



## Belangrijke inzichten over zelfstandige beleggers

Publicatie datum: december 2015

## Autoriteit Financiële Markten

De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten.

Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

# Inhoudsopgave

Introductie	4
1. Zelfstandige beleggers in Nederland	6
Waarom is de AFM geïnteresseerd in zelfstandige beleggers?	6
Wie is de (zelfstandige) Nederlandse belegger?	7
Hoe presteren zelfstandige beleggers?	8
2. Aannames over beleggersgedrag	9
Aanname 1: beleggers formuleren een duidelijk beleggingsdoel	9
Aanname 2: beleggers vergelijken verschillende mogelijkheden	10
Aanname 3: Kennis en ervaring zijn goede voorspellers van beleggersgedrag	11
3. De psychologie van beleggen	13
Rationeel gedrag	13
Rationeel gedrag en gedragswetenschappen	14
Biases en heuristieken bij beleggen	15
Inschatten van risico's en kansen	15
Sociale vergelijking	16
Verliesaversie	16
Framing en defaults	17
Meer keuze is niet altijd beter	17
Hyperbolic discounting/ present bias	18
Home bias	18
Overoptimisme	18
Cognitieve capaciteiten, tijd en inzet	19
4. Conclusie	20
De belegger veranderen...	20
...of de omgeving veranderen	20
Helpt het wettelijk kader?	21
Welke mate van bescherming willen beleggers?	22
5. Literatuur	23

## Introductie

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft in 2014 en 2015 onderzoek gedaan naar het gedrag en de prestaties van zelfstandige beleggers, ook wel execution only beleggers genoemd<sup>1</sup>. In dit rapport deelt de AFM de belangrijkste inzichten die zij heeft opgedaan. Wij menen dat deze inzichten relevant zijn voor beleggingsdienstverleners, toezichthouders, wetgevers en consumentenorganisaties.

Het onderzoek bestond uit de volgende onderdelen:

- Een uitgebreide beschouwing van bestaande gedragswetenschappelijke literatuur over beleggersgedrag en – prestaties waarmee we de belangrijkste factoren identificeren die van invloed zijn op particuliere beleggers.
- Een evaluatie van de wijze waarop vier grote beleggingsdienstverleners hun online omgeving hebben ingericht.
- Interviews met 14 zelfstandige beleggers<sup>2</sup> over de manier waarop zij beleggingsbeslissingen nemen en hun motivatie om op die manier te beleggen.
- Een vragenlijst onder 500 zelfstandig beleggers om te bepalen in welke mate zelfstandige beleggers beschermd willen worden.

In veel gevallen blijkt het daadwerkelijke gedrag van beleggers af te wijken van de wijze waarop wetgevers en beleidsmakers denken dat zij zich gedragen, of de wijze waarop ze vinden dat beleggers zich zouden moeten gedragen. In dit rapport bespreken we drie aannames over beleggersgedrag: dat beleggers een duidelijk beleggingsdoel formuleren, dat beleggers verschillende opties met elkaar vergelijken en, ten slotte, dat kennis en ervaring goede voorspellers zijn van beleggersgedrag. Voor elke aanname verzamelen we relevante informatie en komen we tot de conclusie dat er een groot verschil bestaat tussen het daadwerkelijke gedrag van beleggers en het aangenomen gedrag.

Inzicht in beleggersgedrag is belangrijk, vooral nu de markt zich ontwikkelt. Technologische innovatie en wettelijke eisen die gesteld worden aan adviesdienstverlening maken dat aanbieders op zoek gaan naar nieuwe manieren om beleggers aan zich te binden en betaalbare dienstverlening te bieden die hen ondersteunt in het maken van beleggingsbeslissingen. We zien dat sommige aanbieders hier al een start mee maken, bijvoorbeeld door hulp te bieden bij het spreiden van de portefeuille of door risicovolle productsoorten uit het assortiment te verwijderen. Een belangrijke uitdaging voor wetgevers en beleidsmakers is om gelijktijdig innovatie die in het belang van de klant is te faciliteren en opkomende risico's te mitigeren.

---

<sup>1</sup> Tenzij anders aangegeven, wordt in dit rapport met 'beleggers' zelfstandige (execution only) beleggers op de secundaire markt bedoeld.

<sup>2</sup> Voornamelijk de interviews leverden belangrijke en interessante inzichten op. Uiteraard is een steekproef van 14 beleggers niet representatief en kunnen we hiermee geen uitspraken doen of conclusies trekken over de gehele populatie beleggers. Kleinschalig kwalitatief onderzoek kan echter wel een waardevol uitgangspunt bieden om nader kwantitatief onderzoek uit te voeren.

Als we willen vaststellen of de huidige regels bijdragen aan passende beleggingsdienstverlening is het belangrijk om realistische aannames te doen over beleggersgedrag. Inzichten uit gedragseconomie en psychologie (hierna: gedragswetenschappen) leveren hier een nuttige bijdrage aan. De gedragswetenschappen bieden steeds meer inzicht in de manier waarop beperkt rationele consumenten financiële beslissingen nemen. Gegeven de grote hoeveelheid keuzemogelijkheden die zelfstandige beleggers tot hun beschikking hebben, zijn inzichten uit gedragswetenschappen ook bruikbaar voor beleggingsdienstverleners. Zij kunnen beleggers ondersteunen door in te spelen op hun daadwerkelijke gedrag en behoeftes. Ten slotte wordt beleggersgedrag onderzocht door veel gedragswetenschappers, dit komt deels door de beschikbaarheid van grote databestanden over het handelsgedrag in vele landen.

Het onderzoek van de AFM geeft geen kant-en-klaar antwoord op de vraag: “Hoe zou execution only beleggingsdienstverlening en de daarvoor geldende regelgeving er in de ideale wereld uit moeten zien?”. Wel hopen we dat dit onderzoek een startpunt vormt voor een goede, op feiten gebaseerde, discussie in binnen- en buitenland. Ook hopen we dat aanbieders van beleggingsdienstverlening in Nederland dit onderzoek aangrijpen om beleggers nog beter te ondersteunen bij het nemen van beleggingsbeslissingen.

Dit rapport is als volgt opgebouwd:

- In het eerste gedeelte geven we een korte beschrijving van de particuliere beleggersmarkt in Nederland en onze interesse daarin. We beschrijven ook de belangrijkste kenmerken van Nederlandse zelfstandige beleggers en wat we weten over hun gedrag.
- In het tweede gedeelte bespreken we een aantal veelgebruikte aannames over beleggersgedrag en het bewijs dat we vinden om die aannames te weerleggen.
- Ten derde bespreken we waarom het daadwerkelijke gedrag van beleggers zo vaak afwijkt van de aannames over beleggersgedrag. Dit doen we aan de hand van een aantal belangrijke gedragswetenschappelijke inzichten.
- We eindigen met onze ideeën over vervolgstappen die genomen kunnen worden op basis van de gepresenteerde inzichten.

## 1. Zelfstandige beleggers in Nederland

In juni 2015 belegde 13 procent van de Nederlandse huishoudens (dat zijn ongeveer 970.000 huishoudens) op de beurs (Millward Brown, 2015). Het aantal consumenten dat indirect belegt, bijvoorbeeld via een pensioenregeling of verzekeringsproduct, is aanzienlijk groter. De AFM heeft ook onderzoek verricht naar deze zogenaamde “indirecte beleggers” maar de resultaten van het onderzoek zijn niet opgenomen in dit rapport.

Een Nederlandse consument die start met beleggen kan kiezen uit drie typen dienstverlening. Hij<sup>3</sup> kan zijn vermogen laten beheren door een vermogensbeheerder die alle transacties initieert en uitvoert, hij kan beleggingsadvies krijgen en zelf zijn aan- en verkopen uitvoeren of hij kan zijn portefeuille volledig zelfstandig beheren. De laatste groep noemen we in dit rapport zelfstandige beleggers maar worden ook wel execution only beleggers genoemd.

Een meerderheid van de Nederlandse beleggers (60 procent) kiest voor execution only beleggen en neemt zelfstandig beleggingsbeslissingen zonder professioneel advies van hun bank of beleggingsonderneming<sup>4</sup>. Deze beleggers geven aan dat execution only beleggen de belangrijkste vorm van dienstverlening voor ze is of dat ze via deze dienstverlening het meeste geld beleggen (GfK, 2015). Uiteraard is het wel mogelijk dat zelfstandige beleggers advies of ondersteuning ontvangen van een andere partij dan de bank of beleggingsonderneming. Verschillende zelfstandige beleggers die we hebben geïnterviewd maakten gebruik van beleggingscursussen (bijvoorbeeld over technische analyse) of opinies van beleggingsexperts (hoewel niet alle “experts” een even goede reputatie hebben).

### Waarom is de AFM geïnteresseerd in zelfstandige beleggers?

Ongeveer 13 procent van de Nederlandse huishoudens is momenteel actief op de beurs. Dit percentage fluctueert echter en historische data laten een sterke, positieve correlatie zien met de stand van de Amsterdam Exchange Index (AEX): hoe hoger de AEX, hoe meer beleggers er actief zijn op de beurs (Retail Investor, 2014). De recente financiële crisis is langdurig en van grote invloed geweest op het vertrouwen van beleggers. Hoewel het herstel op de beurs al eerder is ingezet, neemt het aantal beleggers pas sinds 2013 weer toe (Millward Brown, 2015). We verwachten dat het aantal beleggers de komende jaren verder zal toenemen omdat het goed gaat op de beurs en consumenten op zoek zijn naar een hoger rendement dan het rendement op hun spaarrekening. Ook is de verwachting dat de groep beleggers meer divers zal worden in termen van ervaring en opleidingsniveau, dit lichten we in de volgende paragraaf toe.

---

<sup>3</sup> Of zij, uiteraard. De meeste Nederlandse beleggers zijn echter man.

<sup>4</sup> Exacte cijfers variëren, afhankelijk van de wijze waarop de enquêtevraag is gesteld, omdat er beleggers zijn die op verschillende manieren beleggen. Zij combineren bijvoorbeeld beleggingsadvies voor een deel van de portefeuille met execution only beleggen voor een ander deel van de portefeuille. Van de consumenten die aangeven dat execution only beleggen de belangrijkste vorm van dienstverlening is of het meeste geld ermee beleggen, gaf 7% aan dat zij ook beleggingsadvies krijgen of een deel van hun vermogen laten beheren (GfK, 2015).

Het is onzeker hoeveel nieuwe beleggers zullen kiezen voor execution only beleggen. Het lijkt echter aannemelijk dat het om een aanzienlijk aantal zal gaan. Het provisieverbod voor beleggingsdienstverlening, dat op 1 januari 2014 is ingevoerd, speelt hier mogelijk een rol in omdat de kosten voor beleggingsadvies en vermogensbeheer meer zichtbaar zijn dan voorheen en hoger liggen dan de kosten voor execution only.

Van consumenten wordt steeds meer verwacht dat zij zelf de verantwoordelijkheid dragen voor hun toekomstige financiële welzijn. Ze worden bijvoorbeeld meer zelf verantwoordelijk voor het aanvullen van hun pensioeninkomen. Aan de ene kant betekent dit dat het riskant is om niet te beleggen; hiermee geven consumenten immers de kans op een hoger rendement dan bij sparen op<sup>5</sup>. Aan de andere kant betekent dit ook dat het belang van een goed rendement steeds groter wordt; de rendementen van beleggers vormen potentieel een steeds belangrijker onderdeel van zijn financiële welzijn.

In de volgende paragraaf wordt een aantal belangrijke kenmerken van Nederlandse zelfstandige beleggers uitgelicht.

## Wie is de (zelfstandige) Nederlandse belegger?

Europees onderzoek<sup>6</sup> toont aan dat beleggers (zowel execution only als advies) over het algemeen ouder zijn, hoger opgeleid en meer vermogend dan de gemiddelde persoon (Chater en anderen, 2010). Onderzoek van de AFM laat dezelfde eigenschappen zien voor Nederlandse beleggers (GfK, 2015). Net zoals het aantal beleggers over tijd fluctueert, kan het profiel van de gemiddelde belegger over tijd ook veranderen. Momenteel is de Nederlandse belegger relatief ervaren en hoog opgeleid terwijl de Nederlandse belegger vóór 2003 minder ervaren was en gemiddeld opgeleid (Millward Brown, 2015).

Europees onderzoek laat ook zien dat beleggers meer vertrouwen hebben in financiële ondernemingen en dat zij, niet verrassend, bereid zijn meer risico te nemen. Daarnaast hebben beleggers minder de neiging dan niet-beleggers om veel informatie te evalueren alvorens een beslissing te nemen (Chater en anderen, 2010).

De meeste transacties door zelfstandige beleggers vinden plaats via online platforms (Millward Brown, 2015). De belangrijkste aanbieders van execution only beleggen zijn grote Nederlandse banken, gespecialiseerde beleggingsdienstverleners en een aantal prijsvechters. De producten en dienstverlening die zij aanbieden zijn zeer divers. Soms kan de belegger kiezen uit een beperkt aantal geselecteerde beleggingsfondsen die variëren in risico. Aan de andere kant van het spectrum zien we aanbieders die nagenoeg alle beleggingsmogelijkheden beschikbaar stellen aan hun klanten, waaronder gestructureerde producten.

---

<sup>5</sup> Het feit dat zo weinig huishoudens aandelen bezitten is raadselachtig volgens Van Rooij en anderen, 2011.

<sup>6</sup> N = 6000 Europese consumenten uit Tsjechië, Frankrijk, Duitsland, Italië, Polen, Roemenië, Zweden en het Verenigd Koninkrijk, zowel beleggers als niet-beleggers.

## Hoe presteren zelfstandige beleggers?

Wetenschappers hebben met behulp van transactiedata de (voor risico gecorrigeerde) prestaties van zelfstandige beleggers in verschillende landen onderzocht (zie Barber en Odean, 2013, voor een overzicht). Dit onderzoek toont steeds aan dat zelfstandige beleggers gemiddeld genomen slechter presteren dan een benchmark (die doorgaans bestaat uit een passieve beleggingsstrategie). Belangrijke factoren die deze tegenvallende prestaties verklaren, zijn de neiging van beleggers om overmatig te handelen (resultierend in hoge transactiekosten) en om onvoldoende spreiding aan te brengen in de portefeuille (resultierend in risicovolle portefeuilles en sterke schommelingen in rendement).

Hoewel zelfstandige beleggers gemiddeld genomen slechter presteren dan een passieve benchmark, bestaan er onderlinge verschillen. Nederlands onderzoek toont bijvoorbeeld aan dat beleggers die investeren in opties en gebruik maken van technische analyse, slechter presteren dan beleggers die dit niet doen (Hoffman en Shefrin, 2014). Barber en Odean (2013) concluderen op basis van een aantal relevante studies dat slechts een kleine groep beleggers consequent goede prestaties laat zien, vooral als de kosten van beleggen worden meegenomen.

Wat op dit moment ontbreekt in de wetenschappelijke literatuur is een gedegen segmentatie van de populatie zelfstandige beleggers. Dit komt doordat wetenschappers geen toegang hebben tot transactiedata van alle beleggingsdienstverleners. Dit is een belangrijke tekortkoming omdat de consumenten die beleggen bij een prijsvechter sterk kunnen verschillen van beleggers bij grootbanken. Als gevolg hiervan kunnen verschillen in gedrag en prestaties bestaan.

Ook informatie over de financiële situatie van zelfstandige beleggers ontbreekt. Daarom kunnen we niet vaststellen of hun relatief slechte prestaties daadwerkelijk tot financiële problemen leiden. Zorgen tegenvallende prestaties ervoor dat een belegger zijn huis moet verkopen op het moment dat hij met pensioen gaat? Of blijft de schade beperkt tot een vakantie minder? Een complicerende factor die naar voren kwam in de interviews is dat beleggers – in tegenstelling tot onze aanname - zelden een duidelijk beleggingsdoel formuleren.

In het volgende hoofdstuk worden veelgebruikte aannames over beleggersgedrag besproken.



## 2. Aannames over beleggersgedrag

In dit hoofdstuk worden drie aannames over beleggersgedrag besproken. Voor elke aanname verzamelen we relevante informatie en komen we tot de conclusie dat er een groot verschil bestaat tussen het daadwerkelijke gedrag van beleggers en het aangenomen gedrag.

### Aanname 1: beleggers formuleren een duidelijk beleggingsdoel

Een gebruikelijke aanname over beleggers, zelfstandig of niet, is dat zij een duidelijk geformuleerd beleggingsdoel hebben. Voor een rationele belegger zou een abstract doel (bijvoorbeeld 'ik heb extra inkomen nodig na pensionering') het startpunt zijn voor het bepalen van zijn beleggingshorizon ('ik heb het extra inkomen over 30 jaar nodig'), het op te bouwen vermogen ('gegeven het gewenste inkomen, mijn levensverwachting en de inflatie, heb ik een totaal bedrag van €X nodig') en de beleggingsstrategie ('gegeven mijn lange beleggingshorizon zou ik moeten beleggen via een offensieve, goed gespreide portefeuille). Het abstracte doel zou ook de basis moeten vormen voor het vergelijken van verschillende vormen van dienstverlening ('hoewel de kosten hoger zijn, geeft het me meer rust om mijn vermogen te laten beheren door een beleggingsexpert').

Het moge duidelijk zijn dat het nemen van de hierboven genoemde beslissingen veel vraagt van de cognitieve capaciteiten en motivatie van de consument. Dat consumenten ergens in dit beslissingsproces afhaken, is niet verrassend. Wat ons echter wel verraste, is het feit dat veel zelfstandige beleggers al heel vroeg in het proces uitvallen; zij bepalen geen abstract doel of een bedrag dat zij nodig hebben. Wat consumenten, logischerwijs, wel weten, is dat zij hun vermogen willen behouden en geen geld willen verliezen.

De aanleiding om te gaan beleggen is vaak niet een financiële behoefte maar juist een levensgebeurtenis of het beschikken over geld. Een aantal geïnterviewde beleggers gaf aan dat zij toevalligerwijs in aanraking zijn gekomen met beleggen. Het doel van beleggen kan in de loop der tijd veranderen. Zo zou een consumenten voor zijn plezier<sup>7</sup> kunnen starten met beleggen en zich later realiseren dat hij het belegde vermogen kan aanwenden voor een beter pensioen. Of omgekeerd, een belegger kan na vijf jaar teleurgesteld zijn over het vermogen dat hij heeft opgebouwd<sup>8</sup> en besluiten om een televisie aan te schaffen. Zelfs de geïnterviewde beleggers die wel een doel hadden, bijvoorbeeld zelfstandigen zonder tweede pijler pensioenregeling, vertaalden dit doel niet naar een totaal benodigd bedrag.

Uit het bovenstaande kunnen we concluderen dat het lastig is om het beleggingsdoel van een consument vast te stellen. Vragenlijsten die hier geregeld voor worden gebruikt, bieden mogelijk

---

<sup>7</sup> In vergelijking met niet-zelfstandige beleggers geven zelfstandige beleggers aan dat 'het plezier' een belangrijke reden is om te beleggen (GfK, 2015).

<sup>8</sup> Een andere interessante bevinding uit de interviews is dat zelfstandige beleggers die aangaven hun beleggingen nauw te monitoren, geen idee hadden van hun daadwerkelijke rendement. Dit was nog verrassender omdat we respondenten hadden gevraagd om zich op het interview voor te bereiden, bijvoorbeeld door de huidige waarde van hun portefeuille op te zoeken.

onvoldoende houvast. Ook kunnen we concluderen dat het gebruik van beleggingsdoel als een basis voor segmentatie complexer is dan we vooraf hadden ingeschat.

## Aanname 2: beleggers vergelijken verschillende mogelijkheden

De tweede aanname die we aan de orde stellen, is dat consumenten vergelijkingen maken: verschillende vormen van dienstverlening (execution only versus advies en beheer), beleggingsproducten (beleggingsfondsen versus indextrackers) en beleggingsstrategieën (actief versus passief). Hoewel het logisch is dat beleggers niet alle alternatieven met elkaar vergelijken, vonden wij het wel verrassend dat de geïnterviewde beleggers regelmatig geen enkele vergelijking maken.

Deze bevinding blijkt zowel uit kwalitatief als kwantitatief onderzoek. Chater en anderen (2010) laat zien dat ongeveer een derde van de beleggers verschillende dienstverleners of beleggingsproducten met elkaar vergelijkt. Veel van de interviews met zelfstandige beleggers bevestigen dit beeld. De keuze om zelfstandig te beleggen wordt bijvoorbeeld snel genomen op basis van lage kosten of het verwachte plezier. Consumenten die kiezen voor zelfstandig beleggen hebben veel vertrouwen in hun eigen capaciteiten: ze verwachten dat hun beleggingsbeslissingen net zo goed zijn als, of beter dan, die van een beleggingsexpert. Weinig zelfstandige beleggers hadden de tijd genomen om vast te stellen wat een succesvolle belegger onderscheidt van een niet-succesvolle belegger.

Als beleggers kiezen voor een bepaalde aanbieder maken ze doorgaans geen vergelijking van de diensten die worden aangeboden. Veel beleggers vertelden dat ze op basis van een reclame hadden gekozen voor een bepaalde aanbieder. Als aanbieders wel met elkaar worden vergeleken, gebeurt dat meestal alleen op basis van kosten en kijken beleggers niet naar de ondersteuning die wordt aangeboden. Dit betekent echter niet dat beleggers geen hulp of ondersteuning wensen. In tegendeel, in interviews gaven zelfstandige beleggers aan dat zij wel degelijk behoefte hebben aan hulp bij het nemen van beleggingsbeslissingen, bijvoorbeeld over de verschillende beleggingsproducten of de timing van aan- en verkopen. In de praktijk vertrouwen deze beleggers op hun intuïtie, op gevoel of op complexe beleggingsstrategieën die te hoog gegrepen voor ze lijken (zoals technische analyse).

In de ideale wereld houden beleggers rekening met kosten, risico en rendement als ze aan- of verkopen doen. In werkelijkheid spelen risico en voornamelijk kosten echter een zeer beperkte rol in de besluitvorming. Als beleggers spreken over risico, blijkt hun begrip hiervan bovendien sterk af te wijken van wat gebruikelijk is onder beleggingsexperts. Voor een beleggingsexpert vormt spreiding bijvoorbeeld een belangrijk onderdeel van een 'veilige' beleggingsstrategie. Zelfstandige beleggers daarentegen beschouwen het zelfstandig beheren van een portefeuille (in plaats van het uit handen geven), het investeren in bekende bedrijven en het beleggen van lage bedragen (in absolute termen) als veilig. Ook merkten we op dat vragen over risicobereidheid niet consequent werden beantwoord door de geïnterviewde beleggers en dat de door hen gekozen beleggingsstrategie niet altijd aansloot bij hun risicobereidheid.

### Aanname 3: Kennis en ervaring zijn goede voorspellers van beleggersgedrag

Op basis van bestaand wetenschappelijk onderzoek hebben we gekeken naar de voorspellende waarde van kennis en ervaring op beleggersgedrag. Dit deden we omdat kennis en ervaring belangrijke elementen zijn van de MiFID passendheidstoets; een wettelijk instrument dat wordt ingezet om zelfstandige beleggers te beschermen.

Zelfstandige beleggers moeten de passendheidstoets maken, tenzij zij uitsluitend beleggen in niet-complexe financiële instrumenten (en als aan een aantal andere voorwaarden wordt voldaan; ESMA, 2012). De meeste aanbieders in Nederland stellen het invullen van de passendheidstoets verplicht voor alle beleggers; ook beleggers die alleen in niet-complexe financiële instrumenten handelen.

De wet schrijft voor dat beleggingsdienstverleners door middel van de passendheidstoets informeren naar de kennis (in het bijzonder het opleidingsniveau en beroep) en ervaring (bekendheid met verschillende vormen van dienstverlening en producten en eerdere transacties) van aspirant-beleggers. Een belegger die zakt voor de test, ontvangt een waarschuwing dat de gekozen dienstverlening of het gekozen product niet passend is. Het format en taalgebruik van deze waarschuwing kunnen variëren. Waarschuwingen worden door sommige aanbieders eenmalig afgegeven en in andere gevallen verschijnt er een pop-up elke keer dat er een product wordt aangeschaft waarvoor de benodigde kennis en ervaring ontbreekt. Waarschuwingen zijn niet bindend en kunnen door beleggers genegeerd worden.

Er bestaat geen standaard format voor de passendheidstoets; de toets kan op papier worden afgenomen of online en soms zien we dat kennis wordt overgedragen in de toets. In een aantal gevallen hanteren aanbieders van beleggingsdienstverlening een gelaagde aanpak waarbij beleggers een aanvullende, moeilijke test moeten invullen als zij willen beleggen in complexe producten (bijvoorbeeld gestructureerde producten).

De intuïtief logische aanname die ten grondslag ligt aan de passendheidstoets is dat beleggers met meer kennis en ervaring betere beleggingsbeslissingen nemen. Op basis van het literatuuronderzoek betwijfelen we echter of deze aanname gegrond is.

In het literatuuronderzoek hebben we 12 studies bekeken waarin transactiedata<sup>9</sup> wordt gebruikt uit Nederland, Duitsland, Finland, Zweden en de Verenigde Staten. In deze studies werd, onder meer, gekeken naar de relatie tussen kennis, ervaring en de twee veelvoorkomende valkuilen die we eerder bespraken: overmatig handelen en onvoldoende spreiden. In de studies wordt kennis

---

<sup>9</sup> In de 12 studies werden 10 verschillende datasets gebruikt. De 12 studies waren: Anderson, 2013; Barber and Odean, 2001; Barber and Odean, 2002; Dorn and Huberman, 2005; Dorn and Sengmueller, 2009; Glaser, 2003; Glaser and Weber, 2007; Grinblatt and Keloharju, 2009; Grinblatt en anderen, 2012; Hoffmann and Shefrin, 2014; Seru en anderen, 2010. De volledige literatuurlijst is opgenomen als bijlage bij dit rapport.

op verschillende manieren gemeten; bijvoorbeeld op basis van IQ of testvragen over beleggen<sup>10</sup>. Ervaring wordt gemeten op basis van de periode dat iemand belegt.

Wetenschappers concluderen dat beleggers met meer kennis en ervaring (tot een bepaalde leeftijd) hun beleggingsportefeuille iets beter spreiden. Wat de invloed is van kennis en gedrag op de kans dat iemand overmatig handelt, is onduidelijk. De belangrijkste uitkomst van de verschillende onderzoeken is echter dat kennis en ervaring, als ze al van invloed zijn, maar een klein deel van de verschillen in spreiding en overmatig handelen verklaren. Met andere woorden: kennis en ervaring zijn slechte voorspellers van de mate waarin iemand in staat is om twee kostbare beleggingsvalkuilen te vermijden. In de studies worden verschillende kenmerken aangedragen die van grotere invloed zijn op het gedrag en prestaties van beleggers dan kennis en ervaring. Voorbeelden hiervan zijn risicotolerantie, de gehanteerde beleggingsstrategie en of iemand voor zijn plezier belegt.

Dat de invloed van kennis en ervaring op beleggersgedrag beperkt zou zijn, kan mogelijk deels worden verklaard door een meetprobleem. Mogelijk wordt in de passendheidstoets niet het type kennis en ervaring gemeten dat daadwerkelijk nodig is om succesvol te beleggen. Echter, kennis en ervaring worden op verschillende manieren gemeten en de uitkomst dat kennis en ervaring beperkt effect hebben op gedrag is consistent. De kans is dus klein dat een meetprobleem de oorzaak is van de beperkte bruikbaarheid van kennis en ervaring als voorspellers voor beleggersgedrag,

Een meer plausibele verklaring, in onze ogen, is dat het hebben van kennis over en ervaring met beleggen iets anders is dan het toepassen van die kennis en ervaring op je eigen beleggingsgedrag. Het is logisch dat kennis en ervaring beperkt van toegevoegde waarde zijn als beleggingsbeslissingen intuïtief worden genomen in plaats van rationeel. De interviews onderbouwen deze alternatieve verklaring deels: zelfs respondenten die complexe vragen over financiële geletterdheid (en dan specifiek over beleggen) correct wisten te beantwoorden, hadden grote moeite met het toepassen van de meest basale vuistregels op hun eigen beleggingsbeslissingen. Ook inzichten uit gedragswetenschappen onderbouwen de alternatieve verklaring.

In het volgende hoofdstuk beschrijven we een aantal gedragswetenschappelijke inzichten die relevant zijn voor de aannames die we in dit hoofdstuk hebben besproken.

---

<sup>10</sup> Dit is anders dan de methode die wordt gebruikt bij de passendheidstoets maar naar onze mening zijn de academische methodes minstens zo (en misschien zelfs meer) geavanceerd als (dan) de methodes die worden gebruikt door aanbieders om het kennis- en ervaringsniveau van beleggers te bepalen.

### 3. De psychologie van beleggen

De inzichten uit het vorige hoofdstuk zijn samen te vatten als: *beleggers gedragen zich minder rationeel dan doorgaans wordt aangenomen*. In dit hoofdstuk leggen we uit wat we met rationeel beslisgedrag bedoelen en waarom het daadwerkelijk gedrag van beleggers daar vaak van afwijkt.

#### Rationeel gedrag

De gedachte dat mensen zich rationeel gedragen, staat centraal in de zogenaamde Rationele Keuze Theorie (RKT). Tot een paar jaar geleden was dit de dominante theorie als het ging om het beslisgedrag van consumenten<sup>11</sup>. Simpel gezegd gaat de RKT ervan uit dat mensen stabiele voorkeuren hebben en dat zij al hun beslissingen op deze voorkeuren baseren. Als er meerdere opties beschikbaar zijn, weegt de rationele consument de voor- en nadelen van alle opties en kiest uiteindelijk de optie die het beste aansluit bij zijn voorkeuren. Als we het hebben over rationeel gedrag, dan doelen we op het proces dat mensen doorlopen wanneer ze een keuze maken. We oordelen niet over de kwaliteit van de keuzes die iemand uiteindelijk maakt; een rationeel gekozen optie is immers niet altijd een ‘verstandige’ of ‘goede’ keuze. Een keuze die achteraf ‘slecht’ blijkt te zijn, zoals een risicovolle investering waarbij iemand al zijn geld verliest, kan ook het resultaat zijn van een rationeel beslisproces.

Schematisch zou het financiële beslisproces van een rationele consument er als volgt uitzien (gebaseerd op Kotler en Keller, 2011).



**Figuur 1 Het beslisproces van een rationele financiële consument. Gebaseerd op Kotler en Keller (2011).**

Een rationele consument zou: a) alle stappen doorlopen, b) de verschillende stappen in de juiste volgorde doorlopen en c) voldoende tijd en aandacht schenken aan elke stap om te komen tot het product of de dienst die het beste aansluit bij zijn of haar voorkeuren. In onderstaande tabel lichten we, aan de hand van een aantal voorbeelden, toe hoe een rationele consument zich zou gedragen in elke processtap.

<sup>11</sup> Veel van de inhoud van de volgende paragrafen is overgenomen / aangepast van de Autoriteit Financiële Markten (2015) Rapport standaardproducten en financieel beslisgedrag.

## Het beslisproces van een rationele belegger

1	Probleemherkenning	<p>Bijvoorbeeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Een consument is ontevreden over de rente die hij ontvangt op zijn spaarrekening en onderzoekt daarom de mogelijkheden van beleggen.</li> <li>• Een consument belegt voor zijn pensioen en merkt op dat hij het gewenste bedrag niet gaat realiseren met zijn huidige beleggingsstrategie.</li> </ul>
2	Informatie zoeken	<p>Bijvoorbeeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Een consument onderzoekt de verschillen tussen execution only beleggen en beleggen met advies.</li> <li>• Een belegger zoekt informatie over verschillende beleggingsstrategieën.</li> </ul>
3	Alternatieven evalueren	<p>Bijvoorbeeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Een consument vergelijkt verschillende vormen van execution only beleggingsdienstverlening met elkaar.</li> <li>• Een belegger weegt de voor- en nadelen van een offensieve beleggingsstrategie.</li> </ul>
4	Aankoop (of verkoop)	<p>Bijvoorbeeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Een consument opent een beleggingsrekening bij aanbieder X.</li> <li>• Een belegger verhoogt zijn maandelijkse inleg en investeert in een fonds dat belegt in opkomende markten.</li> </ul>
5	Monitoren en aanpassen	<p>Bijvoorbeeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Een belegger is niet tevreden over de dienstverlening van aanbieder X en gaat op zoek naar een alternatieve aanbieder (terug naar stap 1).</li> <li>• Een belegger heeft slapeloze nachten omdat de waarde van zijn belegging in opkomende markten sterk schommelt. Daarom besluit hij om meer spreiding aan te brengen door te beleggen in een wereldwijde niet-synthetische indextracker (terug naar stap 1).</li> </ul>

## Rationeel gedrag en gedragswetenschappen

De RKT is lange tijd populair geweest, mede vanwege het voorspellende karakter van de theorie. Deze theorie werkt echter alleen als mensen stabiele voorkeuren hebben; voorkeuren die niet afhankelijk zijn van de context waarin keuzes worden gemaakt of van de wijze waarop keuzes worden gepresenteerd. Bovendien moeten mensen gemotiveerd zijn om tijd en energie te stoppen in het verzamelen en bestuderen van informatie over alle beschikbare alternatieven.

Gedragseconomen en psychologen verzetten zich al lange tijd tegen deze twee aannames. Gedragswetenschappelijke inzichten winnen echter pas sinds enkele jaren aan populariteit, zowel in de wetenschap als onder beleidsmakers. Meer en meer onderzoek laat zien dat consumentengedrag in de meeste gevallen afwijkt van het hierboven beschreven rationele beslisproces. We doorlopen de stappen in een andere volgorde, besteden er weinig tijd aan of slaan stappen helemaal over. De meeste beslissingen nemen we intuïtief in plaats van rationeel en worden beïnvloed door factoren die er voor een rationele consument niet toe zouden doen, zoals taalgebruik.

Gedragswetenschappers spreken vaak over biases en heuristieken om uit te leggen waar consumenten afwijken van het rationele beslisproces. Heuristieken zijn mentale vuistregels die we gebruiken om snel beslissingen te nemen, bijvoorbeeld: “Er zijn heel veel mensen die beleggen, dus het zal wel een goed idee zijn”. Als heuristieken systematisch leiden tot verkeerde inschattingen of niet-rationele keuzes, is er sprake van een bias; bijvoorbeeld: consumenten overschatten de kans op gebeurtenis X als ze recent geconfronteerd zijn met gebeurtenis X, ook al is de kans dat gebeurtenis X zich voordoet statistisch gezien niet zo groot.

Volgens gedragswetenschappers zorgen intuïtieve besluitvorming en gevoeligheid voor biases en heuristieken voor suboptimale uitkomsten, vooral in de financiële context. Ook bij beleggen is dit het geval, we lichten dit toe in de volgende paragrafen.

## Biases en heuristieken bij beleggen

Met behulp van bestaand wetenschappelijk onderzoek hebben we relevante biases, heuristieken en andere “psychologische valkuilen” geïdentificeerd die een rol spelen bij beleggen. Barber en Odean (2013) biedt een nuttig overzicht. Hieronder volgt een samenvatting van een aantal relevante psychologische factoren. Er zijn nog meer factoren die een rol spelen bij beleggen.

### Inschatten van risico's en kansen

Bij het nemen van financiële beslissingen, waaronder beleggingsbeslissingen, speelt het adequaat inschatten van kansen en risico's een belangrijke rol. Gedragswetenschappelijk onderzoek heeft aangetoond dat veel mensen hier niet goed in zijn (Kahneman en Tversky, 1973). McKenzie en Liersch (2011) vinden bijvoorbeeld dat consumenten het effect van exponentiële groei sterk onderschatten, zelfs als zij goed kunnen uitleggen wat exponentiële groei inhoudt. Verder is meerdere malen aangetoond dat beleggers hun verwachtingen over toekomstig rendement baseren op rendementen uit het verleden (Greenwood en Shleifer, 2004).

Mensen overschatten de kans dat extreme, onwaarschijnlijke uitkomsten zich voordoen. We overschatten de kans op zeer positieve én zeer negatieve gebeurtenissen. Dit verklaart bijvoorbeeld waarom mensen fanatiek meespelen met loterijen én zich graag laten verzekeren (Barberis, 2013).

Een andere valkuil staat bekend als “narrow framing”: de gewoonte om risico's op zichzelf te bezien, los van andere belangrijke risico's (Barberis, 2013). Je focust je bijvoorbeeld op de risico's

van beleggen, en denkt niet aan de risico's van sparen. Of je kijkt naar de volatiliteit binnen één asset categorie terwijl je wellicht beter kunt kijken naar je totale portefeuille. Er is veel wetenschappelijk onderzoek gedaan naar verschillende manieren om beleggers te informeren over rendement. Er is nog geen eenduidig antwoord op de vraag of dergelijke informatie ervoor zorgt dat beleggers betere beslissingen nemen, maar het is interessant dit nader te onderzoeken (Beshears en anderen, 2015).

### Sociale vergelijking

In het vorige hoofdstuk beschreven we al dat de keuze om te gaan beleggen vaak intuïtief wordt genomen in plaats van weloverwogen. Juist als beslissingen intuïtief worden genomen, speelt sociale vergelijking een belangrijke rol. In de context van beleggen wordt er vaak gesproken over kuddegedrag. Beide begrippen refereren aan het feit dat onze beslissingen worden beïnvloed door de beslissingen die anderen maken. Mensen vergelijken hun eigen situatie met die van anderen in hun sociale omgeving. Als veel mensen in onze omgeving al een bepaald product hebben, nemen we onbewust aan dat dit een goed product is (Cialdini, 1993). Dus, als veel mensen in onze omgeving starten met beleggen, nemen we aan dat het een goed moment is om dat ook te doen. Bewijs hiervoor volgt uit de sterke correlatie tussen de stand van de AEX en het aantal beleggers.

### Verliesaversie

Een belangrijke aanname die ten grondslag ligt aan de RKT is dat mensen stabiele voorkeuren hebben. Met andere woorden: de keuzes van mensen worden niet beïnvloed door de context waarin zij gemaakt worden (het maakt bijvoorbeeld niet uit of een optie op zichzelf wordt gepresenteerd of in een vergelijking met andere opties) of door de wijze waarop verschillende opties worden gepresenteerd. In werkelijkheid zijn voorkeuren echter helemaal niet stabiel (Camerer en anderen, 2003).

Niet-stabiele voorkeuren worden bijvoorbeeld zichtbaar op het moment dat keuzes worden gepresenteerd in termen van winst of verlies. Het is niet verrassend dat consumenten verlies vervelend vinden. Wat mogelijk wel verrassend is, is dat de impact van verlies twee keer zo groot is als de impact van winst: €100 verliezen doet net zoveel pijn als de hoeveelheid plezier die het winnen van €200 oplevert. Mensen zijn daarom alleen bereid om het risico op €50 verlies te lopen, als daar een potentiële winst van €100 tegenover staat (Kahneman en Tversky, 1984).

Gedragwetenschappers noemen dit fenomeen verliesaversie. Bij beleggers zien we verliesaversie in de vorm van het zogenaamde 'disposition effect': de neiging om winnende aandelen te snel te verkopen en verliezende aandelen te lang vast te houden in de hoop dat zij dit verlies later weer goed maken (Barber en Odean, 2013). Het 'disposition effect' is een van de factoren die zorgt voor tegenvallende prestaties bij particuliere beleggers.



## Framing en defaults

Consumenten worden bij het nemen van beslissingen beïnvloed door taalgebruik of de wijze waarop beschikbare opties worden aangeboden. Dit voorbeeld laat opnieuw zien dat voorkeuren niet stabiel zijn. Een andere presentatie of framing kan leiden tot een andere keuze, zelfs als de inhoud niet wijzigt (Kahneman, 2003).

Consumenten “kiezen” vaak voor de default, ofwel de standaard optie (Kahneman, 2003). De default is de optie die je automatisch krijgt tenzij je actief een andere beslissing neemt (Johnson en anderen, 2012). Een bekend voorbeeld van het gebruik van defaults is de wijze waarop landen hun donorsysteem hebben ingericht, in Nederland ben je bijvoorbeeld geen donor tenzij je jezelf actief registreert als donor.

We weten dat defaults veel invloed hebben op de keuzes die mensen maken, zelfs op terreinen waar je zou verwachten dat consumenten een actieve keuze maken (Johnson en anderen, 2012). Bekend Amerikaans onderzoek laat zien dat meer mensen deelnemen aan een pensioenregeling als consumenten automatisch worden ingeschreven. Willen ze niet deelnemen aan de pensioenregeling? Dan moeten ze zich uitschrijven. Gevoeligheid voor defaults zorgt er ook voor dat mensen vasthouden aan een standaard premie-inleg of een standaard portefeuille (Madrian en Shea, 2001).

Omdat defaults zoveel invloed hebben op de keuzes die mensen maken, is het belangrijk om zorgvuldig vast te stellen wat de standaard optie zou moeten zijn. Hoe meer de voorkeuren van mensen uiteenlopen, des te moeilijker is het om een goede default te ontwerpen (Soll en anderen, 2014). Gedragswetenschappers hebben hier een oplossing voor bedacht: slimme defaults. Daarbij worden verschillende defaults beschikbaar gesteld en wordt één optie geselecteerd op basis van persoonlijke kenmerken van de klant (Smith en anderen, 2013; Soll en anderen, 2014).

## Meer keuze is niet altijd beter

Mensen hechten veel waarde aan keuzevrijheid. Maar onderzoek heeft aangetoond dat het moeilijker is om een goede keuze te maken als er veel opties beschikbaar zijn. Consumenten krijgen dan last van keuzestress; ze maken suboptimale keuzes of, in sommige gevallen nog erger, ze maken helemaal geen keuze (Iyengar en Lepper, 2000).

Bij beschikbare premieregelingen bleek bijvoorbeeld dat consumenten zich overweldigd voelen als ze een keuze moeten maken uit een groot aantal beleggingsproducten. Dit gold overigens alleen voor consumenten met bovengemiddeld veel financiële kennis. Mensen met minder financiële kennis voelden zich altijd overweldigd, ook als ze geconfronteerd werden met minder keuzes (Agnew en Szykman, 2005).

## Hyperbolic discounting/ present bias

Mensen prefereren veelal beloningen op korte termijn. Bij de keuze tussen €10 nu of €12 over een week zullen de meeste mensen kiezen voor €10 nu. Dit komt omdat zij de waarde van toekomstige beloningen te sterk naar beneden brengen (meer dan op rationele gronden nodig is). Hetzelfde fenomeen zorgt ervoor dat mensen toekomstige kosten onderschatten (Laibson, 1997). Gedragswetenschappers noemen dit ook wel *hyperbolic discounting of present bias*. Bij de geïnterviewde beleggers bleek de present bias een belangrijke rol te spelen in hun keuze voor een aanbieder; die werd sterk bepaald door de direct zichtbare kosten. In het kiezen van specifieke beleggingsproducten waren kosten daarentegen veel minder belangrijk. Daar speelde de home bias een prominente rol. Deze bias lichten we hieronder nader toe.

## Home bias

In het eerste hoofdstuk beschreven we twee belangrijke factoren die zorgen voor tegenvallende beleggingsresultaten; overmatig handelen en onvoldoende spreiden. Bij beide gedragingen speelt de psychologie van de belegger een belangrijke rol. Overmatig handelen is gerelateerd aan overoptimisme (zie hieronder). Gebrekkige spreiding wordt gelinkt aan de home bias: beleggers kopen graag binnenlandse aandelen of aandelen van bekende bedrijven (in het laatste geval wordt ook wel gesproken over de “familiarity bias”). Dit geeft beleggers een veilig gevoel, terwijl hun portefeuilles slecht gespreid en volatiel zijn.

Veel van de beleggers die we hebben geïnterviewd bezaten aandelen van een beperkt aantal bekende Nederlandse bedrijven, die in sommige gevallen sterk gecorreleerd waren (bijvoorbeeld drie Nederlandse financiële ondernemingen). Beleggers beschreven dit als een veilige beleggingsstrategie; de bedrijven waarin zij investeerden waren “onvernietigbaar”. Uiteraard zou een professionele belegger deze strategie niet als veilig bestempelen.

## Overoptimisme

Onderzoek in de medische context toont aan dat mensen de kans op vervelende gebeurtenissen onderschatten terwijl zij de kans op positieve gebeurtenissen juist overschatten (Weinstein, 1980). Als je als belegger de overtuiging hebt dat je de markt kunt verslaan, is het logisch dat je actief handelt en niet kiest voor een passieve beleggingsstrategie. Veel van de geïnterviewde beleggers hadden de overtuiging dat ze de markt konden verslaan<sup>12</sup>.

Overoptimisme lijkt ook een rol te spelen bij het invullen van de passendheidstoets en, indien van toepassing, het verwerken van de daarop volgende waarschuwing. Verschillende beleggers gaven toe dat zij de passendheidstoets opportunistisch hadden ingevuld zodat ze maximale vrijheid hadden<sup>13</sup>. Als consumenten na een negatieve uitslag een waarschuwing kregen, werd die vaak

---

<sup>12</sup> In onderzoek naar beleggers wordt *overconfidence* (een concept gerelateerd aan overoptimisme) in verband gebracht met tegenvallende beleggingsresultaten (Barber en Odean, 2013). Echter, studies die *overconfidence* direct meten (in plaats van via een maatstaf) tonen deze relatie niet.

<sup>13</sup> Zie ook Linciano en Soccorso (2012) voor een analyse van de beperkingen van vragenlijsten bij het bepalen van het kennisniveau en de risicotolerantie van beleggers.

genegeerd. Beleggers die positiever oordeelden over het nut van de waarschuwingen (al dan niet voor henzelf), leken er betere beleggingsstrategieën op na te houden dan de beleggers die kritisch oordeelden over de waarschuwingen. Dit is een interessante bevinding die in lijn is met wetenschappelijke literatuur: beleggers die de ondersteuning het meeste nodig hebben, zijn het minst geneigd die ondersteuning te gebruiken (Bhattacharya en anderen, 2012).

### Cognitieve capaciteiten, tijd en inzet

Ten slotte willen we erop wijzen dat het hanteren van een succesvolle beleggingsstrategie – het bepalen van een beleggingsdoel en doelvermogen, het vaststellen van je risicobereidheid, het vergelijken van alternatieven etc. – veel vraagt van iemands cognitieve capaciteiten, tijd en inzet. Dit wordt versterkt doordat beleggen vraagt om lange termijn afwegingen en een gedegen inschatting van kansen en risico's. Als toezichthouder is het belangrijk om realistische aannames te doen over wat we mogen verwachten van de gemiddelde zelfstandige belegger.

In het volgende en tevens laatste hoofdstuk beschrijven we onze conclusies over het toepassen van de opgedane inzichten over beleggersgedrag.

## 4. Conclusie

In dit rapport beschreven we de Nederlandse execution only beleggingsmarkt en bespraken we drie aannames over beleggersgedrag. In veel gevallen blijkt het daadwerkelijke gedrag van beleggers af te wijken van de wijze waarop wetgevers en beleidsmakers denken dat zij zich gedragen, of de wijze waarop ze vinden dat beleggers zich zouden moeten gedragen.

Aan beleggen kleven altijd risico's. Dit is deels ook wat beleggen aantrekkelijk maakt voor veel mensen. Maar nu mensen steeds meer de verantwoordelijkheid dragen voor hun financiële welzijn wordt succesvol beleggen steeds belangrijker. Tegelijkertijd vermoeden we op basis van verkennend onderzoek dat het belangrijkste wettelijke middel gericht op het beschermen van zelfstandige beleggers – de passendheidstoets – beperkt effectief is. Beperkingen zien zowel op inhoud als vorm. Wij zijn van mening dat toezichthouders, wetgevers en financiële ondernemingen meer zouden kunnen doen om zelfstandige beleggers te begeleiden in hun beleggingskeuzes zodat zij geen geld verliezen dat ze eigenlijk niet kunnen missen.

### De belegger veranderen...

Een logische en intuïtieve reactie die vaak volgt als inzicht wordt verkregen in het daadwerkelijke gedrag van beleggers, is om die beleggers het “rationele pad” op te bewegen. Bijvoorbeeld door hen te voeden met kennis of door hen te “ontbiasen”. In het tweede hoofdstuk beschreven we dat beleggers met meer kennis valkuilen niet beter weten te ontwijken. Dat komt mogelijk doordat het hebben van kennis en ervaring en het toepassen daarvan twee verschillende dingen zijn. We denken daarom dat traditionele vormen van educatie, gericht op het overbrengen van kennis, minder effectief zijn in het ondersteunen van de belegger<sup>14</sup>. Nader onderzoek naar de mogelijkheden om beleggers te laten reflecteren op de kwaliteit van de keuzes die ze maken, biedt mogelijk wel aanknopingspunten voor effectieve oplossingen. Recent onderzoek over het geven van feedback en informatie over in het verleden behaalde rendementen aan beleggers is in dit kader interessant (bijvoorbeeld Meyer en anderen, 2015 en Gerhard en anderen, 2015).

### ...of de omgeving veranderen

De biases en heuristieken die onze besluitvorming soms in de weg staan, zorgen er ook voor dat we minder snel zullen toegeven dat we hulp nodig hebben. Dit maakt het lastig om het gedrag van de belegger te veranderen. Het veranderen van de (online) keuzeomgeving waarin de belegger beslissingen neemt, lijkt daarom - vooral op de korte termijn - meer kans van slagen te hebben als het gaat om het verbeteren van de prestaties van particuliere beleggers.

Gedragswetenschappers spreken over het aanpassen van de keuzearchitectuur. Voor zelfstandige beleggers geldt dat de (online) omgeving zodanig moet worden ingericht dat zij gemakkelijk verstandige beleggingsbeslissingen kunnen nemen.

---

<sup>14</sup> Zie ook Fernandes en anderen (2014) voor een algemene discussie over de beperkte (directe) effecten van initiatieven op het gebied van financiële educatie op financieel gedrag.

Waar kunnen we concreet aan denken bij het aanpassen van de keuzearchitectuur? Bijvoorbeeld het hanteren van slimme defaults voor nieuwe beleggers, het gelaagd aanbieden van producten (in plaats van alle producten op dezelfde pagina te plaatsen) of het aanpassen van de inhoud en vorm van de passendheidstoets waardoor dit instrument aantoonbaar bijdraagt aan het beschermen van beleggers. Ook bij het uitvragen van risicobereidheid kunnen gedragswetenschappelijke inzichten worden gebruikt. Zo blijkt iemands relatieve risicobereidheid (neem je meer of minder risico dan anderen) stabiel te zijn dan zijn absolute risicobereidheid. Het geven van feedback aan beleggers kan ook bijdragen aan een klantvriendelijke keuzeomgeving. Herinner een belegger bijvoorbeeld aan zijn langetermijn beleggingsdoel als hij op het punt staat een speculatieve beslissing te nemen. We moedigen aanbieders van beleggingsdienstverlening aan om aan de slag te gaan met de inzichten uit dit onderzoek om zo de keuzeomgeving voor de zelfstandige belegger te verbeteren. Mogelijk kunnen zij daarin samen optrekken met de wetenschap.

Een aantal aanbieders biedt al ondersteuning aan hun beleggende klanten; de een op grotere schaal dan de ander. Zo zijn er aanbieders van beleggingsdienstverlening die risicovolle producten uit het assortiment hebben verwijderd. Er zijn aanbieders die slecht presterende klanten voorzien van feedback en hen wijzen op andere beleggingsstrategieën en andere vormen van dienstverlening. Er worden dashboards aangeboden waarbij het risico van de portefeuille wordt afgezet tegen de risicobereidheid van de klant. Lopen deze niet in de pas? Dan ontvangt de klant een waarschuwing en wordt hij geholpen bij het aanbrengen van spreiding. Er zijn aanbieders die hun klant aanmoedigen hun beleggingsdoel inzichtelijk te maken waarna de kans op het behalen van dat doel inzichtelijk wordt gemaakt. Een stap verder gaat het als aanbieders eenvoudige producten aanbieden voor mensen met een bepaald doel; bijvoorbeeld pensioen. Daar zien we dat gebruik wordt gemaakt van lifecycle beleggingen. De AFM stimuleert aanbieders van beleggingsdienstverlening om door te gaan met het bieden van ondersteuning aan beleggers waarbij het van belang is dat het effect hiervan wordt gemeten.

## Helpt het wettelijk kader?

We hopen dat dit onderzoek voor wetgevers en toezichthouders aanleiding vormt om huidige wet- en regelgeving onder de loep te nemen. In de inleiding beschreven we al dat technologische ontwikkelingen het mogelijk maken om beleggers betaalbare ondersteuning te bieden bij het nemen van verstandige beleggingsbeslissingen. Huidige wet- en regelgeving houdt echter niet altijd rekening met nieuwe technologische ontwikkelingen. Dit maakt ook dat wet- en regelgeving niet altijd ondersteunend is aan deze nieuwe ontwikkelingen en dat toezichthouders niet altijd bevoegdheden hebben om op te treden op het moment dat technologische ontwikkelingen worden ingezet in strijd met de regels en ten nadele van de klant. We hopen dat dit onderzoek het startpunt kan zijn voor een goede, op feiten gebaseerde, discussie in binnen- en buitenland. Ook hopen we dat aanbieders van beleggingsdienstverlening in Nederland dit onderzoek aangrijpen om beleggers nog beter te ondersteunen bij het nemen van beleggingsbeslissingen.

Als we vast willen stellen of het wettelijk kader ondersteunt bij het inzetten van technologische ontwikkelingen ten behoeve van de klant, moeten we gebruik maken van gedragswetenschappelijke inzichten. Deels omdat deze inzichten ons dwingen om te toetsen of de aannames die we doen realistisch zijn, maar ook omdat ze kunnen helpen bij het vinden van een goede balans tussen beleggersbescherming en -vrijheid.

## Welke mate van bescherming willen beleggers?

Oplettende lezers zullen wellicht hebben opgemerkt dat één onderdeel van het onderzoek nog niet is besproken; het vragenlijstonderzoek onder 500 zelfstandige beleggers. Met dit onderzoek wilden we achterhalen welke mate van bescherming beleggers wenselijk vinden. De meeste beleggers zijn, niet verrassend, voorstander van minder impactvolle maatregelen zoals uitleg, ondersteuning of waarschuwingen. Tegelijkertijd stelt ruim de helft van de respondenten dat hun bank of beleggingsonderneming (gedeeltelijk) verantwoordelijk is voor hun beleggingsresultaten. Ook hier geldt dat de beleggers die financieel minder geletterd waren, vaker kozen voor de minst ingrijpende maatregelen.

Maatregelen die de vrijheid van beleggers beperken, zullen paternalistisch of betuttelend worden bevonden door een grote groep beleggers. De beleggers die het meeste zouden profiteren van beschermende maatregelen zijn vermoedelijk de felste tegenstanders. Gedragswetenschappelijke inzichten bieden aanknopingspunten om beleggers effectief te beschermen zónder hun vrijheid in te perken.

## 5. Literatuur

- Agnew, J. & Szykman, L. (2005). Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice and Investor Experience. *Journal of Behavioral Finance*, 6, 57-70.
- Anderson, A. (2013). Trading and under-diversification. *Review of Finance*, 17, 1699-1741.
- Autoriteit Financiële Markten (2015). Standardized products and consumer financial decision making. A behavioural analysis.
- Barber, B. & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, over confidence and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116, 261-292.
- Barber, B. & Odean, T. (2002). Online investors: Do the slow die first? *Review of Financial Studies*, 15, 455-488.
- Barber, B. & Odean, T. (2013). The Behavior of Individual Investors. In Constantinides, G.M., Harris, M. & Stulz, R.M. (Eds.) *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 1533–1570). Elsevier.
- Barberis, N. (2013). Thirty years of prospect theory in economics: a review and assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27, 173-196.
- Beshears, J., Choi, J., Laibson, D. & Madrian, B. (2011, revised February 2015). Does aggregated returns disclosure increase portfolio risk-taking? *NBER Working Paper 16868*.
- Bhattacharya, U., Hackethal, A., Kaesler, S., Loos, B. & Meyer, S. (2012). Is Unbiased Financial Advice To Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study. *Review of Financial Studies*, 25, 975-1032.
- Camerer, C., Issacharoff, S., Loewenstein, G., O'Donoghue, T. & Rabin, M. (2003). Regulation for conservatives: behavioral economics and the case for 'Asymmetric Paternalism,' *University of Pennsylvania Law Review*, 151, 1211-1254.
- Chater, N., Huck, S. & Inderst, R. (2010). Consumer decision-making in retail investment services: a behavioural economics perspective. (Final report, [http://ec.europa.eu/consumers/archive/strategy/docs/final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/consumers/archive/strategy/docs/final_report_en.pdf)).
- Cialdini, R. B. (1993). *Influence: The psychology of persuasion*. New York, NY: HarperCollins.
- Dorn, D. & Huberman, P. (2005). Talk and action: what individual investors say and what they do. *Review of Finance*, 9, 437-481.
- Dorn, D. & Huberman, P. (2009). Trading as entertainment? *Management Science*, 55, 591-603.
- ESMA (2012). MiFID Supervisory Briefing. Appropriateness and execution-only. ESMA/2012/851 (<http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-851.pdf>).

- Fernandes, D., Lynch, J.G., & Netemeyer, R.G. (2014). Financial literacy, financial education, and downstream financial behaviors. *Management Science*, 60, 1861 – 1883.
- Gerhard, P., Hoffmann, A. & Post, T. (2015). How past performance framing impacts investors' belief updating. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2607521>.
- GfK (2015). AFM Consumentenmonitor, Spring 2015. Research commissioned by the AFM.
- Glaser, M. (2003). Online broker investors: demographic information, investment strategy, portfolio positions, and trading activity. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=975985>.
- Glaser, M. & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32, 1-36.
- Greenwood, R. & Shleifer, A. (2014). Expectations of returns and expected returns. *Review of Financial Studies*, 27, 714-716.
- Grinblatt, M. & Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of Finance*, 64, 549-578.
- Grinblatt, M., Keloharju, M. & Linnainmaa, J. (2012). IQ, trading behavior and performance. *Journal of Financial Economics*, 104, 339-362.
- Hoffmann, A. & Shefrin, H. (2014). Technical analysis and individual investors. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 107, 487-511.
- Iyengar, S. & Lepper, M. (2000). When Choice is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing? *Journal of Personality and Social Psychology*, 76, 995–1006.
- Johnson, E.J., Dellaert, B.G.C., Fox, C., Goldstein, D.G., Häubl, G., Larrick, R.P., Payne, J.W., Peters, E., Schkade, D., Wansink, B. & Weber, E.U. (2012). Beyond nudges: Tools of a choice architecture. *Marketing Letters*, 23, 487–504.
- Kahneman, D. (2003). Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics. *American Economic Review*, 93, 1449–1475.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1973). On the Psychology of Prediction. *Psychological Review*, 80, 237-51.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39, 341-350.
- Korniotis, G.M. & Kumar, A. (2008). *Do older investors make better investment decisions?* Working paper, Federal Reserve Board.
- Kotler, P. & Keller, K. (2011). *Marketing management*. Upper Saddle River: Prentice Hall.



Laibson, D. (1997). Golden eggs and hyperbolic discounting, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 443-477.

Linciano, N. & Soccorso, P. (2012). Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire. CONSOB Discussion Paper.

Madrian, B.C. & Shea D.F. (2001). The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 116, 1149-1525.

McKenzie, C. & Liersch, M. (2011). Misunderstanding savings growth: implications for retirement savings behavior. *Journal of marketing research*, 48, S1-S13.

Meyer, S., Urban, L. & Ahlswede, S. (2015). Does Feedback on Personal Investment Success Help? (June 9, 2015). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2616294>.

Millward Brown (2015). Retail Investor.

Seru, A., Shumway, T. & Stoffman, N. (2010). Learning by trading. *Review of Financial Studies*, 23, 705-739.

Smith, N.C., Goldstein, D.G. & Johnson, E.J. (2013). Choice without awareness: ethical and policy implications of defaults. *Journal of Public Policy and Marketing*, 32, 159-172.

Soll, J.B., Milkman, K.L. & Payne, J.W. (2014). A user's guide to debiasing. To appear in Keren, G. & Wu, G. (Eds). *Handbook of Judgment and Decision Making*. Boston: Wiley-Blackwell.

Van Rooij, M., Lusardi, A. & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101, 449-472.

Weinstein, N.D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806-820.

Autoriteit Financiële Markten  
T 020 797 2000 | F 020 797 3800  
Postbus 112723 | 1001 GS Amsterdam  
[www.afm.nl](http://www.afm.nl)

De tekst is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlennen. 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 bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.