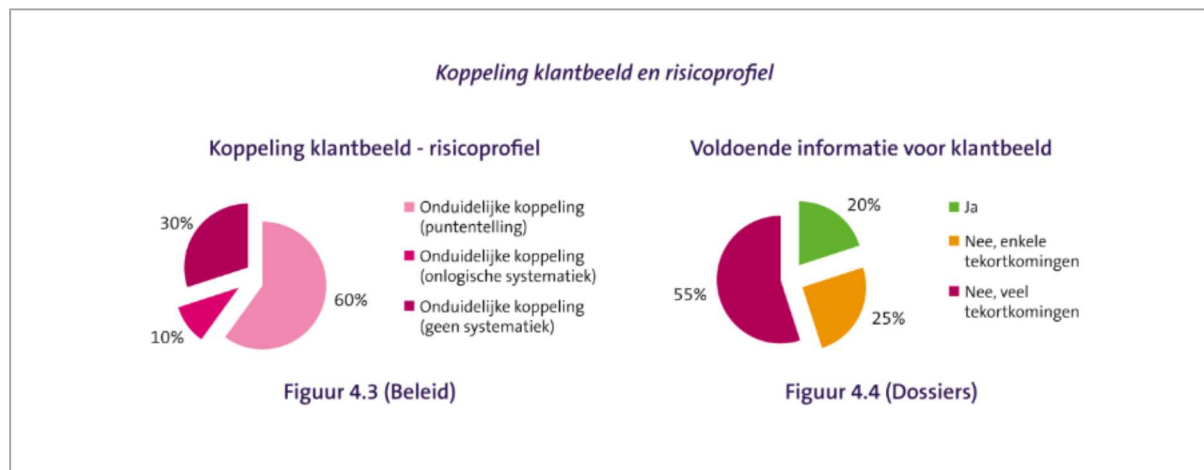
<sup>30</sup> Het staat ondernemingen vrij om gebruik te maken van een risicoprofiel. Het is van belang dat de daadwerkelijke portefeuille past bij een (individuele) cliënt.

<sup>31</sup> Het gebruik van de termen om een risicoprofiel aan te duiden, zoals de term 'neutraal' is enkel ter illustratie van een casus. Het is aan de onderneming zelf om haar risicoprofielen een passende en niet misleidende naam te geven.

overigens door een aantal ondernemingen wordt gehanteerd, het optellen van de punten er in resulteren dat bij de antwoordoptie ‘beleggingshorizon langer dan twintig jaar’ en ‘ik accepteer tussentijds kleine schommelingen in mijn vermogen’, toch een ‘zeer offensief’ risicoprofiel<sup>32</sup> wordt geadviseerd.

De AFM heeft niet alleen de systematiek om te komen tot een passend advies beoordeeld, maar ook bekeken hoe de systematiek is toegepast in de individuele cliëntdossiers. In het merendeel van de dossiers is dit onduidelijk. Dit wordt in meer dan de helft van de gevallen veroorzaakt doordat er onvoldoende cliëntgegevens bekend zijn (zie hoofdstuk 3 en Figuur 4.4). In de dossiers waarin voldoende informatie ingewonnen is, is de systematiek op zichzelf onvoldoende. Zo blijkt in de meeste gevallen dat er bij de puntentelling die gehanteerd wordt, geen rekening wordt gehouden met tegenstrijdige antwoorden. Zo adviseert bijvoorbeeld één onderneming uit het onderzoek elke cliënt hetzelfde risicoprofiel, tenzij is voldaan aan bepaalde vereisten. Omdat de vereisten generiek zijn, en er weinig ruimte voor nuance bestaat, bestaat er nog altijd het risico van een verkeerde indeling in risicoprofielen.

Ten slotte wordt in een aantal onderzochte dossiers van de gehanteerde systematiek afgeweken, zonder dat duidelijk is waarom. Dit is bijvoorbeeld het geval als de cliënt op basis van de systematiek uitkomt op een ‘neutraal’ profiel, maar hij en/of zijn adviseur besluit zonder verdere onderbouwing te kiezen voor het ‘offensief’ of ‘defensief’ profiel.



### c. Koppeling klantbeeld en beleggingsportefeuille (Stap A en D)

Uitgangspunt is dat de beleggingsportefeuille past bij de individuele cliënt. Dit betekent dat alle relevante cliëntinformatie wordt meegenomen in het bepalen van de portefeuille (en het eventuele risicoprofiel). Daarnaast is het belangrijk dat uit de cliëntdossiers blijkt dat het risico van de beleggingsportefeuille past bij het risico dat de individuele cliënt kan en wil lopen. De veelvoorkomende tussenstap van het gebruik van een risicoprofiel mag geen belemmering zijn voor

<sup>32</sup> Het gebruik van de termen om een risicoprofiel aan te duiden, zoals de term ‘zeer offensief’ is enkel ter illustratie van een casus. Het is aan de onderneming zelf om haar risicoprofielen een passende en niet misleidende naam te geven.

de passendheid van de portefeuille. Het uitgangspunt moet in deze gevallen nog steeds zijn dat de beleggingsportefeuille aansluit bij de cliëntgegevens van de individuele cliënt.

Indien er sprake is van beleggingsadvies, is er een mogelijkheid dat de beleggingsportefeuille niet past bij de individuele cliënt. Dit is bijvoorbeeld het geval als de cliënt zelf besluit niet conform het advies van de onderneming te beleggen. Indien dit het geval is, is er een verantwoordelijkheid voor de onderneming met de cliënt te bespreken dat de portefeuille niet past bij zijn cliëntgegevens. Het is vervolgens aan de cliënt om actie te ondernemen.

**Goed praktijkvoorbeeld:** De cliënt geeft aan dat hij in een normaal jaar een waardedaling accepteert van maximaal tien procent. De onderneming hanteert een standaarddeviatie op basis van historische cijfers, waarmee zij vaststelt dat de verwachte waardedaling van de portefeuille van de cliënt in een normaal jaar niet meer dan tien procent zal bedragen. Daarnaast berekent de onderneming op basis van een scenarioanalyse welke kans de cliënt heeft op het behalen van zijn doelstelling. Ten slotte hanteert de onderneming onder andere limieten en liquiditeitsparameters om deze aspecten van risico te monitoren.

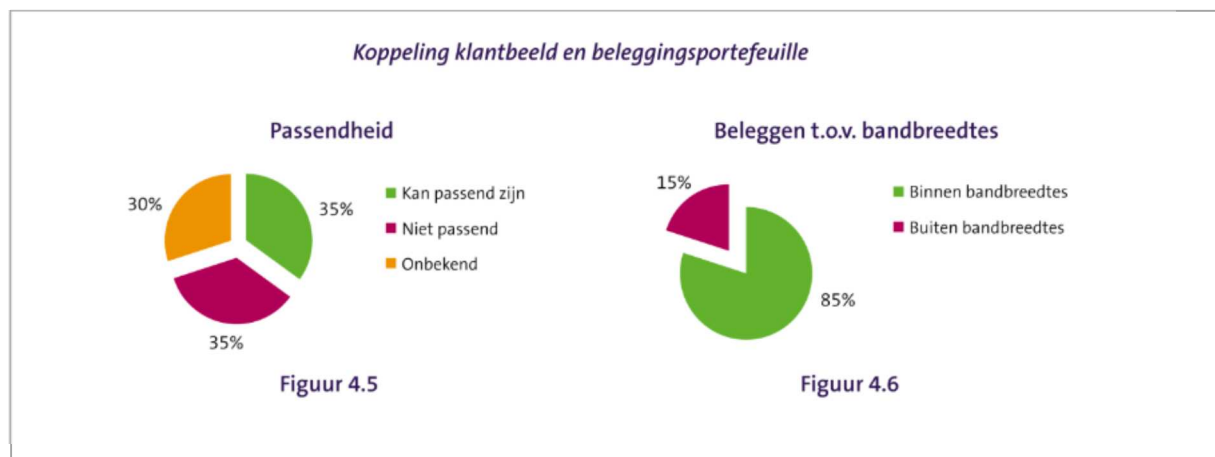
*De onderneming vraagt naar de risicotolerantie van de cliënt in een bepaald jaar. Daardoor kan zij een gedeeltelijk toetsen of de beleggingsportefeuille ook past (nu en in de toekomst) bij de cliënt. Door ook andere aspecten van de risicobereidheid en de doelstelling mee te nemen bij het monitoren van de portefeuille (bijvoorbeeld de kans op het behalen van de doelstelling gegeven een verwacht risico en het streefrendement), kan de onderneming er voor zorgen dat de portefeuille passend is.*

Enkele ondernemingen hebben aangetoond dat zij er bij vermogensbeheer voor zorgen dat de beleggingsportefeuille gedeeltelijk past bij de individuele cliënt, of dat zij bij beleggingsadvies monitoren of de portefeuille gedeeltelijk past bij de individuele cliënt. Zij doen dit bijvoorbeeld door een gestandaardiseerde risicomaatstaf voor de portefeuille vast te stellen, of door bij de start de passendheid van de portefeuille bij de individuele cliënt te controleren. Enkele andere ondernemingen hanteren rendement-, risico- en kostenparameters, die hen (met gebruik van het klantbeeld) in staat zouden moeten stellen de passendheid te beoordelen. Deze ondernemingen kunnen echter niet aantonen dat zij deze parameters gebruiken om de passendheid van de portefeuille voor de individuele cliënt te toetsen.

Verschillende ondernemingen hanteren een bepaald streefrendement bij elke portefeuille, op basis van historische cijfers. Deze ondernemingen gebruiken dit streefrendement echter niet om te bepalen of het realistisch is te verwachten dat de cliënt zijn doelstelling (zoals het aflossen van een hypotheek of een aanvullend pensioen) behaalt. Ten slotte hanteert een aantal ondernemingen geen rendements-, risico- en/of kostenparameters, waardoor ze niet kunnen aantonen dat zij er doorlopend voor zorgen dat de beleggingsportefeuille past bij de individuele cliënt. Bij beleggingsadvies kunnen deze ondernemingen niet aantonen dat ze controleren dat de portefeuille past bij de individuele cliënt (zie ook paragraaf 2b over het monitoren van de beleggingsportefeuille).

Om te onderzoeken of de portefeuille bij de individuele cliënt past, is inzicht nodig in de karakteristieken van de portefeuille. In een aantal gevallen had de onderneming echter niet de beschikking over deze karakteristieken (zie paragraaf 2b over het monitoren van de beleggingsportefeuille). Daardoor kan de AFM enkel vaststellen dat de beleggingsportefeuille passend zou kunnen zijn, maar de onderneming kan dit zelf niet aantonen (zie Figuur 4.5). In ongeveer een derde van de onderzochte cliëntdossiers heeft de AFM niet kunnen vaststellen dat aan de cliënt passende dienstverlening is verleend, omdat cruciale cliëntgegevens ontbreken (zie Figuur 4.4). In ongeveer een derde van de onderzochte cliëntdossiers heeft de AFM vastgesteld dat de door de onderneming voorgestelde beleggingsportefeuille niet past bij de individuele cliënt (Figuur 4.5). Zo heeft de AFM in een aantal dossiers gezien dat het door cliënt gewenste rendement of risico (zoals blijkt uit de inventarisatie) en het door de onderneming verwachte rendement van de portefeuille of risico (op basis van historische cijfers) in een normaal jaar significant van elkaar afwijken.

De AFM heeft verder geconstateerd dat er in ongeveer vijftien procent van de onderzochte vermogensbeheerdossiers voor cliënten belegd wordt buiten de door de onderneming vastgestelde bandbreedtes (Figuur 4.6).<sup>33</sup>



<sup>33</sup> Dit betreft enkel beheerdossiers. Indien de adviesdossiers ook meegenomen worden, stijgt dit percentage.

## **5. Ontwikkelingen kwaliteit van beleggingsdienstverlening**

De AFM heeft de verschillende brancheorganisaties om een reactie gevraagd op dit rapport. In dit hoofdstuk zijn de door de AFM ontvangen reacties van de brancheorganisaties voor banken en beleggingsondernemingen opgenomen. Dit hoofdstuk geeft daarmee een overzicht van de verbeterstappen die verschillende belanghebbenden hebben toegezegd.

### **a. Reactie van de banken**

De resultaten van het onderzoek zijn besproken met de vijf in het onderzoek betrokken banken en de Nederlandse Vereniging van Banken. De banken hebben reeds voor het onderzoek aangegeven bezig te zijn met verbeteringen, mede naar aanleiding van de door de AFM uitgebrachte leidraden. Zij herkennen de aandachtspunten in het rapport. Zij hebben aangegeven dat het rapport van de AFM belangrijke aanknopingspunten bevat om in het belang van de cliënt de dienstverlening verder te verbeteren en de vastlegging in dossiers van wat met cliënten wordt besproken aan te scherpen.

De banken hebben aangegeven grote waarde te hechten aan passende advies- en beheer-beleggingsdienstverlening aan hun cliënten; dienstverlening waarin het belang van de cliënt centraal staat. Dit is een voorwaarde voor het vertrouwen van de cliënt in zijn bank en in de financiële sector in het algemeen. Om dit te bereiken hebben banken de afgelopen jaren al flinke stappen gezet om de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening te vergroten, ook op andere aspecten dan de AFM in het onderzoek heeft betrokken. Een goed voorbeeld is het per 1 januari van dit jaar ingegane provisieverbod. Dit heeft gezorgd voor transparantere kostenstructuren die in het belang zijn van de cliënt.

De banken vinden dat bij goede dienstverlening ook het professional judgement van de adviseur zeer belangrijk is. Daarom hebben banken aangegeven te blijven investeren in het opleidings- en kennisniveau van hun medewerkers. Deze opleidingen zijn gericht op gedrag en inhoud, bijvoorbeeld uitleg over waarom bepaalde vragen bij een inventarisatie aan de cliënt worden gesteld en hoe een adviseur hier vervolgens mee aan de slag gaat. Banken werken ook aan het ontwikkelen van de kennis van medewerkers op het gebied van financiële planning. En recentelijk zijn – mede op aandringen van de banken - de DSI-eisen verder aangescherpt, bijvoorbeeld door het ingestelde vaardigheidsexamen en een vernieuwd kennis- en integriteitsexamen. De lat wordt hiermee voor de adviseur hoger gelegd zodat de dienstverlening aan de cliënt op een hoger niveau komt te liggen.

De banken hebben aangegeven verder te gaan op de ingeslagen weg om de cliënt goed te bedienen en de gesprekken met cliënten beter vast te leggen in dossiers. De bevindingen en conclusies uit dit rapport zijn behulpzaam in dit traject. Ten aanzien van deze bevindingen en conclusies hebben de banken aangegeven stappen te zetten om de kwaliteit van hun dienstverlening verder te verbeteren.

De banken hebben een drietal voorbeelden aangedragen, waarmee zij willen laten zien op welke wijze zij verbeteringen zullen doorvoeren:

*Voorbeeld 1: Goede cliëntinventarisatie*

Passende dienstverlening begint bij de basis: het zorgvuldig bespreken én actueel houden van de financiële positie, doelstellingen, risicobereidheid, kennis en ervaring van de cliënt. Banken investeren in verdere verbetering en vastlegging van de cliëntinventarisatie. Veel banken hebben reeds onderdelen van de inventarisatie vernieuwd, of zijn hiermee bezig. Denk hierbij aan nieuwe tools om de financiële positie en mentale risicobereidheid van hun cliënten in kaart te kunnen brengen.

*Voorbeeld 2: Passende beleggingsportefeuilles*

Als de bank een goed beeld heeft verkregen van de cliënt kan een passende beleggingsportefeuille worden samengesteld. Via cliëntrapportages zal de komende jaren nog meer inzicht aan de cliënt worden gegeven over de risico's, rendementen in de portefeuille en de haalbaarheid van zijn beleggingsdoelstelling.

*Voorbeeld 3: Kwaliteit beleggingsportefeuilles*

Ook hebben banken aangegeven beter vast te leggen op basis van welke criteria beleggingsbeslissingen worden genomen en dit via cliëntenrapportages aan de cliënt inzichtelijk te maken. Het gaat hier onder andere om kaders voor de samenstelling van de beleggingsportefeuilles, selectie van beleggingstitels en periodieke monitoring.

*Tot slot*

Banken werken in het continue spanningsveld van verdere aanscherping van passende beleggingsdienstverlening en wat operationeel en kostentechnisch haalbaar is. Hiermee dient te worden geborgd dat beleggingsdienstverlening toegankelijk blijft voor zowel de grote groep minder vermogende als de kleinere groep vermogende particuliere beleggers. Dit is extra van belang in een tijd waarin vermogensopbouw – mede door een terugtrekkende overheid – voor veel huishoudens van toenemend belang is.

De AFM is positief over de constructieve dialoog die ze voert met de banken over de wijze waarop de beleggingsdienstverlening verbeterd kan worden. De AFM heeft ook geconstateerd dat banken daadwerkelijk bezig zijn met de genoemde verbetertrajecten. De AFM is positief over de toezegging verbetermaatregelen te implementeren en zal de vorderingen van de banken nauwlettend volgen.

**b. Reactie van de beleggingsondernemingen**

Verschillende brancheorganisaties voor beleggingsondernemingen hebben kennis genomen van het rapport. De AFM heeft gesproken met de volgende brancheorganisaties:

- de Vereniging van Vermogensbeheerders & Adviseurs (VV&A);
- de Vereniging Echt Onafhankelijke Vermogensadviseurs (VEOV); en
- de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS).

**i. Reactie van de Vereniging van Vermogensbeheerders & Adviseurs (VV&A)**

De VV&A heeft aangegeven waarde te hechten aan kwalitatief goede dienstverlening aan (particuliere) beleggers. Suggesties ter verbetering van die dienstverlening, ongeacht of die suggesties gebaseerd zijn op wet- en regelgeving, stelt de VV&A op prijs. Dit geldt dus ook voor de bevindingen en aanbevelingen die de AFM in dit rapport doet.

De VV&A heeft aangegeven dat het haar streven is om de dienstverlening aan (particuliere) beleggers naar een hoger niveau te brengen. De VV&A is om die reden voorstander van de invoering van een totale of vergelijkende kostenmaatstaf, zodat aan beleggers volledige transparantie kan worden gegeven over de totale kosten van de dienstverlening en de beleggingen zelf. Ook is de VV&A voorstander van de invoering van de bankierseed met bijbehorend tuchtrecht. Ten slotte werkt de VV&A, in samenwerking met DSI, aan het versterken van de vakbekwaamheid.

De inhoud van het rapport van de AFM is voor de VV&A aanleiding om verder te streven naar een aantal tastbare resultaten ter verbetering van de dienstverlening op de door de AFM gesignaleerde punten. De VV&A zal daartoe in overleg met haar leden treden en zo nodig aanbevelingen doen.

De VV&A is in het bijzonder voornemens om te onderzoeken op welke wijze door beleggingsondernemingen beter in kaart kan worden gebracht wat de wensen van de cliënten zijn. De VV&A richt zich hierbij onder andere op de door de cliënt beoogde doelstellingen, waaronder het in het AFM-rapport genoemde doelvermogen (de verwachte waarde van de beleggingen aan het einde van de beleggingshorizon, voor zover er een concreet doelvermogen is). Daarnaast wil de VV&A onderzoeken hoe de duur van de belegging, de gewenste hoogte van het rendement en de periode waarbinnen dit moet worden bereikt, en de precieze doelstelling(en) van de cliënt beter in kaart gebracht kunnen worden. Zo wordt de cliënt beter in staat gesteld een afgewogen oordeel te vormen tussen risico en rendement. Dit komt bovendien de dialoog tussen de cliënt en de beleggingsonderneming en de wederzijdse verwachtingen ten goede.

Volgens de VV&A past het de beleggingsonderneming om de cliënt tussentijds adequaat te informeren over onder meer de mate van waarschijnlijkheid dat het beoogde doelvermogen wordt behaald. Dit biedt zowel de cliënt als de beleggingsonderneming de mogelijkheid om met elkaar te bepalen of de gekozen beleggingsstrategie nog altijd passend is. Zo nodig kan de beleggingsstrategie bijgesteld worden, ook bijvoorbeeld in het geval dat er nog andere wijzigingen in de doelstellingen van de cliënt zijn opgetreden. Het is daarbij volgens de VV&A vanzelfsprekend dat de inspanningen van de beleggingsonderneming erop gericht moeten zijn om binnen de door de cliënt gemaakte keuzes zo goed mogelijk invulling te geven aan de portefeuille (of om daarover te adviseren) zodat de doelstelling van de cliënt, waaronder het beoogde doelvermogen, kan worden behaald.

De VV&A vindt dat het bestaan van open normen in wetgeving beleggingsondernemingen de ruimte biedt om aan het bovenstaande invulling te geven op een wijze die past bij het karakter van iedere beleggingsonderneming. Verschillen tussen de wijze waarop beleggingsondernemingen invulling



geven aan hun verantwoordelijkheid zijn onvermijdelijk en ook wenselijk, mits het klantbelang daarbij centraal wordt gesteld.

Nadere wetgeving of richtlijnen (zoals leidraden) van de AFM zijn naar het oordeel van VV&A niet nodig om verbeteringen in de dienstverlening door te voeren. Het is immers in het belang van beleggingsondernemingen dat hun cliënten vertrouwen hebben in die dienstverlening en ook zelf de toegevoegde waarde van hun beleggingsadviseur of vermogensbeheerder erkennen.

De AFM is positief over de door de VV&A toegezegde maatregelen om de kwaliteit van beleggingsdienstverlening te verbeteren. De AFM verwacht dat deze maatregelen bijdragen aan een verbetering van de kwaliteit van beleggingsdienstverlening.

## **ii. Reactie van de Vereniging Echt Onafhankelijke Vermogensadviseurs (VEOV)**

De VEOV is positief over het feit dat zij de mogelijkheid heeft gekregen om suggesties voor nuancerings voor het rapport aan te leveren. Verder waardeert zij dat zij de mogelijkheid heeft gekregen om een bijdrage te leveren aan dit hoofdstuk.

De VEOV is het met de AFM eens dat er in de markt van beleggingsdienstverlening ruimte is voor verbetering. Daarbij heeft de VEOV ook aangegeven dat zij de leidraden van de AFM als zinvol en richtinggevend ervaart. De AFM zou - naar de mening van de VEOV - in haar publicaties, waaronder dit rapport, meer aandacht kunnen besteden aan de verhouding tussen de leidraden van de AFM en het wettelijk kader.

De VEOV constateert verder – met onderhavig rapport als onderbouwing – dat de vertaling van wettelijke vereisten (en de leidraad) naar marktpraktijken in een aantal gevallen kennelijk niet geheel vlekkeloos verloopt. In dit kader roept de VEOV de AFM op om te onderzoeken of het mogelijk is om vanuit de AFM eenduidig aan te geven op welke wijze de inventarisatie en passendheid gewaarborgd moet worden.

Ten slotte heeft de VEOV aangegeven dat de cliënt ook een verantwoordelijkheid heeft bij de invulling van beleggingsdienstverlening. Dit is bijvoorbeeld het geval als de cliënt wil afwijken van een voor de cliënt passend advies. Deze ruimte moet naar de mening van de VEOV nog steeds aan cliënten geboden worden.

De AFM is positief over het feit dat de VEOV ook erkent dat er ruimte is voor verbetering in de markt van beleggingsdienstverlening. Het is de verantwoordelijkheid van de beleggingsondernemingen om zorg te dragen voor kwalitatief goede dienstverlening. De AFM gaat er dan ook van uit dat de VEOV dit rapport verder onder de aandacht brengt, waardoor dit rapport door partijen gebruikt kan worden om eventuele verbeterpunten te identificeren en hier opvolging aan te geven.

### iii. Reactie Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS)

DUFAS hecht grote waarde aan een goede kwaliteit van beleggingsdienstverlening. Zeker nu er op dit moment duidelijke veranderingen in de marktbediening optreden als gevolg van onder meer het toenemend gebruik van internet en directe facturering van dienstverleningskosten aan de klant, getuigt dit onderzoek van de AFM van een goede timing. DUFAS gaat op basis van dit onderzoek gaarne de dialoog met de AFM aan op welke wijze de dienstverlening kan worden geoptimaliseerd.

DUFAS is het eens met de AFM dat er in de markt van beleggingsdienstverlening ruimte is voor verbetering. Vaak zijn de door te voeren verbeteringen specifiek voor een of enkele ondernemingen, maar sommige zijn generieker. Dat geldt bijvoorbeeld voor de vakbekwaamheid en daaraan wordt in DSI verband dan ook hard gewerkt.

Ook herkent DUFAS de conclusie uit het rapport dat er in de praktijk te weinig aandacht wordt gegeven aan – kort gezegd – het in kaart brengen van de doelstellingen van de klant en het afstemmen van het beleggingsbeleid op het bereiken van die doelstelling.

DUFAS zal haar leden inhoudelijk ondersteunen om het proces rondom de klantinventarisatie en passendheid, en de relatie in het geheel tussen de dienstverlener en de klant, te verbeteren. Daartoe zal DUFAS een nadere Handreiking voor haar leden maken, naast haar bestaande inzet op het DSI opleidingskader.

DUFAS benadrukt ook het belang van schriftelijke vastlegging. Dit is niet alleen belangrijk voor het toezicht door de AFM, of omdat uit dit onderzoek verbeteringen zouden blijken, maar tevens vanwege de verantwoordingsplicht naar de klant.

DUFAS is daarbij van mening dat de klant ook een eigen verantwoordelijkheid heeft bij een goede invulling van beleggingsdienstverlening. Op sommige punten verwacht de AFM, zo blijkt uit de praktijk, teveel van de klant, die niet houdt van een 'papierwinkel'. Het belang van goede informatieverschaffing aan de beleggingsadviseur wordt niet door iedereen op waarde geschat. De AFM vindt dat de dienstverlener de dienstverlening moet weigeren als hij de opgevraagde informatie niet krijgt. DUFAS vindt dat laatste veel te ver gaan. De klant moet zijn eigen keuzes bewust kunnen maken.

De AFM is positief over de door de DUFAS toegezegde inhoudelijke ondersteuning aan leden om de kwaliteit van beleggingsdienstverlening te verbeteren. De AFM hoopt dat DUFAS deze ondersteuning met de juiste mate van urgentie en spoedig aan leden aanbiedt.





**Autoriteit Financiële Markten**

T 020 797 2000 | F 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM

**[www.afm.nl](http://www.afm.nl)**

De tekst in deze publicatie is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. 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 publicatie.

Amsterdam, februari 2014