

Leidraad AFM

Leidraad advies- en vermogensbeheer- dienstverlening

Aanbevelingen voor zorgvuldige beleggingsdienstverlening

Publicatiedatum: november 2021

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	2
Managementsamenvatting	4
1 Inleiding	6
1.1 Achtergrond	6
1.2 Leeswijzer	6
1.3 Voor wie is de leidraad bedoeld?	7
1.4 Wat is het doel van de leidraad?	7
1.5 Wat is de status van de leidraad en wat verwacht de AFM van beleggingsondernemingen?	8
1.6 Proportionaliteit	8
2 Beleggingsdienstverlening	9
2.1 Fasen in de beleggingsdienstverlening	9
2.2 Randvoorwaarden	11
3 Het belang van een doordacht beleggingsbeleid	15
3.1 Een helder consistent beleggingsbeleid	15
3.2 Beleggingsstrategie	15
3.3 Vaststellen beleggingscategorieën	16
3.4 Vaststellen strategische asset allocatie	17
3.5 De selectie van financiële instrumenten	19
4 Geschiktheidstoets: een compleet beeld van de klant is cruciaal	25
4.1 Klantbeeld	25
4.2 Het belang van 'kennis en ervaring' van de klant	26
4.3 Doelstelling(en) van de klant	27
4.4 Financiële positie: hoeveel risico kan de klant dragen?	29
4.5 Risicohouding: Hoeveel risico wil de klant lopen?	31
4.6 Detecteren en adresseren van tegenstrijdige klantinformatie	32

4.7	Hoe hangen de doelstelling(en) en de risicobereidheid van de klant samen?	33
4.8	Klantbeeld bij meerdere personen of een rechtspersoon	34
4.9	Gebruik van vragenlijsten	35
5	De vertaling naar een klantoplossing	38
5.1	Van klantbeeld naar oplossing	38
5.2	Stap 1: Bepalen geschikte (beleggings)dienstverlening	38
5.3	Stap 2: Vaststellen strategische asset allocatie	39
5.4	Stap 3: Selectie van financiële instrumenten	43
5.5	Geschiktheidsverklaring	46
6	Doorlopende (na)zorg	47
6.1	Doorlopende monitoring van risico en doel van beleggingsportefeuilles noodzakelijk	47
6.2	Monitoring	47
6.3	Informeren van klanten tijdens de dienstverlening	49
6.4	Periodiek evalueren klantbeeld en dienstverlening	50
6.5	Kosten en baten van het overstappen naar andere beleggingen	50
	Bijlage 1: Aannames over de doelgroep	52
	Bijlage 2: Toelichting standaarddeviatie	55
	Bijlage 3: Selectie financiële instrumenten	56
	Bijlage 4: Selectie alternatieve beleggingen	59

Managementsamenvatting

Het doel van deze leidraad is om banken en beleggingsondernemingen te stimuleren hun dienstverlening op het gebied van vermogensbeheer en beleggingsadvies te optimaliseren. Beleggingsondernemingen kunnen met behulp van deze leidraad beoordelen of er ruimte voor verbetering is. Daarnaast bieden de aanbevelingen en voorbeelden die in deze leidraad worden beschreven aanknopingspunten voor de praktische invulling van deze verbeteringen.

Wat verwacht de AFM van ondernemingen bij het verlenen van advies en vermogensbeheer?

Het beleggingsbeleid bevat de randvoorwaarden voor de dienstverlening

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

Voor een geschikte beleggingsoplossing is inzicht in de klantsituatie nodig

Om een geschikte beleggingsoplossing te kunnen adviseren heeft de adviseur een compleet inzicht nodig in de klantsituatie en doelstellingen van de klant. Dit vergt informatie over onder meer zijn inkomen en vermogenspositie en het risico dat hij kan dragen en wil lopen. Daarnaast is de doelstelling van de klant van belang. Deze doelstelling is de aanleiding om te gaan beleggen. De adviseur of vermogensbeheerder zal de doelstelling inzichtelijk en meetbaar moeten maken, zodat hij daar het advies of beheer op kan afstemmen.

Financiële instrumenten zijn geschikt voor de klant

Als de adviseur heeft vastgesteld welke risico's de klant kan dragen en wil lopen, dan is het belangrijk hier een geschikte beleggingsportefeuille bij te adviseren. Dit betekent dat ook kwantitatief onderbouwd moet worden hoe het risico van de portefeuille aansluit bij de risicobereidheid van de consument. Als de risicobereidheid van de klant en diens rendementswensen gelijk gewogen worden, kunnen voorzienbare teleurstellingen worden voorkomen. Tegenstrijdigheden die ontstaan tussen een ambitieuze doelstelling en een lage risicobereidheid moeten besproken of geadresseerd worden. De mate waarin de klant het risico kan dragen is een belangrijke randvoorwaarde. De adviseur houdt hiermee rekening in zijn advies. Een aantal financiële instrumenten brengt bijzondere risico's met zich mee. Om ervoor te zorgen dat de adviseur een geschikte beleggingsportefeuille adviseert, bepaalt de adviseur per klant in hoeverre de specifieke financiële instrumenten geschikt zijn voor de klant. Bij adviesdienstverlening legt de adviseur zijn advies, met onderbouwing hoe het advies aansluit bij de voorkeuren, beleggingsdoelstellingen en andere kenmerken van de klant, vast in een geschiktheidsverklaring en deelt deze met de klant. Bij vermogensbeheer wordt periodiek een geschiktheidsverklaring verstrekt, waarin de adviseur toelicht op welke manier de portefeuille beantwoordt aan de voorkeuren, doelstellingen en andere kenmerken van de klant.

Doelstelling van klant centraal bij monitoring van de beleggingsportefeuille

De adviseur zorgt er doorlopend voor dat de beleggingsportefeuille blijft passen bij de veranderende klantsituatie, de doelstelling van de klant, het (maximale) risico dat hij kan dragen en wil nemen en de andere afspraken die met de klant zijn gemaakt. Een controle op de gemaakte afspraken met de klant ziet

bijvoorbeeld op de vraag of de portefeuille zich nog bevindt tussen de afgesproken bandbreedtes van de strategische asset allocatie of de vraag of het risico van de portefeuille in lijn is met het afgesproken risico. Daarnaast is het ook belangrijk dat er aandacht is voor de kans dat de klant zijn beoogde doel haalt. Als blijkt dat de doelen niet gehaald kunnen worden, zou de adviseur opnieuw met de klant in gesprek moeten gaan over de belangrijkste uitgangspunten. Met andere woorden: bijsturing zou ook moeten plaatsvinden om de doelen van de klant te kunnen realiseren.

1 Inleiding

1.1 Achtergrond

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft afgelopen jaren meerdere leidraden gepubliceerd met als doel beleggingsondernemingen te stimuleren hun beleggingsdienstverlening te optimaliseren. In dit document zijn een aantal van deze leidraden samengevoegd. Het betreft de volgende leidraden: Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw, de klant centraal bij beleggingsondernemingen (2009); De klant in beeld, aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer (2011); Dienstverlening op maat voor beleggingsondernemingen (2013); Handboek online dienstverlening (2013); Handreikingsdossier klantinventarisatie beleggingsondernemingen (2015). Met deze samenvoeging zijn de voornoemde leidraden komen te vervallen, behalve het Handboek online dienstverlening, omdat deze op verschillende typen ondernemingen van toepassing is.

Met de inwerkingtreding van de Market in Financial Instruments Directive II (MiFID II) op 3 januari 2018 waren voornoemde leidraden niet meer volledig actueel. De samenvoeging van deze leidraden is in lijn gebracht met MiFID II. De belangrijkste toevoegingen en wijzigingen zijn:

- Afhankelijk/onafhankelijk advies: in paragraaf 2.1, stap kennismaking is een alinea over dit onderwerp toegevoegd
- Productontwikkeling: in paragraaf 2.2 is dit onderwerp toegevoegd
- Kennis en bekwaamheid van de adviseur: in paragraaf 2.2 is verouderde informatie verwijderd en overige informatie is geactualiseerd.
- Kosten en complexiteit van gelijkwaardige producten: paragraaf 5.4 is toegevoegd
- Geschiktheidsverklaring: paragraaf 5.5 is toegevoegd
- Informeren van klanten tijdens de dienstverlening: in paragraaf 6.3 zijn toevoegingen gedaan
- Kosten en baten van het overstappen naar andere beleggingen: paragraaf 6.5 is toegevoegd.

Door veranderende wet- en regelgeving op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet actueel is op het moment dat u deze leest. De AFM beveelt u aan om altijd zelf na te gaan welke wet- en regelgeving van toepassing is.

1.2 Leeswijzer

De leidraad bestaat uit zes hoofdstukken.

- *Hoofdstuk 1* betreft de inleiding waarin onder meer de aanleiding, het doel en de status van deze leidraad worden toegelicht.
- In *hoofdstuk 2* worden de fasen in de beleggingsdienstverlening en een aantal belangrijke randvoorwaarden, waaronder productontwikkeling, beleggingsbeleid en kennis en bekwaamheid, toegelicht.
- In *hoofdstuk 3* wordt verder ingegaan op de randvoorwaarde beleggingsbeleid en de keuzes die de beleggingsonderneming daarin maakt. De beleggingsonderneming maakt in haar beleggingsbeleid bijvoorbeeld keuzes ten aanzien van haar beleggingsstrategie, de manier waarop de strategische asset allocatie wordt bepaald en de beleggingscategorieën waarin wordt belegd. Ook wordt in dit hoofdstuk stilgestaan bij de criteria die de beleggingsonderneming hanteert bij de selectie van financiële instrumenten.
- *Hoofdstuk 4* gaat in op het verkrijgen van een klantbeeld. Er wordt mede aan de hand van concrete voorbeelden ingegaan op de vraag waaraan een compleet klantbeeld voldoet. Om geschikte (beleggings)dienstverlening te kunnen bieden is een compleet klantbeeld cruciaal.

- In *hoofdstuk 5* wordt ingegaan op de vertaling van het klantbeeld naar een klantoplossing en de vastlegging hiervan in de geschiktheidsverklaring. De adviseur beoordeelt welke dienstverlening bij de klant past. Voor het vaststellen van de beleggingsoplossing kwantificeert hij het gewenste rendement en risico dat de klant kan en wil nemen. Ook wordt in dit hoofdstuk ingegaan op de wijze waarop de adviseur de kenmerken en risico's van financiële instrumenten laat aansluiten bij de klant.
- In *hoofdstuk 6* wordt de (na)zorg besproken die de adviseur biedt om ervoor te zorgen dat klanten doorlopend over geschikte beleggingen beschikken. De nazorg is erop gericht de doelstelling van de klant te behalen in lijn met het risico dat hij kan en wil lopen. Ook zal de klant bijvoorbeeld periodiek worden geïnformeerd over de vermogensontwikkeling van de portefeuille ten opzichte van zijn doelstelling.

1.3 Voor wie is de leidraad bedoeld?

Deze leidraad is bedoeld voor beleggingsondernemingen en hun adviseurs¹ die *beleggingsadvies* en/of *vermogensbeheer* verlenen aan klanten. Als in deze leidraad wordt geschreven over beleggingsondernemingen worden ook banken die beleggingsdienstverlening aanbieden bedoeld. De aanbevelingen gelden ook voor beheerders van icbe's en beleggingsinstellingen als zij vermogensbeheer- of adviesdiensten verlenen. De focus ligt op beleggingsdienstverlening aan klanten die kwalificeren als niet-professionele beleggers. De voorbeelden zijn in grote mate toegespitst op meer vermogende klanten. Dit betekent niet dat voor minder vermogende klanten de aanbevelingen niet van toepassing zijn. Vooral bij complexe klantsituaties waarbij klanten in grote mate afhankelijk zijn van het belegde vermogen, zijn de aanbevelingen in belangrijke mate van toepassing. Deze leidraad is zowel van toepassing op beleggingsondernemingen die maatwerk bieden als op beleggingsondernemingen die bij hun advies of beheer gebruik maken van een meer 'gestandaardiseerde' oplossing, zoals modelportefeuilles.

Beleggingsadvies en vermogensbeheer kunnen plaatsvinden door persoonlijk contact of deels of volledig geautomatiseerd zijn. De aanbevelingen in deze leidraad zijn van toepassing op alle soorten beleggingsadvies en vermogensbeheer. De bestaande regelgeving maakt geen onderscheid tussen al dan niet geautomatiseerde beleggingsdienstverlening; de regelgeving is techniekneutraal. De AFM neemt dan ook als uitgangspunt dat voor de invulling van de zorgplicht de lat van beleggersbescherming bij traditioneel vermogensbeheer niet verschilt van (semi)geautomatiseerde dienstverlening. De invulling van bepaalde normen kan bij automatisering wel zorgen voor andere uitdagingen en een mogelijk andere aanpak. Voor (deels) geautomatiseerd vermogensbeheer of advies verwijzen we, naast deze leidraad, dan ook naar de '[Leidraad invulling van de zorgplicht bij \(semi\)automatiseerd vermogensbeheer](#)'.

Ook voor financiële dienstverleners met een nationaal regime registratie die adviseren over beleggingsfondsen zijn de delen van deze leidraad relevant.

1.4 Wat is het doel van de leidraad?

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

¹ Onder adviseur wordt in deze leidraad verstaan de persoon of personen die verantwoordelijk zijn voor de inhoudelijke contacten met de klant die betrekking hebben op zijn (belegd) vermogen, de klant hierover adviseert of zijn vermogen beheert. Bij geautomatiseerde dienstverlening zal er veelal geen of beperkt contact zijn met personen. Onder adviseur kan bij geautomatiseerde dienstverlening de beleggingsonderneming worden verstaan die gebruik maakt van een systeem dat leidt tot een advies of beleggingsportefeuille. Als in de leidraad wordt geschreven over (beleggings)advies wordt tevens vermogensbeheer bedoeld.

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

Deze leidraad heeft niet de status van wet- en regelgeving. De beschreven visie is niet noodzakelijkerwijs de enige manier om zorgvuldig te adviseren of het individueel vermogen te beheren. De vertaling van de leidraad naar de dagelijkse praktijk zal de beleggingsonderneming en adviseur zelf dienen te maken. Het staat de beleggingsonderneming of adviseur vrij om op een andere wijze invulling te geven aan de aanbevelingen uit deze leidraad. Dit geldt ook voor de voorbeelden die zijn opgenomen in deze leidraad. Naast deze leidraad is het ook relevant om de ESMA [‘Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen’](#) en de ESMA [‘Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics’](#) over ‘Suitability and appropriateness’ (hoofdstuk 2), te betrekken bij de inrichting en uitvoering van beleggingsdienstverlening.

De voorbeelden in deze leidraad zijn een versimpelde weergave van de praktijk en dienen slechts ter verduidelijking. De voorbeelden zijn deels gefingeerd. De namen in de voorbeelden zijn fictief. De feiten en omstandigheden van elke individuele casus bepalen of sprake is van een goede of ontoereikende adviespraktijk.

1.6 Proportionaliteit

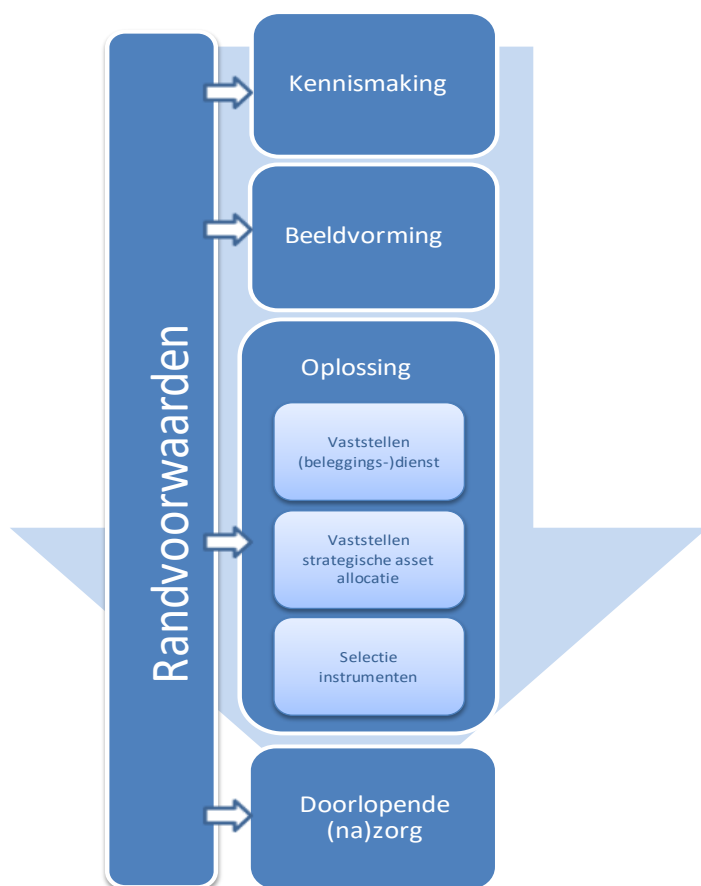
Bij verschillende wettelijke vereisten is het proportionaliteitsbeginsel van toepassing. Zo moet de beleggingsonderneming voldoende relevante klantinformatie inwinnen om een geschikte portefeuille voor de klant te kunnen samenstellen. Het proportionaliteitsbeginsel biedt een beleggingsonderneming de ruimte om de hoeveelheid verschillende informatie die uitgevraagd moet worden aan te passen aan onder andere de klantsituatie of de (aard van de) producten en diensten die zij aanbiedt. Bijvoorbeeld wanneer er sprake is van meer complexe klantsituaties of bij het beleggen in complexe producten kan het proportionaliteitsbeginsel met zich meebrengen dat de beleggingsonderneming meer informatie moet uitvragen.

Ook deze leidraad dient met het proportionaliteitsbeginsel in gedachten gelezen te worden. U dient in alle gevallen aan de wettelijke eisen te voldoen en te zorgen dat er gehandeld wordt in het belang van de klant. Wat hiervoor nodig is kan verschillen per geval. De AFM nodigt beleggingsondernemingen uit om na te denken over wanneer het belang van de klant voldoende is gediend en om te komen met slimme oplossingen. Een voorbeeld daarvan is het gebruik van doelgroepaannames bij het tot stand komen van een klantbeeld. Dit voorbeeld is nader uitgewerkt in bijlage 1.

2 Beleggingsdienstverlening

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

2.1 Fasen in de beleggingsdienstverlening



Stap 1: Kennismaking

Het proces start met een kennismaking met de klant.² Tijdens de kennismaking bespreekt de adviseur de vraag van de klant. Hij informeert de klant over de dienstverlening en maakt vervolgens afspraken met de klant om een geschikt advies mogelijk te maken. De adviseur legt de klant uit wat hij wel en niet doet, en voor welke prijs. Hij maakt de klant duidelijk welke handelingen de klant van de adviseur mag verwachten voor een bepaalde prijs, en waarom. Ook maakt hij de klant bewust van welke (relevante) handelingen hij eventueel niet verricht. De adviseur inventariseert globaal de situatie van de klant om te kunnen bepalen of hij überhaupt geschikte dienstverlening kan bieden. Als beleggen niet geschikt is voor de klant, wordt geadviseerd niet te beleggen.

² De klant kan zich (bijvoorbeeld online) al in meer of mindere mate georiënteerd hebben in de onderneming en de dienstverlening die wordt aangeboden. Dit wordt in dit document buiten scope gelaten. Het proces start hier bij een directe interactie tussen de klant en de beleggingsonderneming.

Een beleggingsonderneming moet een (potentiële) klant voorafgaand aan het advies aangeven of dit advies op onafhankelijke of afhankelijke basis wordt verstrekt. Advies is onafhankelijk als de beleggingsonderneming bij het advies een voldoende groot aantal beschikbare financiële instrumenten of gestructureerde deposito's beoordeelt. In het onafhankelijke advies moeten verschillende typen financiële instrumenten van verschillende aanbieders zijn betrokken. Onafhankelijk advies mag niet beperkt zijn tot financiële instrumenten die worden uitgegeven of verschaft door de beleggingsonderneming zelf of aanverwante entiteiten.³

De adviseur bepaalt vervolgens samen met de klant welke dienstverlening voor hem van toegevoegde waarde is en het beste aansluit op zijn situatie en behoeften. Dit kan een integraal advies zijn, waarin zijn gehele financiële situatie wordt meegewogen.

Er kunnen bepaalde situaties zijn waarin de kosten van een uitgebreide inventarisatie en analyse van bepaalde gegevens niet opwegen tegen het voordeel dat de klant hiervan heeft. De AFM verwacht van de adviseur dat hij zijn dienstverlening laat aansluiten op de situatie en behoeften van de klant. Dienstverlening die onnodig duur of tijdrovend is, is niet in het belang van de klant.

Een voorbeeld

Kosten kunnen van invloed zijn op de bedieningsbehoefte van de klant bij beleggingsadvies.

Uw klant geeft aan een vermogen te hebben van 200.000 euro, dat hij wil beleggen met als doel om over twaalf jaar een luxe zeilboot aan te schaffen en daarmee een jaar lang over de wereld te zeilen met zijn echtgenote. De klant wil graag dat u hem een specifieke persoonlijke portefeuille adviseert.

Wanneer de kosten van een dergelijke maatwerkportefeuille in verhouding tot zijn vermogen en doel relatief hoog zijn, kunt u hem dit uitleggen en aanraden een standaard modelportefeuille te kiezen die voor een specifieke groep beleggers gelijk is en niet speciaal voor die klant is samengesteld. Uiteraard is het aan u als dienstverlener om samen met uw klant vast te stellen of de kosten van de maatwerkportefeuille in verhouding tot zijn vermogen en doel hoog zijn voor deze klant.

U maakt de klant duidelijk wat u doet voor welk bedrag⁴ en omschrijft concreet wat de verschillen zijn met een uitgebreid advies over de beleggingsportefeuille en wat de voor- en nadelen hiervan zijn. Een akkoord van de klant hierop legt u vast in het klantdossier of opdrachtovereenkomst. Daarnaast verstrekt u de gemaakte afspraken aan de klant zodat hij deze kan nalezen.

Stap 2: Beeldvorming

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

³ Zie artikelen 52 en 53 van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 (**Gedelegeerde Verordening 2017/565**) voor een overzicht van alle relevante bepalingen ten aanzien van afhankelijk en onafhankelijk advies.

⁴ U houdt hierbij rekening met de regels omtrent kostentransparantie.

Bij (semi)automatisch vermogensbeheer of -advies vallen stap 1 en 2 veelal samen. Van belang is dat ook bij het samenvoegen van stap 1 en stap 2 er voldoende aandacht is voor zowel de vraag welke dienstverlening bij de klant past en of dat door de beleggingsonderneming geboden kan worden, als voor het creëren van een klantbeeld met voldoende diepgang.

Stap 3: Oplossing

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

Wanneer beleggingsondernemingen gebruik maken van modelportefeuilles wordt het vaststellen van de strategische asset allocatie en selectie van instrumenten centraal in de onderneming uitgevoerd. De adviseur moet in dat geval bepalen of een van de modelportefeuilles geschikt is voor de klant en zo ja, welke geschikt is.⁵

De kenmerken van de klant, het advies of de portefeuille die de vermogensbeheerder heeft samengesteld en een toelichting hoe de beleggingen aansluiten bij de kenmerken van de klant moeten worden opgenomen in een geschiktheidsverklaring. De beleggingsonderneming moet de geschiktheidsverklaring vastleggen in het klantdossier en verstrekken aan de klant.

Stap 4: Doorlopende (na)zorg

In deze fase geeft de adviseur invulling aan de dienstverlening die is afgesproken met de klant. Vaak bestaat deze uit de monitoring en bijsturing van de beleggingsportefeuille, het opstellen en verstrekken van periodieke rapportages, het verstrekken van kosteninformatie, de periodieke actualisatie van klantgegevens en de terugkoppeling op de haalbaarheid van de doelstelling. Omdat er bij vermogensbeheer sprake is van een doorlopend proces, is er sprake van doorlopende (na)zorg. Bij beleggingsadvies is er sprake van doorlopende (na)zorg bij een doorlopende adviesrelatie die met de klant wordt afgesproken.⁶

2.2 Randvoorwaarden

Om zorgvuldig beleggingsadvies of vermogensbeheer mogelijk te maken, moet een aantal randvoorwaarden geregeld worden door de beleggingsonderneming. Een beleggingsonderneming dient de bedrijfsvoering zodanig in te richten dat deze leidt tot een beheerste en integere uitoefening van haar bedrijf.⁷ Het gaat hier onder andere om duidelijke besluitvormingsprocedures, bevoegdheden en verantwoordelijkheden, adequate informatievoorziening en communicatie aan klanten, maar ook over bewaartermijnen en het tegengaan van belangenconflicten. De AFM vindt het belangrijk dat verantwoordelijkheden en processen vastgelegd zijn en dat deze processen gemonitord worden. Door processen periodiek te evalueren kan de onderneming controleren of de uitkomst van de processen ook overeenkomt met hetgeen ermee beoogd wordt. Een aantal belangrijke randvoorwaarden is onderstaand uitgewerkt.

⁵ Bij een zeer beperkt aantal modelportefeuilles is de kans groter dat er geen geschikte portefeuille beschikbaar is.

⁶ Het is immers ook mogelijk om eenmalig advies te verstrekken. Voor een nadere toelichting op eenmalig advies en de (doorlopende) zorgplicht die daarmee gemoeid is wordt verwezen naar de 'Leidraad kwalificatie innovatieve dienstverlening'.

⁷ Artikel 4:14, eerste lid, Wet op het financieel toezicht (Wft).

Productontwikkeling

Iedere beleggingsonderneming dient te beschikken over een productontwikkelings- en evaluatieproces. Dit proces ziet zowel op producten die een beleggingsonderneming ontwikkelt (indien van toepassing), als op producten die een beleggingsonderneming distribueert. Dat proces dient te borgen dat de beleggingsonderneming een doelgroep identificeert voor de producten die de onderneming ontwikkelt of wil distribueren. De producten moeten aansluiten bij de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de geïdentificeerde doelgroep. Tevens moet dit proces borgen dat de onderneming zijn distributiestrategie afstemt op de doelgroep, zodat producten gedistribueerd worden aan de geïdentificeerde doelgroep en niet (structureel) daarbuiten.⁸

Deze bepalingen omtrent productontwikkeling staan los van de bepalingen rondom geschiktheid. Bij productontwikkeling wordt ex ante vastgesteld bij welke groep(en) beleggers de producten aansluiten en hoe deze alleen aan die beleggers worden gedistribueerd. Dit dient tevens periodiek geëvalueerd te worden. De geschiktheidstoets verlangt van de beleggingsonderneming dat zij op het daadwerkelijke moment van distributie voor een individuele klant vaststelt dat een dienst of product geschikt is. De uitkomsten uit het productontwikkelingsproces kunnen hier natuurlijk wel behulpzaam bij zijn.

Beleggingsbeleid

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

Kennis en bekwaamheid van de adviseur

Om een beleggingsadvies te kunnen geven dat geschikt is voor de klant is het belangrijk dat de adviseur niet alleen beschikt over beleggingskennis. De adviseur dient ook te kunnen variëren in de manier waarop hij klanten benadert en aanspreekt. Voor een ervaren belegger met veel kennis over beleggen is een andere benadering vereist dan voor een relatief onervaren belegger met weinig kennis. De adviseur zal daarom over voldoende vaardigheden moeten beschikken om in beide gevallen het gesprek te kunnen voeren en complexe materie op een begrijpelijke manier uit te leggen. Daarnaast moet de adviseur beschikken over het vermogen om de juiste en meest relevante informatie bij de klant op te vragen en door te vragen bij onduidelijkheden.

Beleggingsondernemingen dienen ervoor te zorgen én te kunnen aantonen dat alle personen die onder haar verantwoordelijkheid klanten beleggingsadvies geven en/of klanten informatie geven over beleggingsdiensten, gestructureerde deposito's, financiële instrumenten of nevendiensten, over de nodige kennis en vakbekwaamheid beschikken. Het doel hiervan is onder meer om aan de geldende wet- en regelgeving en aan de normen voor bedrijfsethiek te voldoen. Ook is bepaald dat het personeel op de hoogte moet zijn van de interne gedragsregels en procedures van de onderneming.⁹

De beleggingsonderneming moet er ook voor zorgen alle medewerkers die betrokken zijn bij het uitvoeren van de geschiktheidstoets, ook medewerkers die geen klantcontact hebben, over een passend niveau van vaardigheden, kennis en deskundigheid beschikken. Medewerkers moeten begrijpen welke rol zij hebben in

⁸ Meer informatie over productontwikkeling is te vinden in artikel 4:14 Wft, artikelen 32 t/m 32c Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo) en de ESMA 'Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II'.

⁹ De vereisten aan de kennis en bekwaamheid wordt nader ingevuld door ESMA 'Richtsnoeren voor de beoordeling van kennis en bekwaamheid' en de 'Regeling vakbekwaamheid werknemers beleggingsondernemingen Wft'.

het proces van de geschiktheidstoets en beschikken over de noodzakelijk vaardigheden, kennis en deskundigheid om hun verantwoordelijkheid uit te oefenen.¹⁰

Vastlegging

Een beleggingsonderneming moet gegevens bijhouden over alle door haar verleende beleggingsdiensten, nevendiensten en verrichte beleggingsactiviteiten. Het bijhouden van gegevens omvat het opnemen van telefoongesprekken, het vastleggen van rechtstreeks met de klant gevoerde gesprekken en elektronische communicatie die gericht is op het verrichten van transacties in financiële instrumenten. Dit moet gebeuren ongeacht of deze transacties ook daadwerkelijk zijn verricht of de diensten daadwerkelijk zijn verleend. De gegevens moeten vijf jaar worden bewaard.¹¹

Bij beleggingsadvies en vermogensbeheer houdt het voorgaande in dat een beleggingsonderneming in ieder geval verplicht is alle relevante informatie over de geschiktheidstoets vast te leggen, waaronder informatie over de klant, alle beleggingsadviezen die zijn verstrekt en alle beleggingen (en afstotingen van beleggingen) die hebben plaatsgevonden naar aanleiding van de uitgevoerde geschiktheidstoets, alsmede de verstrekte geschiktheidsverklaring (zie paragraaf 5.5). De vastlegging moet zodanig zijn opgezet dat fouten met betrekking tot de geschiktheidstoets (zoals ‘misselling’) kunnen worden opgespoord. Ook moet de vastlegging toegankelijk zijn voor relevante personen binnen de beleggingsonderneming en voor de AFM.¹²

Om ervoor te zorgen dat de vastlegging op een juiste wijze gebeurt, moet de beleggingsonderneming maatregelen nemen voor de opname en opslag van telefoongesprekken en elektronische communicatie tussen de beleggingsonderneming en haar klanten die zijn gericht op het verrichten van transacties in financiële instrumenten.

De Algemene verordening gegevensbescherming (AVG) vraagt dat een beleggingsonderneming als ‘goed huisvader’ omgaat met de relevante klantgegevens. Dit betekent onder andere dat gegevens goed worden beveiligd, maar ook dat de klant recht heeft op inzage in zijn gegevens.¹³

Uitbesteding

De wet biedt een beleggingsonderneming de mogelijkheid om bepaalde werkzaamheden uit te besteden. De uitbesteding kan bijvoorbeeld zien op IT, orderuitvoering of compliance. Uitbesteding ontslaat de beleggingsonderneming niet van de verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van de uitbestede werkzaamheden. De uitbestedingsafspraken moeten daarom goed zijn vastgelegd en de beleggingsonderneming dient op de naleving toe te zien. Tevens dient de beleggingsonderneming het recht van audit (recht op inspectie en op toegang tot de boeken en bedrijfsruimten) contractueel vast te leggen.¹⁴

‘Cloud computing’ is een vorm van uitbesteden van diensten aan derden, waarbij gegevens door of via een andere partij worden opgeslagen. Het is hierbij van belang dat de beleggingsonderneming verantwoordelijk is en blijft voor (onder meer) de beheerste en integere bedrijfsvoering, en voor het waarborgen van de vertrouwelijkheid van de gegevens. Verder is het belangrijk dat de onderneming ervoor zorgt dat cloud

¹⁰ Zie voor een nadere uitwerking Algemeen richtsnoer 11 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA ‘Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen’.

¹¹ De lijsten met vast te leggen gegevens zijn opgenomen in Bijlage I en IV van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

¹² Zie voor een nadere uitwerking Algemeen richtsnoer 12 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA ‘Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen’. Daarnaast kunnen de ESMA ‘Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics’ over ‘Recording of telephone conversations and electronic communications’ (hoofdstuk 3) en ‘Record keeping’ (hoofdstuk 4) relevant zijn.

¹³ Voor een nadere uitwerking van het beschermen van de klantgegevens bij online dienstverlening wordt verwezen naar paragraaf 2.4 van de ‘Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer’.

¹⁴ Artikel 31, derde lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

computing het toezicht niet belemmert. De beleggingsonderneming dient hiervoor afspraken maken met de partij aan wie zij de taken heeft uitbesteed.

Monitoren dienstverlening

De beleggingsonderneming moet regelmatig testen of de inrichting van de geschiktheidstoets zorgvuldig is en nog voldoet aan de geldende normen. Dit kan onder meer door klanttesten en door dossiers te controleren.

Vaak wordt met klanttesten gecontroleerd of een bedieningsconcept gebruiksvriendelijk is, maar om een zorgvuldige dienstverlening te waarborgen moet ook worden getest op geschiktheid en veiligheid van de dienstverlening.

Het testen van de werking van de dienstverlening ziet op de inhoudelijke, procesmatige kant van de dienstverlening. Kan de klant het antwoord op zijn vragen vinden? Heeft de beleggingsonderneming de dienstverlening aangepast aan veranderende wet- en regelgeving? Wat is de kwaliteit van het ingewonnen klantbeeld? Volgt het advies op een logische en navolgbare wijze uit het klantbeeld? Is alle relevante informatie vastgelegd in het klantdossier?¹⁵

¹⁵ Voor een nadere uitwerking van het monitoren van de dienstverlening bij online dienstverlening wordt verwezen naar paragraaf 2.1 van de 'Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer'.

3 Het belang van een doordacht beleggingsbeleid

3.1 Een helder consistent beleggingsbeleid

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

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

De beleggingsonderneming zorgt ervoor dat het beleggingsbeleid binnen de beleggingsonderneming bekend is. Adviseurs hanteren het beleid bij het invullen van de beleggingsdienstverlening voor een specifieke klant.

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

3.2 Beleggingsstrategie

De AFM verwacht dat een beleggingsonderneming in haar beleggingsbeleid opneemt welke beleggingsstrategie wordt gevolgd.¹⁶ De beleggingsstrategie vormt het uitgangspunt voor de manier waarop de beleggingsonderneming haar toegevoegde waarde aan de portefeuille van de klant levert. De beleggingsonderneming is ervan overtuigd dat zij met de gehanteerde beleggingsstrategie de beste risico-rendementsverhouding bereikt. Onderdeel van de beleggingsstrategie kan de grondslag zijn voor het selecteren van financiële instrumenten. Een voorbeeld van een beleggingsstrategie is technische analyse. De beleggingsonderneming is er dan van overtuigd dat zij meerwaarde kan leveren door op basis van een technische analyse de best presterende instrumenten te selecteren. Een ander voorbeeld is de *value* strategie, waarbij selectie plaatsvindt op basis van structurele onderwaardering van het financiële instrument.

De beleggingsonderneming moet haar beleggingsstrategie kunnen uitleggen aan de klant, zodat voor de klant duidelijk is wat hij kan verwachten. Als de klant begrijpt hoe de strategie gerelateerd is aan verwachte rendementen en risico's kunnen voorzienbare teleurstellingen over de uitkomsten van beleggingsoplossingen tot op zekere hoogte worden voorkomen.

De beleggingsonderneming dient haar strategie periodiek te monitoren. Wanneer haar visie op de markt verandert, bijvoorbeeld door gewijzigde marktomstandigheden, zal dit mogelijk tot wijzigingen in de beleggingsstrategie leiden. Een groot deel van de beleggingsondernemingen heeft een beleggingscomité waar de strategie periodiek wordt geëvalueerd. Beslissingen die voortvloeien uit deze evaluatie en de overwegingen

¹⁶ Een beleggingsonderneming kan meerdere strategieën aanbieden. Dit dient dan naar voren te komen in het beleggingsbeleid.

daarbij worden vastgelegd. Dergelijke beslissingen worden ook gedeeld met de adviseurs, zodat zij op de hoogte zijn van de herziene strategie en de achtergronden daarbij.

3.3 Vaststellen beleggingscategorieën

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

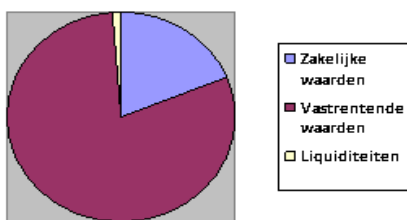
Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

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

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

De kwartaalrapportage die de heer Boersma ontvangt vermeldt het volgende:



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

Nadere bestudering van de portefeuille wijst uit dat het vastrentende (obligatie) deel van de portefeuille als volgt is opgebouwd.¹⁷

¹⁷ Hierbij worden de 17 beleggingscategorieën aangehouden met de bijbehorende standaarddeviatie uit de 'VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010'. CFA Society VBA Netherlands (CFA-VBA) (destijds VBA Beleggingsprofessionals) heeft dit rapport eind 2010 voor het eerst gepubliceerd en actualiseert de risicostandaarden periodiek. In dit rapport zijn de standaarddeviaties en correlatiematrix van verschillende beleggingscategorieën opgenomen. Door de standaarddeviaties en correlatiematrix te combineren met de gewichten in de portefeuille van de verschillende beleggingscategorieën kan de standaarddeviatie van de portefeuille berekend worden. De gebruikte cijfers in deze leidraad komen uit het rapport uit 2010. De laatste versie van het rapport is te vinden op de website van CFA-VBA.

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

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

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

De standaarddeviatie van de portefeuille is, als niet verder wordt gekeken dan de drie door de beleggingsonderneming gehanteerde categorieën, 5%. Hierbij wordt verondersteld dat de obligatieportefeuille bestaat uit een mix van 20% Europese Investment grade obligaties en 60% Europese staatsobligaties met een rating van AAA-AA. Het risico, uitgedrukt in de standaarddeviatie, van de beleggingsportefeuille van meneer Boersma blijkt op basis van de specificatie 9,2%. Het risico van de portefeuille van meneer Boersma is dus groter dan op het eerste gezicht lijkt en bij hem past. Dit komt doordat de beleggingsonderneming slechts drie 'brede' beleggingscategorieën hanteert.

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

3.4 Vaststellen strategische asset allocatie

De strategische asset allocatie is de verdeling van het te beleggen vermogen over verschillende beleggingscategorieën op basis van lange termijndoelstellingen en -verplichtingen. Binnen de strategische asset allocatie zal worden gezocht naar een optimum tussen risico en rendement. Het vormt het uitgangspunt van de beleggingsportefeuille. Binnen de bandbreedtes van de strategische asset allocatie heeft de

beleggingsonderneming veelal ruimte om keuzes te maken ten aanzien van de daadwerkelijke asset allocatie. Dit wordt de tactische asset allocatie genoemd. De tactische asset allocatie kan ook inhouden dat tijdelijk wordt afgeweken van de strategische asset allocatie. Door middel van de tactische asset allocatie speelt de beleggingsonderneming in op korte termijn verwachtingen, bijvoorbeeld ten aanzien van rendementsverwachtingen van bepaalde beleggingscategorieën.

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

Efficiënte portefeuilles

Bij het vaststellen van de strategische asset allocatie zou de doelstelling van de beleggingsonderneming moeten zijn om een portefeuille vast te stellen die gegeven een bepaald risico een zo hoog mogelijk nettorendement behaalt. Overeenkomstig kan ook gezegd worden dat gegeven een bepaald rendement het risico van de portefeuille zo laag mogelijk is. Dit wordt beschreven in de 'Moderne Portefeuille Theorie' van Markowitz.¹⁸ Het uitgangspunt van Markowitz is dat beleggingen niet op individuele basis geselecteerd moeten worden, maar dat rekening moet worden gehouden met de relatieve kenmerken van beleggingen ten opzichte van andere beleggingen en de samenhang tussen deze beleggingen. Door de beleggingen in samenhang te beschouwen, kan er gestreefd worden naar de portefeuille die een zo hoog mogelijk rendement behaalt bij een zo laag mogelijk risico. Dit worden efficiënte portefeuilles genoemd. De theorie geeft niet aan welke van deze efficiënte portefeuilles gekozen zou moeten worden. Dit is afhankelijk van de risicobereidheid van de belegger. De uitkomsten van deze efficiënte portefeuilles zijn afhankelijk van de aannames ten aanzien van de rendementen en risico's van beleggingscategorieën en de correlaties tussen beleggingscategorieën. Als de daadwerkelijke marktomstandigheden afwijken van deze aannames, bestaat kans dat deze efficiënte portefeuilles niet de beste resultaten geven. Deze kans wordt groter bij extreme marktomstandigheden.

Om de efficiënte portefeuilles te identificeren is het belangrijk dat de risico- rendementsverwachting per beleggingscategorie wordt bepaald. Het verwachte rendement van de strategische asset allocatie kan op meerdere manieren bepaald worden. Van belang is dat een beleggingsonderneming realistische inschattingen maakt. Ook in de haalbaarheidsanalyse moet de beleggingsonderneming rekenen met realistische rendementen, gebaseerd op de marktomstandigheden. Dit voorkomt teleurstellingen en is onderdeel van een geschikte portefeuille.

Beleggingsondernemingen zijn vrij in de manier waarop zij risico kwantificeren. Een mogelijke manier om risico te kwantificeren is het berekenen van de standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille. Door middel van de standaarddeviatie kan inzicht verkregen worden in tussentijdse schommelingen die in de portefeuille kunnen plaatsvinden. Het voordeel van deze maatstaf is de brede toepasbaarheid en de betrekkelijk eenvoudige berekening. Deze maatstaf kent beperkingen, er wordt bijvoorbeeld vanuit gegaan dat rendementen normaal verdeeld zijn, terwijl dat in de praktijk niet altijd het geval is.¹⁹ Ook wordt uitgegaan van historische correlaties. Daarnaast houdt de standaarddeviatie alleen rekening met het marktrisico. Bij de beoordeling van de

¹⁸ Bron: Markowitz, H.M., 1952, "Portfolio Selection", *Journal of Finance* 7 (1), 77-91.

¹⁹ Zie bijlage 2 voor een nadere toelichting op het gebruik van de standaarddeviatie.

geschiktheid zijn ook andere type risico's of definities van 'risico' relevant, zoals het concentratierisico, het liquiditeitsrisico en het tegenpartijrisico.

Bij het meten van het risico van de portefeuille met behulp van de standaarddeviatie en het vaststellen van de geschiktheid van een individuele beleggingsportefeuille voor een specifieke klant zal hier rekening mee gehouden moeten worden. Ook zal de adviseur dan aan de klant duidelijk moeten maken dat het risico van de portefeuille zich in de toekomst anders kan ontwikkelen.

Risico's als gevolg van veranderende marktomstandigheden

Grillige ontwikkelingen op de financiële markten brengen specifieke risico's mee. Het is van belang dat adviseurs bij de samenstelling en monitoring van portefeuilles van klanten continu oog houden voor deze ontwikkelingen. Een voorbeeld hiervan zijn de risico's die verbonden zijn aan obligatiebeleggingen. Waar een staatsobligatie normaal een grote mate van zekerheid geeft, kan dit in een bepaald economisch klimaat veranderd zijn. Hierbij kan gedacht worden aan situatie in Griekenland in 2010. Een ander voorbeeld is onzekerheid over de positie van de US-dollar als gevolg van de economische situatie en politieke conflicten. Dergelijke ontwikkelingen onderstrepen het belang om als beleggingsonderneming te blijven investeren in kennis ten aanzien van de laatste ontwikkelingen en wetenschappelijke inzichten op beleggingsgebied.²⁰

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

3.5 De selectie van financiële instrumenten

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

Verantwoordelijkheden bij de selectie van instrumenten

De beleggingsonderneming kan ervoor kiezen om de selectie van instrumenten op centraal niveau te regelen of door de adviseur uit te laten voeren. Ook is een combinatie mogelijk, waarbij de beleggingsonderneming op centraal niveau een lijst met instrumenten samenstelt waaruit de adviseur per klant zijn selectie kan maken. In ieder geval geldt dat in het beleggingsbeleid vastgesteld wordt hoe de selectie van financiële instrumenten plaatsvindt. Het decentraal selecteren van instrumenten vraagt extra maatregelen om te waarborgen dat voldaan wordt aan de eisen die de beleggingsonderneming stelt. Ook is het van belang dat de beleggingsonderneming kan voldoen aan de eisen rondom productontwikkeling.²¹

²⁰ Let wel op, beleggingsonderzoek kan kwalificeren als provisie, waardoor de provisieregels van toepassing zijn. Zie www.afm.nl/MiFID voor informatie over de provisieregels.

²¹ Zie paragraaf 2.2.

Gebruik individuele titels of beleggingsfondsen

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

Actief of passief beheerde beleggingen

Wanneer er ter invulling van een beleggingscategorie wordt gekozen voor beleggingsfondsen kan er worden gekozen voor een actief beheerd beleggingsfonds of een passieve belegging.²² Een beleggingsonderneming maakt een afgewogen keuze tussen actief of passief beleggen. Die afweging kan per beleggingscategorie verschillen.

Criteria bij de selectie van financiële instrumenten

Wanneer keuzes zijn gemaakt over het type instrument waarin belegd wordt, kunnen financiële instrumenten geselecteerd worden. De beleggingsonderneming zal uit het universum van instrumenten de titels selecteren die voor klanten een toegevoegde waarde hebben. Van beleggingsondernemingen wordt verwacht dat zij over beleid en procedures beschikken om inzicht te krijgen in de kenmerken, de aard en de eigenschappen van beleggingsproducten.²³ Hierbij is het van belang om vast te stellen welke kenmerken van deze instrumenten de beleggingsonderneming in ogenschouw neemt. Kenmerken die hierbij in ieder geval van belang zijn:

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

De doelgroep van het instrument is uitgewerkt in paragraaf 2.2 onder productontwikkeling. De overige kenmerken zijn verder uitgewerkt in bijlage 3. Niet alle kenmerken zijn van toepassing op alle typen financiële instrumenten. Later in deze paragraaf wordt ook een aantal aandachtspunten beschreven voor de selectie van specifieke financiële instrumenten.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

De beleggingsonderneming neemt beleggingsfondsen in de portefeuilles van klanten op. Voordat een fonds in de portefeuille wordt opgenomen doet de beleggingsonderneming uitvoerig onderzoek naar een fonds. Eerst stelt zij aan de hand van een aantal criteria een brede selectie op van beleggingsfondsen. Hiervoor

²² Met actief beleggen wordt bedoeld op het samenstellen van een portefeuille die bewust van de index afwijkt om te proberen een extra rendement te behalen ten opzichte van de benchmark. Met passief beleggen wordt bedoeld dat men niet een portefeuille samenstelt om een hoger rendement dan de index te behalen, maar om met de belegging zo nauwkeurig mogelijk het rendement van een bepaalde index te volgen. Hoewel er ook actief gebruik kan worden gemaakt van individuele titels wordt dat hier buiten beschouwing gelaten.

²³ Zie voor een nadere uitwerking Algemeen richtsnoer 7 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MIFID II-geschiktheidseisen'.

gebruikt zij informatie van internet, uit factsheets en externe onderzoeksbronnen en het eigen netwerk. De beleggingsonderneming heeft zichzelf daarbij onder andere de volgende vragen gesteld:²⁴

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

Deze brede selectie van fondsen onderwerpt de beleggingsonderneming aan verder onderzoek. Daarbij neemt zij in ieder geval de selectiecriteria mee die in bijlage 3 worden genoemd. Op basis hiervan heeft zij een tweede selectie van beleggingsfondsen gemaakt. Met de fondsbeheerders van deze fondsen voert zij een gesprek waarbij zij verder aandacht besteedt aan de visie en strategie en beoordeelt of dit aansluit bij de beleggingsonderneming en haar klanten. De beleggingsonderneming monitort deze fondsen doorlopend. Daarbij gaat de aandacht onder andere uit naar:

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

Selectie 'eigen' financiële instrumenten

Er zijn beleggingsondernemingen die zelf ook financiële instrumenten aanbieden, zoals beleggingsfondsen. De beleggingsonderneming zal, net als bij instrumenten van derden, bij de selectie van deze 'eigen' instrumenten duidelijk moeten maken waarom het instrument waarde toevoegt en bij de klant past. Hiervoor zal de beleggingsonderneming eerdergenoemde afwegingen moeten maken. De beleggingsonderneming zal de toegevoegde waarde van het opnemen van een 'eigen' instrument ook uit moeten leggen aan de klant. In dergelijke gevallen is het belangrijk dat de beleggingsonderneming uitgebreid aandacht besteedt aan het voorkomen van belangenconflicten, zoals het belonen van adviseurs voor het selecteren van 'eigen' instrumenten. Wanneer een belangenconflict onvermijdelijk is, informeert de beleggingsonderneming de klant hier proactief over.²⁵

Monitoring

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

Selectie van ETF's

Bij de keuze om (een deel van) de portefeuille in te vullen met passieve beleggingen, heeft de beleggingsonderneming een ruime keuze uit indexbeleggingsfondsen en indextrackers, ofwel ETF's. ETF's zijn beursgenoteerde, open-end beleggingsfondsen met veelal als beleggingsdoel het zo goed mogelijk volgen van een onderliggende index. Per ETF kan de toegevoegde waarde voor de klant verschillen. Niet elke ETF is bovendien geschikt voor elk type klant. Het is dus belangrijk dat de beleggingsonderneming de ETF's selecteert

²⁴ De lijst is niet limitatief.

²⁵ Artikel 4:88, eerste tot en met derde lid, Wft jo. artikel 34, vierde lid van de Gedelegeerde Verordening 2017/565

die passen binnen haar beleggingsstrategie en de doelgroep van klanten die zij bedient. De beleggingsonderneming kan daarbij gebruik maken van de criteria die in bijlage 2 zijn opgenomen. Daarnaast kennen ETF's specifieke kenmerken en risico's waar de beleggingsonderneming bij de selectie van ETF's aandacht aan zou moeten besteden:²⁶

- *Methode van samenstelling*

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

Bij synthetische replicatie wordt het rendementsprofiel van een index nagebootst door middel van het aangaan van een swaptransactie. De tegenpartij in de swap belooft het rendement op de index aan de belegger te vergoeden, in ruil voor de inleg die beleggers betalen. Synthetische replicatie wordt vaak gekozen om een illiquide markt te volgen. Bij swaptransacties bestaat het risico dat de tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. Dit tegenpartijrisico is moeilijk te beoordelen. Beleggingsondernemingen dienen zich bewust te zijn van dit risico. Het tegenpartijrisico komt in bijlage 3 aan de orde.

Bij fysieke replicatie worden de beleggingen in de index zoveel mogelijk één op één aangekocht. De ETF heeft deze stukken dus werkelijk in bezit. Fysieke replicatie kan op twee manieren ingevuld worden: er kan gekozen worden voor volledige replicatie of voor sampling. Bij volledige replicatie worden alle stukken uit de index aangekocht, terwijl bij sampling er een selectie van aan te kopen stukken wordt gemaakt. Er wordt vaak voor sampling gekozen wanneer de te volgen index uit een groot aantal onderliggende waarden bestaat of deels uit illiquide titels. Bij sampling bestaat het risico dat de koers van de ETF gaat afwijken van de koers van de index. Wanneer er geen goede reden is om voor sampling te kiezen, maar de ETF hier toch gebruik van maakt, is het daarom aan te raden niet voor deze ETF te kiezen.

- *Beursnotering*

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

- *(Deels) actief beheerde ETF's*

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

²⁶ Deze lijst is niet uitputtend.

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

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

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

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

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

Bij ETF's in grondstoffen (Exchange Traded Commodities) geldt dat het rendement van het beleggen in een index niet gelijk is aan het rendement van het beleggen in fysieke grondstoffen. Dit komt doordat een index gebruik maakt van futures om het rendementsprofiel na te bootsen. Of dit rendement hoger of lager is dan de directe belegging valt op voorhand niet te zeggen.

Selectie van alternatieve beleggingen

Onder alternatieve beleggingen worden in het algemeen alle beleggingen geschaard die niet bestaan uit aandelen of obligaties (al dan niet in een beleggingsfonds), bijvoorbeeld hedge funds, private equity, vastgoed en grondstoffen. Alternatieve beleggingen kunnen een lage of negatieve correlatie hebben met aandelen en/of obligaties. Dit betekent dat door het opnemen van deze instrumenten in de beleggingsportefeuille de volatiliteit van de portefeuille afneemt. Het effect hiervan verschilt per instrument. Omdat de karakteristieken van deze instrumenten per type alternatieve belegging verschillen is het belangrijk dit per individueel instrument vast te stellen. Daarnaast kennen alternatieve beleggingen een aantal specifieke kenmerken en risico's, waarmee rekening gehouden moet worden bij de selectie. Dit zijn de verhandelbaarheid, kosten, transparantie, rolrendement en een te lage inschatting van het risico op basis van volatiliteit. In bijlage 4 wordt uitgebreider op deze kenmerken ingegaan.

De beleggingsonderneming moet inschatten bij welke klanten deze kenmerken passen. Wanneer de beleggingsonderneming ervoor kiest om één of meerdere van de verschillende alternatieve beleggingen op te nemen, zal de adviseur ervoor moeten zorgen dat de klant geïnformeerd wordt over deze specifieke risico's en het mogelijke effect hiervan.

Selectie van gestructureerde producten

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

Gestructureerde producten kunnen beperkingen hebben. Er wordt soms bijvoorbeeld geen volledige garantie op de inleg gegeven, de stijging van de gekoppelde index(en) wordt niet volledig gevolgd of de stijging wordt beperkt gevolgd. Deze beperkingen zijn noodzakelijk om het product van een garantiewaarde te kunnen

voorzien. Gestructureerde producten hebben bovendien vaak hoge kosten. Ook is de verhandelbaarheid niet altijd goed.

Bij de beslissing om één of meerdere gestructureerde producten op te nemen in de portefeuille van een klant is het van belang dat de adviseur het product begrijpt en de toegevoegde waarde voor de klant kan inschatten. Dit houdt in dat de adviseur begrijpt wat de structuur van het product is, wat de risico's zijn en wanneer deze zich voordoen. Een aantal van de criteria genoemd in bijlage 3 zijn hiervoor van belang. Ook is het belangrijk dat de adviseur een inschatting maakt van de mate waarin rendementsverwachtingen en het opwaarts potentieel haalbaar zijn. Dat betekent dat de adviseur in staat is om de volgende vragen te beantwoorden:

- Welke factoren hebben invloed op de kans dat het opwaartse rendement behaald wordt en welke risico's worden daarbij gelopen?
- Wat is de kans dat dit rendement ook gehaald wordt?
- Waaruit bestaat de garantie of bescherming, wie biedt deze en weegt deze op tegen de kosten van het product?
- Biedt het product gezien de risico's en kosten een daadwerkelijke een substantiële toegevoegde waarde in termen van bescherming en nettorendement?
- Is er een mogelijkheid om de gewenste bescherming op een andere, goedkopere manier vorm te geven?

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

Een voorbeeld

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

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

4 Geschiktheidstoets: een compleet beeld van de klant is cruciaal

4.1 Klantbeeld

Om geschikt beleggingsadvies of vermogensbeheer te kunnen verlenen is het van belang dat de adviseur een zo volledig mogelijk beeld van de klant (klantbeeld) heeft.²⁷ Het klantbeeld dient zo concreet mogelijk te zijn, zowel kwalitatief als kwantitatief. De beleggingsonderneming moet (potentiële) klanten vertellen over het belang van de klantinventarisatie. In aanvulling daarop kan de beleggingsonderneming in haar informatieverstrekking een link opnemen naar de AFM [webpagina](#) waar de AFM aan consumenten uitlegt waarom een beleggingsonderneming verplicht is bepaalde klantinformatie in te winnen en te actualiseren.²⁸

In dit hoofdstuk wordt aan de hand van voorbeelden van goede en ontoereikende adviespraktijken geïllustreerd welke informatie de adviseur nodig heeft voor een compleet klantbeeld. De beschreven adviespraktijk is met name toegespitst op de meer vermogende klanten. Dit betekent niet dat voor de minder vermogende klanten deze beschrijving niet van toepassing is. Vooral bij complexe klantsituaties of situaties waarbij klanten in grote mate afhankelijk zijn van het belegde vermogen, is veel van de in dit hoofdstuk beschreven informatie relevant voor het geven van een goed advies. Ook is voldoende diepgang van deze informatie van belang. In minder complexe klantsituaties kan met minder diepgaande informatie worden volstaan.²⁹ De informatie moet in alle gevallen zodanig zijn dat de adviseur kan vaststellen dat:³⁰

- a de transactie voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de betrokken klant, inclusief de risicotolerantie van de klant;
- b de transactie van dien aard is dat de klant in overeenstemming met zijn beleggingsdoelstellingen alle daarmee samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen;
- c de transactie van dien aard is dat de klant de nodige ervaring en kennis heeft om te begrijpen welke risico's aan de transactie of aan het beheer van zijn portefeuille verbonden zijn.

Bij de invulling hiervan is te verwachten dat in het klantbeeld in ieder geval antwoord wordt gegeven op de volgende vragen:³¹

- Welke kennis van en ervaring met welke soorten beleggingsdienstverlening en welke financiële instrumenten heeft de klant?
- Wat is zijn opleiding en beroep?
- Waarvoor heeft de klant het vermogen nodig?

²⁷ Op grond van artikel 4:23, Wft moet ten behoeve van beleggingsadvies en vermogensbeheer een geschiktheidstoets worden uitgevoerd. Hiervoor moet informatie worden ingewonnen over de kennis, ervaring, financiële positie, doelstellingen en risicobereidheid van de klant. In de artikelen 54 en 55 van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 en de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen' is nader uitgewerkt welke informatie in ieder geval ingewonnen moet worden.

²⁸ Zie voor een nadere uitwerking Algemeen richtsnoer 1 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

²⁹ Zie voor een nadere uitwerking van proportionaliteit in de geschiktheidstoets Algemeen richtsnoer 3 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

³⁰ Zie artikel 4:23, eerste lid onder a, Wft en artikel 54, tweede lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

³¹ Overigens is deze lijst met vragen niet uitputtend. Indien nodig moet de adviseur aanvullende vragen stellen om een zo goed mogelijk beeld van de klant te krijgen. Ook kan op andere wijze de voor het advies of beheer noodzakelijke informatie worden verkregen.

- Wanneer wil de klant zijn doelstelling(en) hebben bereikt?
- Welk bedrag heeft de klant nodig voor het behalen zijn doelstelling(en)?
- Wat zijn de ESG³²-voorkeuren van de klant?
- Is de klant van plan tussentijds stortingen of onttrekkingen te doen? En voor welk bedrag?
- Zijn er nog andere doelstellingen op korte en lange termijn die van belang kunnen zijn?
- Heeft de klant financiële ruimte om vermogen opzij te zetten om te laten groeien? Hierbij dient rekening gehouden te worden met inkomsten, uitgaven, bezittingen en schulden van de klant.
- Hoe afhankelijk is de klant in financieel opzicht (nu en in de toekomst) van het behalen van zijn doelstelling(en)?
- Hoeveel risico kan de klant lopen gezien zijn inkomens- en vermogenspositie nu en in de toekomst?
- Is de klant bereid zijn inleg te verliezen? Zo ja, hoeveel is de klant bereid maximaal te verliezen?
- Welke kans op het niet behalen van zijn doelstelling is de klant bereid te accepteren?

Andere voorbeelden van aspecten waarover de adviseur informatie bij de klant kan inwinnen omdat dit van invloed kan zijn op de uitkomst van de geschiktheidstoets zijn de burgerlijke staat van de klant, de gezinssituatie van de klant, de leeftijd van de klant, de werksituatie van de klant, de behoefte aan liquide middelen.³³

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

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

De informatie die over kennis en ervaring van de klant wordt ingewonnen moet de adviseur in staat stellen om vast te stellen of de transactie van dien aard is dat de klant de nodige ervaring en kennis heeft om te begrijpen welke risico's aan de transactie of aan het beheer van zijn portefeuille verbonden zijn. Deze informatie bevat in ieder geval gegevens ten aanzien van de kennis en ervaring over:

- a het type dienst, transactie en financieel instrument waarmee de klant vertrouwd is;
- b de aard, het volume en de frequentie van de transacties van de klant in financiële instrumenten en de periode waarover deze zijn verricht;
- c het opleidingsniveau en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep van de klant of potentiële klant.³⁴

De adviseur dient alle redelijke maatregelen te nemen om het inzicht van zijn klanten in de belangrijkste eigenschappen en risico's van de producten die de beleggingsonderneming aanbiedt te beoordelen. Hierbij is het belangrijk zelfbeoordeling te voorkomen en consistentie te waarborgen. Het is ook belangrijk dat de adviseur het inzicht van de klant in elementaire financiële begrippen, waaronder beleggingsrisico (inclusief concentratierisico) en de verhouding tussen risico en rendement, toetst.³⁵

Inzicht in de beleggingskennis en de ervaring van de klant met beleggen in specifieke financiële instrumenten, helpt de adviseur om in te schatten welke informatie hij de klant moet geven. Alleen dan kan hij de klant in

³² ESG staat voor Environmental (milieu), Social (maatschappij) en Governance (goed bestuur).

³³ Zie voor een nadere uitwerking punt 27 in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

³⁴ Artikel 55, eerste lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

³⁵ Zie voor een nadere uitwerking punten 30, 31, 38 en 51 in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

staat stellen te begrijpen welke risico's bepaalde beleggingen met zich brengen. Ook wordt de klant zo beter in staat gesteld te begrijpen waarom de adviseur bepaalde adviezen geeft of waarom het vermogen op een bepaalde manier wordt beheerd. Informatie over de kennis en ervaring helpt de adviseur ook om de antwoorden van de klant beter te interpreteren.

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

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

4.3 Doelstelling(en) van de klant

De ingewonnen informatie ten aanzien van de doelstelling(en) moet de adviseur in staat stellen om vast te stellen dat de transactie voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de klant, inclusief de risicotolerantie. Deze informatie bevat, voor zover van toepassing, in ieder geval gegevens ten aanzien van de doelstelling over:

- a over de duur van de periode waarin de klant de belegging wenst aan te houden; en
- b de bedoeling van de belegging.³⁶

Om deze informatie in te winnen en een geschikte beleggingsportefeuille samen te stellen, kan de adviseur de volgende vragen stellen:

- Waarvoor heeft de klant het vermogen nodig?
- Wanneer wil de klant zijn doelstelling(en) hebben bereikt?
- Welk bedrag heeft de klant nodig voor het behalen zijn doelstelling(en)?³⁷
- Is de klant van plan tussentijds stortingen of onttrekkingen te doen? En voor welk bedrag?
- Zijn er nog andere doelstellingen op korte en lange termijn die van belang kunnen zijn?

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

Naarmate de vermogensopbouw voor de financiële positie van de klant grotere gevolgen heeft, is het noodzakelijk om specifieker te weten wat de doelstelling en horizon van de klant zijn. Als de doelstelling te maken heeft met bijvoorbeeld het aflossen van een hypotheek of het genereren van noodzakelijk (pensioen)inkomen, dan wil de adviseur weten hoe hoog het doelvermogen is en wat de beleggingsduur is. Als

³⁶ Artikel 54, vijfde lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

³⁷ Bij bepaalde doelstellingen zal een streefdatum en bedrag dat de klant nodig heeft minder relevant zijn. Hierbij valt te denken aan een vermogensgroei-doelstelling. Van belang is dan met de klant te bepalen wat zijn streefrendement is en of hierbij bijvoorbeeld rekening gehouden moet worden met inflatie en vermogensbelasting.

de doelstelling bijvoorbeeld het laten groeien van een vermogen is zonder een specifiek doel, kan bijvoorbeeld worden gewerkt met bandbreedtes.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

De adviseur heeft in 2011 met meneer en mevrouw Bakker (40 en 41 jaar) besproken wat het doel van het te beleggen vermogen van € 150.000 is. Zij willen graag vermogen opbouwen om 'te blijven reizen als zij met pensioen gaan'. De adviseur heeft beoordeeld dat meneer en mevrouw Bakker voldoende vermogen opbouwen in hun pensioen om hun vaste lasten te bekostigen. Van het vermogen dat zij willen beleggen hoeven meneer en mevrouw Bakker niet te leven. Ze beschikken naast het bedrag dat zij willen beleggen over € 100.000 aan spaargeld.

Over 25 jaar willen meneer en mevrouw Bakker graag circa € 275.000 hebben opgebouwd. De adviseur heeft berekend dat hiervoor een jaarlijks nettorendement na kosten van 2,5% benodigd is. De adviseur houdt rekening met een verwachte inflatie van 2%. Daarnaast houdt hij ook rekening met de dan geldende volledige vermogensrendementsheffing van 1,2%. Rekening houdend met al deze elementen heeft de adviseur berekend dat er een brutorendement (exclusief dienstverleningskosten) van 5,7% nodig is om de doelstelling te bereiken. De kosten voor de dienstverlening betalen meneer en mevrouw Bakker uit andere middelen.

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

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

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

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

4.4 Financiële positie: hoeveel risico kan de klant dragen?

De risicobereidheid van de klant bestaat uit het risico dat hij vanuit financieel oogpunt kan dragen en het risico dat de klant wil accepteren. Omdat deze elementen tegenstrijdig kunnen zijn, zullen ze apart beoordeeld moeten worden. Zo kan een klant bereid zijn veel risico te accepteren, maar als de afhankelijkheid van het te beleggen vermogen voor de klant te groot is, kan het zeer onverstandig zijn om veel risico te accepteren.

Voor het bepalen van het risico dat de klant wil lopen is het belangrijk de grenzen van de klant te kennen, dit wordt nader uitgewerkt in de volgende paragraaf over risicohouding. In hoeverre de klant het risico kan lopen, hangt voor een belangrijk deel af van de financiële positie en doelstelling(en) van de klant. De adviseur moet dan ook, naast de informatie over de doelstelling(en) van de klant, informatie van de klant inwinnen over diens financiële positie. De ingewonnen informatie moet de adviseur in staat stellen om vast te stellen dat de transactie van dien aard is dat de klant in overeenstemming met zijn beleggingsdoelstellingen alle daarmee samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen.

Kort gezegd is het van belang dat de adviseur voor een goed advies inzicht krijgt in de (toekomstige) inkomsten, uitgaven,³⁸ bezittingen en schulden³⁹ van de klant, voor zover relevant.⁴⁰ Daarnaast is de persoonlijke situatie zoals leeftijd, carrière- en toekomstperspectief van belang. Hoe groter de impact van het advies op de financiële positie van de klant, hoe uitgebreider de adviseur de financiële positie van de klant in kaart dient te brengen.

Aan de hand van deze informatie kan de adviseur beoordelen:

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

Naar aanleiding van de uitkomsten van deze inventarisatie bespreekt de adviseur verschillende scenario's met de klant waarmee het doelvermogen bereikt zou kunnen worden, welke risico's daarbij horen en wat de haalbaarheid is van die scenario's. Bij geautomatiseerde dienstverlening zal er mogelijk geen gesprek plaatsvinden. De scenario's kunnen in dat geval op een andere manier interactief met de klant gedeeld worden.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

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

De adviseur heeft beoordeeld in hoeverre meneer en mevrouw Jansen afhankelijk zijn van de vermogensopbrengsten en hoeveel risico zij kunnen dragen. Dit bepaalt mede of de onzekerheid die hoort bij beleggen, geschikt is voor meneer en mevrouw Jansen. De adviseur heeft hiervoor de inkomsten en

³⁸ Bij inkomsten en uitgaven gaat het om bron en omvang van periodieke inkomsten, en de ontwikkeling daarvan, en eventuele financiële verplichtingen.

³⁹ Bij bezittingen en schulden gaat het om zaken als de saldi op bank- en effectenrekeningen, eigenwoningbezit, onderneming gebonden vermogen, de hypotheek, opgebouwde pensioenreserves, en consumptief krediet.

⁴⁰ Artikel 54, vierde lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

uitgaven, bezittingen en schulden van meneer en mevrouw Jansen op papier gezet. Hij heeft hiervoor onder andere de pensioenregeling van meneer Jansen en het UPO opgevraagd. Omdat mevrouw Jansen nooit heeft gewerkt zal zij vanaf pensioenleeftijd alleen AOW ontvangen. De financiële situatie is op dit moment als volgt:

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

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

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

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

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

De adviseur heeft onvoldoende concrete informatie over de inkomens – en vermogenspositie van mevrouw Brouwer. Zo heeft hij geen concrete informatie over haar inkomsten en uitgaven en bezittingen en schulden. Deze informatie heeft de adviseur nodig om te kunnen bepalen in hoeverre mevrouw Brouwer afhankelijk is van het opbouwen van vermogen voor de aflossing van haar hypotheek. Aan de hand van deze informatie zou de adviseur ook de beoordeling moeten maken hoeveel risico zij kan dragen. Een mogelijke uitkomst van deze beoordeling zou kunnen zijn dat beleggen geen geschikte oplossing is. Het feit dat mevrouw Brouwer aangeeft dat de vermogensopbrengsten ‘redelijk belangrijk’ voor haar zijn, neemt niet weg dat de adviseur zelf een inschatting moet maken van het risico dat zij kan dragen.

4.5 Risicohouding: Hoeveel risico wil de klant lopen?

De ingewonnen informatie over risicohouding moet de adviseur in staat stellen om vast te stellen dat de transactie voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de betrokken klant, inclusief de risicotolerantie van de klant. Deze informatie bevat, voor zover van toepassing, in ieder geval gegevens ten aanzien van de risicobereidheid over:

- a de voorkeur van de klant met betrekking tot het nemen van bepaalde risico's; en
- b het risicoprofiel van de klant.⁴¹

De risicohouding van de klant is één van de lastigste aspecten van het klantbeeld. Wat wordt verstaan onder risico? Hoe kwantificeer je risico? De vraag of de klant slapeloze nachten heeft als de beurs met 25% daalt, zegt over het algemeen weinig over het risico dat de klant bereid is te nemen ten aanzien van zijn beoogde doelstelling. Het is belangrijk dat risico wordt gekwantificeerd. 'Enig', 'gemiddeld' of 'aanzienlijk risico' zegt te weinig. Hoewel er niet één optimale inventarisatiemethode bestaat, geeft de AFM de voorkeur aan het gebruik van vragen die kwantitatieve informatie opleveren. De AFM doet deze aanbeveling op basis van onderzoek en theoretische voordelen van kwantitatieve inventarisatiemethoden van risicobereidheid.⁴²

Bij het bepalen hoeveel risico de klant wil lopen worden in ieder geval de volgende punten uitgevraagd:⁴³	
<ul style="list-style-type: none"> • Is de klant bereid het risico te lopen een deel van zijn inleg te verliezen; en • Welk verlies is de klant bereid te accepteren? 	<p>Beleggen brengt risico's met zich mee. Het is belangrijk dat de klant beseft dat hij een deel van zijn inleg kan kwijtraken. Door in te gaan op welk bedrag de klant bereid is te verliezen, kan dit risico tastbaar worden gemaakt. Dit kan bijvoorbeeld door de klant voor te houden welk bedrag hij kan verliezen als een 2008-scenario (of een vergelijkbaar scenario) zich (aan het einde van de looptijd) opnieuw voordoet. Deze vragen helpen de klant bewust te worden van de risico's en mogelijkheden van beleggen. Voorkomen moet worden dat de klant de indruk krijgt dat er een ondergrens is bepaald.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Welke tussentijdse schommelingen zijn acceptabel? 	<p>Gedurende de looptijd kan de klant zenuwachtig worden van al te grote schommelingen. Dit kan tot gevolg hebben dat dan alsnog de portefeuille moet worden aangepast, op een moment dat het qua marktomstandigheden minder goed uitkomt.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Hoe erg is het voor de klant als de doelstelling niet wordt gehaald? 	<p>Er bestaat altijd een risico op het niet behalen van de doelstelling. Het is belangrijk dat risico met de klant te bespreken en na te gaan hoe de klant daar tegenover staat. Niet alle klanten hebben een concrete doelstelling. In dergelijke gevallen is het uitvragen van de rendementsdoelstelling relevant. Vervolgens kan worden geïnventariseerd hoe erg de klant het vindt als dit doelrendement niet wordt behaald.</p>
Gehanteerde uitgangspunten bij het inventariseren van de risicobereidheid:	
<p>Vragen zijn duidelijk en begrijpelijk voor de klant.</p>	<p>Voor veel klanten zijn begrippen als standaarddeviatie of volatiliteit niet goed te begrijpen. Een concreet getal dat aansluit bij de persoonlijke situatie van de klant ("uw portefeuille daalt met €20.000") zegt veel klanten meer dan enkel het gebruik van procenten (bijv. "een daling van uw portefeuille met 10%").</p>

⁴¹ Artikel 54, vijfde lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

⁴² Voor een nadere toelichting op kwantitatieve inventarisatiemethoden verwijst de AFM naar paragraaf 4.2.3 van de 'Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer'.

⁴³ Deze vragen vormen een minimum. Waar nodig zal de adviseur meer vragen moeten stellen om zich een beeld te vormen van de subjectieve risicobereidheid van de klant.

<p>Vragen zijn meetbaar en sluiten aan bij de situatie van de klant.</p>	<p>Met realistische voorbeelden kan de klant beter inschatten welk risico hij wil lopen en ook voor de beleggingsondernemingen zijn de uitspraken daarmee 'smart'.</p> <p>Voor een klant die zijn pensioeninkomen wil aanvullen, is het tastbaar als hij voorgerekend krijgt wat het effect is van een negatief scenario op zijn aanvullend inkomen ("op 65-jarige leeftijd komt de aanvulling op uw pensioen bij een negatief scenario op circa € 1500 per maand in plaats van de beoogde € 2000 per maand").</p>
<p>De objectieve en subjectieve risicobereidheid worden niet gemiddeld: er worden bijvoorbeeld knock-out criteria gehanteerd.</p>	<p>Sommige klanten willen best risico lopen: ze zijn weinig risico-avers, eerder risico zoekend. Maar ook voor een klant die risico wil lopen, geldt dat bijvoorbeeld een pensioendoelstelling in combinatie met een korte beleggingshorizon maakt dat hij dat risico niet kan lopen. Een offensieve beleggingsportefeuille is dan vaak niet geschikt. De pensioendoelstelling gecombineerd met de beleggingshorizon fungeren als knock-out criterium. Als een beleggingsonderneming werkt met een puntentelling om de risicobereidheid vast te stellen, moet dit op een juiste wijze worden verwerkt.</p> <p>Een ander voorbeeld is een klant die zowel nu als in de toekomst niet afhankelijk is van het vermogen en slecht kan omgaan met (neerwaartse) bewegingen van zijn vermogen. Een defensieve portefeuille of sparen is dan eerder geschikt. Hierbij geldt dat het risico dat hij wil lopen in de vorm van tussentijdse schommelingen als knock-out criterium fungeert.</p>

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

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

De adviseur heeft onvoldoende concrete informatie om te kunnen beoordelen hoeveel risico mevrouw Pietersen bereid is te lopen. De antwoorden die zij heeft gegeven zeggen onvoldoende over haar risicohouding. In hoeverre is zij bijvoorbeeld bereid een deel van haar inleg te verliezen op de einddatum? Hoe staat zij tegenover het risico van het niet behalen van haar doelstelling?

4.6 Detecteren en adresseren van tegenstrijdige klantinformatie

Om consistentie van de klantgegevens te waarborgen, dient de adviseur de ingewonnen informatie in zijn geheel te bezien. De adviseur moet alert zijn op (relevante) tegenstrijdigheden en waar deze zich voordoen opheldering vragen aan de klant.⁴⁴

Wanneer dienstverlening geheel of gedeeltelijk geautomatiseerd is, kan het doorvragen op inconsistente of vreemde antwoorden tijdens de inventarisatie minder eenvoudig zijn. Dit vraagt om een vragenlijst die is

⁴⁴ Zie artikel 54, zevende lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 en punt 50 in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

ingericht om inconsistenties in de antwoorden te herkennen en te filteren. Dit kan bijvoorbeeld door het gebruik van exit- en controlevragen en het leggen van kruisverbanden tussen gegeven antwoorden.

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

Wanneer de adviseur heeft bepaald hoeveel risico de klant kan dragen en wil lopen en de doelstelling van de klant in beeld heeft, moet hij deze informatie adequaat combineren om goed te kunnen adviseren. Als het realiseren van de doelstelling uitsluitend behaald kan worden door meer risico te accepteren, dan is het belangrijk dat hierin duidelijke afgewogen keuzes worden gemaakt.

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

- de doelstelling naar beneden bijstellen;
- de inleg verhogen; of
- het risico verhogen.

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

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

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

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

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

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

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

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

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

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

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

4.8 Klantbeeld bij meerdere personen of een rechtspersoon

Het komt voor dat een advies gericht is op een groep personen. Zo kan advies of vermogensbeheer worden gevraagd door een rechtspersoon of door partners die gezamenlijk vermogen willen opbouwen.

De beleggingsonderneming moet een beleid vaststellen en implementeren, waarin is opgenomen wie aan de geschiktheidsbeoordeling moet worden onderworpen en hoe deze beoordeling in de praktijk zal worden uitgevoerd. Hier moet onder meer in worden vastgelegd van wie informatie over de kennis en ervaring, de financiële situatie en de beleggingsdoelstellingen moet worden ingewonnen.⁴⁵

⁴⁵ Artikel 54, zesde lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565. Zie ook Algemeen richtsnoer 6 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

4.9 Gebruik van vragenlijsten

Beleggingsondernemingen moeten een beleid en procedures hebben om ervoor te zorgen dat ze voldoende inzicht krijgen in hun klant. Beleggingsondernemingen zouden alle redelijke maatregelen moeten treffen en over passende hulpmiddelen moeten beschikken om ervoor te zorgen dat de ingewonnen informatie betrouwbaar en consistent is. Hierbij moet niet overmatig worden vertrouwd op zelfbeoordeling van de klant.⁴⁶ Hierbij geldt wel dat de beleggingsonderneming mag vertrouwen op de door de klant verstrekte informatie, tenzij zij weet of zou moeten weten dat deze informatie gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is.⁴⁷ De beleggingsonderneming moet redelijke stappen ondernemen om de betrouwbaarheid, juistheid en samenhang van de klantinformatie te controleren.

Beleggingsondernemingen maken vaak gebruik van een vragenlijst om (een deel van) het klantbeeld vast te stellen. De beleggingsonderneming die een vragenlijst gebruikt zou systemen en controles moeten hebben die waarborgen dat de vragenlijst geschikt is voor het doel en bevredigende resultaten oplevert.⁴⁸

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

Bij online dienstverlening, waarbij er geen of slechts beperkt sprake is van contact met een adviseur, wordt het belang van een goede vragenlijst nog groter. De beleggingsonderneming moet ervan overtuigd zijn dat de uitkomsten van de vragenlijst leiden tot een advies dat aansluit bij de klant. Dit betekent in elk geval dat op een juiste wijze wordt omgegaan met tegenstrijdige antwoorden (zie paragraaf 4.6). In deze paragraaf worden verschillende aandachtspunten beschreven die gelden bij het gebruik van vragenlijsten ter bepaling van (een deel van) het klantbeeld.

Vraagstelling

Bij het ontwerpen van de vragenlijst zou de beleggingsonderneming zich bewust moeten zijn van, en na moeten denken over de meest voorkomende redenen waarom de klant een vragenlijst niet correct zou beantwoorden. Hierbij moet de beleggingsonderneming aandacht hebben voor:

- Duidelijkheid, volledigheid en begrijpelijkheid;
- De lay-out;
- Voorkomen van samengestelde vragen;
- De volgorde van de vragen;
- Geen mogelijkheid opnemen om vragen niet te beantwoorden;
- Gebruik van objectieve criteria versus zelfbeoordeling.⁴⁹

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

⁴⁶ Zie voor een nadere uitwerking Algemene richtsnoeren 2 en 4 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

⁴⁷ Artikel 55, derde lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

⁴⁸ Zie voor een nadere uitwerking punten 76 en 77 in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

⁴⁹ Zie voor een nadere uitwerking punt 25 en 46 in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

brengen van de vraag hoeveel risico de klant kan lopen ook specifieke informatie over de financiële positie van de klant nodig zijn.

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

Het gebruik van een puntentelling bij vaststellen “risicoprofiel”⁵⁰

Door gebruik te maken van een vastgestelde puntentelling is het belang van de antwoorden vooraf bepaald. Het risico bestaat dat, door een middeling van antwoorden, relevante informatie verloren gaat als hier geen waarborgen⁵¹ voor ingericht zijn. Dit geldt specifiek wanneer de klant tegenstrijdige antwoorden gegeven heeft. Door deze tegenstrijdigheden niet te adresseren, middels waarborgen of een aanvullend gesprek, maar zonder meer mee te wegen in een puntentelling worden deze antwoorden ‘geneutraliseerd’ en daarmee genegeerd. Dit kan leiden tot een niet-geschikte beleggingsportefeuille.

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

1. Heeft u ervaring met beleggen in aandelen?
 - Geen ervaring 0
 - 1 - 3 jaar 1
 - 3- 7 jaar 2
 - 7 – 10 jaar 3
 - > 10 jaar 4

2. Denkt u binnen 3 jaar een deel van uw belegd vermogen nodig te hebben voor andere doeleinden?
 - Nee 3
 - Ja, tot 20% 2
 - Ja, 20 tot 40% 1
 - Ja, 40% of meer 0

3. Hoeveel jaar heeft u ter beschikking om te beleggen?
 - Maximaal 1 jaar. 1
 - 1 tot 4 jaar. 2
 - 4 tot 6 jaar. 3
 - langer dan 6 jaar. 4

4. Beleggingen kunnen sterk in waarde fluctueren; welke waardedaling op enig moment is voor u acceptabel?
 - 0 tot 3% 1
 - 3 tot 5% 2
 - 5 tot 10% 3
 - 10 tot 15% 4

⁵⁰ Voor het vaststellen van de gewenste hoeveelheid risico in de beleggingsportefeuille maakt een deel van de beleggingsondernemingen gebruik van een indeling van hun klanten in meerdere ‘risicoprofielen’. Voor elk risicoprofiel wordt een vaste strategische asset allocatie vastgesteld. Het kan voorkomen dat een klant met meerdere doelstellingen ook meerdere risicoprofielen (en beleggingsportefeuilles) heeft.

⁵¹ Bijvoorbeeld “knock out vragen”, waardoor een bepaald risicoprofiel niet aanbevolen wordt.

- 15 tot 25% 5
- 25% of meer 6

Over deze vragenlijst zijn twee belangrijke opmerkingen te maken:

1 Ervaring met beleggen in aandelen wordt meegewogen bij het bepalen van het “risicoprofiel”. Hier wordt te veel gewicht toegekend aan het aantal jaren dat een klant ervaring heeft. Een langdurige ervaring heeft in de regel geen invloed op de doelstelling en waarschijnlijk slechts beperkt op de risicobereidheid van een klant.

2 Deze wijze van puntentelling brengt met zich mee dat verschillende typen klanten in hetzelfde risicoprofiel worden ingedeeld. Dit is onwenselijk.

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

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

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

Open vragen

Als een vragenlijst bestaat uit open vragen zonder standaardantwoordmogelijkheden (een soort checklist of leidraad voor de adviseur), is het belangrijk dat er in het dossier ook is vastgelegd welke overwegingen (en antwoorden) hebben geleid tot het advies. De adviseur moet de overwegingen vastleggen in de geschiktheidsverklaring (zie paragraaf 5.5).

5 De vertaling naar een klantoplossing

5.1 Van klantbeeld naar oplossing

Om de klant van geschikte beleggingen te voorzien moet de beleggingsonderneming een beleid en procedures hebben om te waarborgen dat bij de dienstverlening rekening wordt gehouden met:

- a alle beschikbare klantinformatie die nodig is voor de beoordeling van de geschiktheid van de beleggingen, inclusief de actuele beleggingsportefeuille van de klant;
- b alle wezenlijke kenmerken van de beleggingen die zijn overwogen bij de beoordeling van de geschiktheid, inclusief risico's en kosten.⁵²

Het beleid en de procedures worden in de praktijk toegepast door de adviseur. Een belangrijke rol van de adviseur is het adviseren van een geschikte (beleggings)oplossing op basis van het klantbeeld. Een geschikte oplossing is een oplossing die rekening houdt met het risico dat de klant kan dragen en wil lopen en die hem zo goed mogelijk in staat stelt zijn doel te behalen. Als beleggen de meest geschikte oplossing is, zal de adviseur op basis van het klantbeeld een geschikte beleggingsportefeuille samenstellen. Wanneer de adviseur enkel een keuze tussen verschillende modelportefeuilles of risicoprofielen voorlegt aan de klant en hem zelf laat kiezen, is dit geen zorgvuldige invulling van advies- of vermogensbeheerdienstverlening. Het is wel denkbaar dat de adviseur naast één duidelijk advies nog twee andere mogelijkheden geeft die ook geschikt zijn. Het blijft echter van essentieel belang dat de adviseur duidelijk aangeeft welk financieel instrument of welke beleggingsportefeuille geschikt is voor de klant, en waarom de alternatieven op nummer twee en drie komen

Om tot een geschikte beleggingsportefeuille te komen, maakt de adviseur meerdere afwegingen. Die afwegingen bestaan uit drie stappen:

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

5.2 Stap 1: Bepalen geschikte (beleggings)dienstverlening

De adviseur dient te beoordelen of de dienstverlening geschikt is voor de klant. Als een klant kan en wil beleggen, betekent dat niet dat alle vormen van beleggingsdienstverlening geschikt zijn. De adviseur zal steeds moeten beoordelen of de dienstverlening die hij kan bieden, aansluit bij de behoefte van de klant. Hierbij

⁵² Zie voor een nadere uitwerking Algemeen richtsnoer 8 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

dient hij ook rekening te houden met de wijze waarop de dienstverlening wordt aangeboden: online, telefonisch en/of middels persoonlijke afspraken.⁵³

Beleggingsondernemingen die meerdere vormen van beleggingsdienstverlening aanbieden zullen minder vaak 'nee' hoeven te verkopen dan beleggingsondernemingen met één type dienstverlening.

Beleggingsondernemingen die dienstverlening bieden gericht op hele specifieke beleggingsstrategieën, bijvoorbeeld beleggingsondernemingen die enkel beleggen in opties, zullen juist weer vaker 'nee' moeten verkopen. Hun dienstverlening zal over het algemeen geschikt zijn voor een beperktere groep mensen (zie hoofdstuk 3 Beleggingsbeleid).

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

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

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

Meneer en mevrouw De Boer hebben de wens om binnen vijf jaar hun hypotheek af te lossen. De adviseur heeft met meneer en mevrouw De Boer uitvoerig gesproken over hun totale financiële positie. De totale hypotheek bedraagt € 200.000. Ze beschikken over een vermogen van € 170.000. Uit berekeningen van de adviseur is gebleken dat meneer en mevrouw De Boer in grote mate afhankelijk zijn van het vermogen dat zij willen beleggen. Ze hebben namelijk niet op een andere wijze vermogen opgebouwd voor de aflossing van hun hypotheek. De adviseur adviseert meneer en mevrouw De Boer, gelet op de grote mate van afhankelijkheid van het vermogen en het feit dat het gewenste vermogen kan worden bereikt via sparen, om niet te beleggen. Hij raadt hen aan om de € 170.000 tijdelijk op een deposito te zetten.

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

5.3 Stap 2: Vaststellen strategische asset allocatie

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

⁵³ Zoals aangegeven in paragraaf 2.2 heeft een beleggingsonderneming voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst vastgesteld wat zijn doelgroep is en welke distributiestrategie daarbij hoort. Bij de geschiktheidstoets stelt de adviseur vervolgens vast of de dienst ook daadwerkelijk geschikt is voor de betreffende klant.

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

Risico en doelrendement kwantificeren

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

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

Risico en rendement van de beleggingsportefeuille moeten passen bij het klantbeeld

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

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

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

Meneer en mevrouw Smits willen € 130.000 beleggen. Zij willen hieruit 10 jaar lang € 15.000 (gecorrigeerd voor inflatie) per jaar onttrekken als aanvulling op hun inkomen. Meneer en mevrouw Smits willen in één jaar geen verlies groter dan 20% lijden.⁵⁴ De adviseur heeft ook gevraagd welke kans op het niet halen van de doelstelling zij acceptabel vinden. Zij vinden een kans van 30% op het niet behalen van de doelstelling acceptabel. Ze hebben nog € 50.000 aan spaargeld, waarmee zij eventuele tegenvallers kunnen opvangen. Meneer en mevrouw Smits zijn daarom niet in grote mate afhankelijk van het belegde vermogen.

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

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

⁵⁴ Er moet rekening worden gehouden met het feit dat zich altijd extreme situaties voor kunnen doen. De adviseur zal dit met de klant moeten bespreken.

Op basis van het verwachte rendement en de maximale volatiliteit per beleggingscategorie berekent de beleggingsonderneming per profiel de bandbreedte van jaarlijkse rendementen met een 99% zekerheid.⁵⁵ De beleggingsonderneming komt tot de volgende profielen:⁵⁶

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

Door middel van een vergelijking van de risico- en rendementsdoelstelling van meneer en mevrouw Smits met deze profielen stelt de adviseur een geschikt profiel vast. Aan ieder profiel is een strategische asset allocatie gekoppeld. De adviseur berekent dat voor het behalen van de doelstelling na inflatie een jaarlijks rendement van gemiddeld 3,5% nodig is. De adviseur verwacht een langjarig gemiddelde inflatie van 2%. Dit betekent dat het benodigde brutorendement 5,5% is.⁵⁷ Dit rendement kunnen meneer en mevrouw Smits in profiel 2 en hoger behalen.

Meneer en mevrouw Smits willen in één jaar geen verlies groter dan 20%. De adviseur is van mening dat zij dit risico ook kunnen lopen. In zowel profiel 1, 2 als 3 is er sprake van een lager maximum verlies. De adviseur heeft aan de hand van scenarioanalyse berekend dat de kans op het behalen van de doelstelling bij profiel 2 53% is. In profiel 3 is de kans op het behalen van de doelstelling 72%.

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

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

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

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

⁵⁵ Dit wordt berekend door de volgende formule: het gemiddelde rendement +/- 2,58 * de maximale standaarddeviatie. +2,58 en -2,58 zijn de grenswaarden die horen bij het 99%-interval van de standaardnormale verdeling.

⁵⁶ De in dit voorbeeld opgenomen profielen en asset allocatie zijn fictief.

⁵⁷ De kosten voor de beleggingsdienstverlening betalen zij uit andere middelen.

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

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

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

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

De adviseur heeft de volgende portefeuille-indeling geadviseerd:

<i>Aandelen ontwikkelde markten</i>	<i>64,0%</i>
<i>Staatsleningen Euro AAA-AA</i>	<i>15,6%</i>
<i>Investment grade Bedrijfsobligaties Euro</i>	<i>18,5%</i>
<i>Liquiditeiten</i>	<i>1,9%</i>
<i>De standaarddeviatie van deze portefeuille is</i>	<i>11,5%⁵⁸</i>

Meneer De Jong heeft aangegeven onder normale omstandigheden in een jaar maximaal 12,5% verlies te willen maken. Onder de aannahme van normaal verdeelde rendementen, kan met een 99% zekerheid worden berekend bij welke standaarddeviatie het verlies niet groter zal zijn dan 12,5%⁵⁹. Dit resulteert in een standaarddeviatie van ongeveer 7,9%. Uit deze berekening volgt dat de standaarddeviatie van de geadviseerde portefeuille **niet aansluit** bij het risico dat meneer de Jong wil lopen.

⁵⁸ Gebaseerd op de berekening volgens de 'VBA Risicostandaarden Beleggingen 2010'.

⁵⁹ Dit wordt berekend met de volgende formule: Maximaal verlies met 99% zekerheid = verwacht rendement – 2,33 * standaarddeviatie. -2,33 is de grenswaarde die hoort bij het eenzijdige 99%- interval van de standaard normale verdeling.

5.4 Stap 3: Selectie van financiële instrumenten

Na het vaststellen van de strategische asset allocatie selecteert de adviseur de individuele financiële instrumenten. Per beleggingscategorie wordt bepaald welke instrumenten worden geadviseerd of aangekocht. Daarbij zullen de kenmerken en de doelgroep van de financiële instrumenten worden meegenomen. In paragraaf 2.2 onder Productontwikkeling, hoofdstuk 3 Beleggingsbeleid en de bijlagen 3 en 4 zijn verschillende aandachtspunten bij deze selectie beschreven.

Risico's waaraan de belegger wordt blootgesteld

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

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

- *Concentratierisico*

Dit risico ontstaat door een gebrek aan spreiding binnen een beleggingscategorie. Dit geldt niet alleen voor de spreiding over verschillende titels, maar ook over uitgevende instellingen, sectoren en regio's.

- *Liquiditeitsrisico*

Dit risico ontstaat als de belegging in financiële instrumenten (direct of binnen een beleggingsfonds) minder gemakkelijk te verkopen is. De belegger kan hierdoor in de problemen komen als hij wil of moet verkopen. Bij individuele instrumenten kan dit betekenen dat beleggers een slechte prijs voor hun instrumenten krijgen of dat ze hun beleggingen niet (snel) kunnen verkopen. Wanneer een beleggingsfonds in illiquide instrumenten belegd is, kunnen ongunstige marktomstandigheden tot gevolg hebben dat de belegger alleen kan verkopen met een afslag op de intrinsieke waarde of dat een beleggingsfonds gesloten wordt. In zo'n geval kan de klant zijn belegging in dat fonds niet verkopen totdat het fonds weer opengaat.

- *Tegenpartijrisico*

Als meerdere financiële instrumenten worden gebundeld in een (nieuw) product of een product gebruik maakt van derivaten, loopt de belegger het risico dat de tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. Dit risico wordt tegenpartijrisico genoemd en is bijvoorbeeld aanwezig bij gestructureerde producten, synthetische ETF's en verzekeringen met een beleggingscomponent. Hieronder valt ook het risico dat de belegger loopt op het niet betalen van couponrente's of het verlies van ingelegde gelden.

- *Valutarisico*

Bij het kopen van beleggingen die genoteerd zijn in een andere valuta dan de euro loopt de belegger valutarisico. Dit betekent dat de portefeuille volatieler kan zijn dan wanneer soortgelijke beleggingen in euro's worden aangehouden. Binnen sommige financiële instrumenten wordt dit risico afgedekt, maar dat geldt niet voor alle financiële instrumenten.

Trends: “Goudgerande” beleggingen

Beleggers worden soms zeer sterk gedreven door emoties. Op deelmarkten kunnen trends worden waargenomen waarvan niet duidelijk is of die worden gedreven door een fundamentele verandering in de vraag of door het volgen van een trend door een grote groep beleggers. Zo is er veel te doen geweest over sterk gestegen prijs van goud en de motivatie om in goud te beleggen. Ook kan bijvoorbeeld een bepaald aandeel veel media-aandacht krijgen, en hierdoor aantrekkelijk lijken.

Het is belangrijk dat beleggingsondernemingen en adviseurs de ontwikkelingen op de financiële markten goed volgen en zich zelfstandig een mening vormen over deze trends. Ze zullen na moeten gaan in hoeverre deze trends passen bij hun klanten. De beleggingen die hieraan zijn gekoppeld, zouden slechts in de portefeuille van een klant opgenomen moeten worden wanneer de beleggingsonderneming ervan overtuigd is dat ze waarde toevoegen voor de klant.

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

Fondsen of individuele titels

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

Actief of passief beheerde financiële instrumenten

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

De adviseur moet kunnen aantonen dat hij in het adviesproces een gedegen afweging heeft gemaakt tussen actief en passief beleggen en waarom voor actief, passief dan wel een combinatie van beide is gekozen.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

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

De adviseur adviseert om een groot deel van de portefeuille in aandelen met een (verwachte) hoge dividenduitkering te beleggen. Hiermee kunnen meneer en mevrouw De Vries in hun inkomensbehoefte voorzien.

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

Een voorbeeld van een ontoereikende adviespraktijk

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

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

De wetenschap is het er niet over eens wat het minimale aantal aandelen is waarin belegd moet worden om optimaal gebruik te maken van de diversificatievoordelen. Een van de eerste publicaties hierover is van Evans en Archer.⁶⁰ Hierin worden twijfels geuit bij de economische rechtvaardiging om meer dan tien aandelen in een portefeuille op te nemen, omdat de diversificatievoordelen bij meer dan tien aandelen zeer sterk afnemen. Statman vergelijkt de opbrengsten van diversificatie met de kosten en komt tot de conclusie dat de opbrengsten tegen de kosten opwegen bij 30 of 40 aandelen (voor verschillende typen beleggers).⁶¹ In 2004 maakt hij een voorzichtige schatting dat het minimale aantal aandelen zelfs 300 is.⁶² Hoewel dus niet te zeggen is wat het minimale aantal aandelen in een portefeuille is, kan wel beargumenteerd worden dat voor een defensieve belegger een geconcentreerde portefeuille een hoog risico met zich brengt. In dit geval zou een betere spreiding over meerdere titels of het opnemen van een gespreid beleggingsfonds of ETF het risico dat mevrouw Visser loopt kunnen beperken. Bij deze afweging moet de adviseur ook de kostencomponenten en risicokenmerken van deze alternatieven betrekken.

Kosten en complexiteit van gelijkwaardige producten

De adviseur zou bij de keuze voor een financieel instrument een grondige beoordeling van de beleggingsalternatieven moeten uitvoeren, waarbij rekening wordt gehouden met de kosten en complexiteit van de producten. Wanneer slechts een beperkt aantal gelijkwaardige producten wordt beoordeeld, is het van belang dat de klant hiervan op de hoogte wordt gesteld.

⁶⁰ Evans, J.L., and S.H. Archer, 1968, 'Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis', *Journal of Finance* 23, 761-767.

⁶¹ Statman, M., 1987, 'How many stocks make a diversified portfolio?', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 353-363.

⁶² Statman, M., 2004, 'The Diversification Puzzle', *Financial Analysts Journal*, 60, 44-53.

Wanneer een beleggingsonderneming gebruik maakt van modelportefeuilles kan de beleggingsonderneming de beoordeling van kosten en complexiteit voor gelijkwaardige producten centraal op een hoger niveau uitvoeren (bijvoorbeeld in een beleggingscommissie). Wel moet de beleggingsonderneming waarborgen dat de geselecteerde beleggingsproducten geschikt zijn voor de individuele klant.⁶³

5.5 Geschiktheidsverklaring

Bij elk advies, dit kan zijn een advies om te kopen, verkopen of om niets te doen, moet de adviseur een geschiktheidsverklaring aan de klant verstrekken waarin het advies is opgenomen. Wanneer een transactie volgt uit het advies moet de geschiktheidsverklaring in beginsel voor de transactie worden verstrekt. Indien de adviseur heeft aangegeven dat hij een periodieke geschiktheidsbeoordeling zal uitvoeren, moet ook periodiek een geschiktheidsverklaring aan de klant worden verstrekt. Bij vermogensbeheer hoeft de adviseur niet voor elke transactie een geschiktheidsverklaring te verstrekken, maar moet hij periodiek, minimaal een keer per jaar, een geschiktheidsverklaring verstrekken aan de klant.⁶⁴ De geschiktheidsverklaring biedt de klant inzicht in de manier waarop de belegging (nog) beantwoordt aan zijn voorkeuren, doelstellingen en andere kenmerken.

De adviseur zet in de geschiktheidsverklaring duidelijk uiteen waarom de portefeuille geschikt is voor de klant, waarbij onder meer wordt vermeld hoe deze op de doelstellingen en de persoonlijke situatie van de klant is toegesneden onder verwijzing naar de vereiste looptijd van de belegging, de kennis en ervaring van de klant, de risicobereidheid en de verliescapaciteit van de klant.⁶⁵ Dit houdt in dat de adviseur niet alleen opneemt welke informatie bij de klant is ingewonnen en wat de samenstelling van de portefeuille is, maar dat ook wordt toegelicht hoe en waarom de adviseur vindt dat de gemaakte beleggingsbeslissingen bij de specifieke klant passen.⁶⁶ Een (algemene) passage waarin de adviseur slechts stelt dat de beleggingsbeslissingen aansluiten op de voorkeuren, beleggingsdoelstellingen en andere kenmerken van de klant is nadrukkelijk niet voldoende.

⁶³ Zie voor een nadere uitwerking Algemeen richtsnoer 9 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

⁶⁴ Zie artikel 4:23, vierde lid, Wft. Overigens geeft ESMA aan dat het redelijk zou zijn wanneer de beleggingsonderneming bij de verstrekking van de geschiktheidsverklaring aansluit bij de rapportageplicht uit artikel 60 van de Gedelegeerde Verordening 2017/565. Dit brengt met zich mee dat in veel gevallen de geschiktheidsverklaring een keer per drie maanden verstrekt wordt. Dit is terug te vinden in de ESMA 'Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics', onder Q&A 9 over 'Suitability and appropriateness' (hoofdstuk 2). Zie voor aanvullende informatie over de geschiktheidsverklaring ook de Q&A 1-5 en 10 over 'Suitability and appropriateness' (hoofdstuk 2).

⁶⁵ Artikel 54, twaalfde lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

⁶⁶ De latere geschiktheidsverklaringen hoeven alleen betrekking te hebben op wijzigingen in de betrokken diensten of instrumenten en/of in de situatie van de klant. Niet alle bijzonderheden van het eerste verslag hoeven te worden herhaald.

6 Doorlopende (na)zorg

6.1 Doorlopende monitoring van risico en doel van beleggingsportefeuilles noodzakelijk

Beleggingsadvies en vermogensbeheer eindigen niet na het tekenen van de beheerovereenkomst of het geven van het advies.⁶⁷ De adviseur moet er doorlopend voor zorgen dat de beleggingsportefeuille blijft passen bij het doel van de klant, zijn situatie, het (maximale) risico dat hij kan dragen en wil nemen en de afspraken die met hem zijn gemaakt. Dit is een essentieel onderdeel van een zorgvuldig beleggingsproces, omdat voorzienbare teleurstellingen op die manier voorkomen kunnen worden. Met name de doelstelling van de klant zou bij de monitoring centraal moeten staan

Er zijn verschillende vormen van monitoring. Sommige beleggingsondernemingen kiezen ervoor dit op individueel portefeuilleniveau uit te voeren. Andere beleggingsondernemingen hebben een geautomatiseerd monitoringsysteem. Het is belangrijk dat de monitoring niet alleen gericht is op de beleggingsportefeuille, maar dat het klantbeeld ook regelmatig wordt geactualiseerd (zie paragraaf 6.4). Het veranderde klantbeeld kan vervolgens aanleiding zijn om de beleggingsportefeuille aan te passen.

6.2 Monitoring

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

Monitoren van het doel

Het belangrijkste risico voor een klant bij beleggingsadvies en vermogensbeheer is dat hij zijn doel niet haalt. Dit geldt zeker als de klant in grote mate afhankelijk is van het behalen van dit doel, bijvoorbeeld bij een inkomens-, aflos- of pensioendoelstelling. Ook in andere gevallen kan het niet behalen van het beoogde doel tot grote teleurstellingen leiden. De adviseur bewaakt daarom hoe het vermogen van de klant zich ontwikkelt ten opzichte van het beoogde doel. De adviseur stelt de portefeuille bij of geeft adviezen die de kans vergroten om het doel te halen. Dit gebeurt uiteraard binnen de kaders (risico van de portefeuille en eventuele beleggingsrestricties) die met de klant zijn afgesproken. Als blijkt dat de kans dat een klant zijn doel gaat behalen erg klein is, dan zal de adviseur dit met de klant bespreken en eventueel schriftelijk bevestigen. Dit kan betekenen dat de klant zijn doel moet bijstellen, er meer risico genomen moet worden (als de klant dit wil en kan dragen) of de inleg verhoogd moet worden. Als het doel sneller gerealiseerd lijkt te worden, kan het natuurlijk ook betekenen dat het risico van de portefeuille kan worden verminderd of het behaalde rendement te gelde kan worden gemaakt.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

De adviseur beoordeelt jaarlijks hoe het vermogen van meneer en mevrouw Smits zich ontwikkelt ten opzichte van hun doelstelling. De doelstelling is een jaarlijkse onttrekking van € 15.000 voor een termijn van 10 jaar. Dit vraagt om een gemiddeld rendement van 5,5%. Wegens tegenvallende beleggingsresultaten is de kans dat meneer en mevrouw Smits hun doel gaan behalen sterk afgenomen. De adviseur neemt daarom contact met hen op. Hij bespreekt met hen de mogelijke acties om hun inkomensdoelstelling toch te kunnen

⁶⁷ Ook eenmalig advies is mogelijk. Voor de definitie en een toelichting op de zorgplicht bij eenmalig advies, wordt verwezen naar de 'Leidraad kwalificatie innovatieve dienstverlening'.

behalen. In een dergelijke situatie zijn er de volgende opties: de inleg verhogen, meer risico nemen met de portefeuille of het doelvermogen naar beneden bijstellen. De adviseur bespreekt deze opties met meneer en mevrouw Smits. Omdat zij gelet op hun draagkracht, niet meer risico met de portefeuille kunnen lopen, hebben zij de keuze tussen de inleg verhogen of het doelvermogen naar beneden bijstellen.

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

Monitoren van het risico

Bij het monitoren van de portefeuille zorgt de adviseur er voortdurend voor dat het risico van de portefeuille blijft aansluiten bij het risico dat de klant kan en wil lopen met zijn beleggingsportefeuille. De beleggingsonderneming zal hiervoor een risicomaatstaf moeten hebben met een bepaalde bandbreedte.⁶⁸ Het monitoren van risico op basis van uitsluitend de verdeling in beleggingscategorieën is daarbij niet voldoende. Markontwikkelingen kunnen namelijk leiden tot veranderde risico's binnen specifieke beleggingscategorieën. Een waardedaling of -stijging van een bepaalde beleggingscategorie kan er bovendien toe leiden dat de beleggingscategorieën een andere verhouding krijgen binnen de portefeuille, waardoor ook het risico van de portefeuille verandert en soms niet meer binnen de risicobreedte past. Het is dus belangrijk dat de adviseur het daadwerkelijke risico in de portefeuille volgt.

Een voorbeeld van een goede adviespraktijk

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

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

Monitoren van beleggingsrestricties

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

⁶⁸ Zie paragraaf 5.3.

6.3 Informeren van klanten tijdens de dienstverlening

Er gelden een aantal doorlopende informatieverstrekingsverplichtingen voor een beleggingsonderneming. Een beleggingsonderneming verstrekt de klant informatie over wezenlijke wijzigingen in informatie die een klant voorafgaand aan de dienstverlening heeft ontvangen, voor zover deze wijzigingen redelijkerwijs relevant zijn voor de klant.⁶⁹ Ook moet de beleggingsonderneming die een doorlopende relatie heeft met een klant, deze klant ten minste één keer per jaar informatie geven over de totale lasten en kosten van de dienstverlening en de instrumenten. Deze informatie wordt op gepersonaliseerde basis verstrekt en kan in de reguliere periodieke rapportages worden opgenomen.⁷⁰ Daarnaast dient de beleggingsonderneming gedurende de looptijd andere verplichte informatie te verschaffen, afhankelijk van de soort dienstverlening, zoals de geschiktheidsverklaring.

De klant zal ook regelmatig geïnformeerd worden over de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille in relatie tot zijn doelstelling. Dit gebeurt aan de hand van periodieke rapportages waarin onder andere de waarde, samenstelling en het rendement van de beleggingsportefeuille zijn opgenomen. Voor vermogensbeheer zijn rapportages verplicht en dienen deze in beginsel elke drie maanden te worden verstrekt.⁷¹ Naast de wettelijk verplichte informatie biedt deze rapportage voor de beleggingsonderneming een goede mogelijkheid om aanvullende informatie voor de klant op te nemen.

Het doel van deze rapportages is tweeledig. Aan de ene kant is de rapportage, in ieder geval bij vermogensbeheer, een verantwoording van de werkzaamheden van de beleggingsonderneming en de toegevoegde waarde voor de klant. Aan de andere kant geeft het de klant inzicht in de beleggingsresultaten en de stand van zaken rondom het behalen van zijn doelstelling. Op basis van de rapportage bespreekt de adviseur met de klant of actie gewenst is in het licht van de te bereiken doelstellingen.

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

- Beleggingsresultaat, oftewel de groei van het vermogen in bedragen en in procenten. Het percentage moet het nettorendement uitdrukken, dus na aftrek van alle directe en indirecte kosten.
- Inzicht in het behalen van de doelstelling, waarbij wordt ingegaan op de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille ten opzichte van de doelstelling en de kans dat de doelstelling kan worden gerealiseerd.
- Verdeling van het vermogen over beleggingscategorieën. Het rapporteren van alleen de verdeling op basis van aandelen, obligaties, liquiditeiten en overige is te beperkt. Binnen deze categorieën kunnen de (verschillen in) risico's namelijk erg groot zijn, zonder dat de klant dit in de gaten heeft. Een specifieke indeling van de beleggingscategorieën doet meer recht aan de risico's van verschillende financiële instrumenten.⁷² Zo heeft het voorbeeld in paragraaf 3.4 laten zien dat de indeling van perpetuele leningen in de categorie obligaties tot andere inzichten leidt dan als deze zouden zijn ingedeeld bij zakelijke waarden.
- Verdeling van het vermogen over verschillende sectoren, regio's en thema's. Hiermee krijgt de klant inzicht in de spreiding van zijn portefeuille.
- Risico van de portefeuille (bijvoorbeeld aan de hand van de standaarddeviatie). Hiermee krijgt de klant inzicht in het risico waaraan zijn portefeuille wordt blootgesteld.

⁶⁹ Artikel 4:20, derde lid, Wft.

⁷⁰ Zie onder andere artikel 50 van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 en de ESMA 'Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics' over 'Information on costs and charges' (hoofdstuk 9).

⁷¹ De wettelijk verplichte informatie die de beleggingsonderneming bij vermogensbeheer dient te verstrekken aan de klant is opgenomen in artikel 60 van de Gedelegeerde Verordening 2017/565.

⁷² Zie bijvoorbeeld de indeling die is voorgesteld door de CFA-VBA in 'CFA-VBA Risicostandaarden Beleggingen'.

- Transacties, stortingen, onttrekkingen, inkomsten en uitgaven. Deze informatie geeft een deel van de werkzaamheden van de beleggingsonderneming weer en een overzicht van de eigen activiteiten van de klant.

6.4 Periodiek evalueren klantbeeld en dienstverlening

Om ervoor te kunnen zorgen dat de beleggingsportefeuille blijft passen bij de klant is een actueel klantbeeld noodzakelijk.⁷³ De situatie van de klant kan namelijk veranderen, door bijvoorbeeld een gewijzigde inkomenssituatie, samenlevingssituatie, scheiding of overlijden. Ook kunnen er externe factoren zijn die van invloed zijn op de wensen van de klant (bijvoorbeeld een slecht beursjaar). Deze veranderingen en factoren kunnen van invloed zijn op bijvoorbeeld de haalbaarheid van zijn doelstelling. De adviseur zal steeds de beoordeling moeten maken of de gewijzigde omstandigheden aanleiding geven tot het aanpassen van de portefeuille.

De adviseur zal bij aanvang van de dienstverlening daarom afspraken maken over periodiek contact met de klant om de dienstverlening en het klantbeeld te evalueren. De geschiktheid dient minimaal jaarlijks getoetst te worden door de adviseur.⁷⁴ Dit betekent dat ook het klantbeeld minimaal jaarlijks geactualiseerd dient te worden, zodat de adviseur of vermogensbeheerder over voldoende actuele informatie beschikt om de periodieke geschiktheidstoets zorgvuldig uit te voeren.⁷⁵

6.5 Kosten en baten van het overstappen naar andere beleggingen

Gedurende de looptijd van een advies- of vermogensbeheerrelatie kan er aanleiding zijn om beleggingen te wisselen. Bij een overstap naar een andere belegging zou de adviseur een analyse van de kosten en baten moeten maken, zodat hij kan aantonen dat de verwachte baten groter zijn dan de kosten. Om de kosten goed te kunnen beoordelen is het belangrijk dat alle relevante kosten en lasten worden betrokken.⁷⁶ Daarnaast kunnen zowel monetaire als niet-monetaire factoren van kosten en baten meegenomen worden. Hierbij kan gedacht worden aan:

- het verwachte nettorendement van de voorgestelde belegging in vergelijking tot de bestaande belegging;
- een gewijzigde behoefte van de klant (bijvoorbeeld behoefte aan liquiditeit);
- wijzigingen van productkenmerken of omstandigheden op de markt;
- voordelen voor de portefeuille van de klant (zoals een betere spreiding).

In de geschiktheidsverklaring zou toegelicht moeten worden waarom de voordelen van een overstap groter zijn dan de kosten. Voor beleggingsondernemingen kan gelden dat zij geen belang hebben bij het doen van veel transacties, dit ontslaat ondernemingen echter niet van hun plicht om de analyse te maken en vast te leggen.

⁷³ Een beleggingsonderneming dient een beleid en procedure op te stellen om klantinformatie adequaat en actueel bij te houden. De klantinventarisatie dient niet alleen bij aanvang plaats te vinden, maar de ingewonnen klantgegevens dienen ook geactualiseerd te worden bij een doorlopende klantrelatie. Het actualiseren van de gegevens is nodig om de geschiktheid van de dienst en de portefeuille periodiek vast te stellen. Dit volgt uit artikel 54, zevende en dertiende lid, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565. Zie ook Algemeen richtsnoer 5 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

⁷⁴ Zie artikel 25, zesde lid, vierde alinea, MiFID II in samenhang met ESMA Q&As on MiFID II investor protection topics, Q&A 9 Suitability, laatste zin.

⁷⁵ Zie artikel 54, zevende lid, laatste alinea in samenhang met artikel 54, tweede lid, van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565.

⁷⁶ Dit zijn alle kosten en lasten die uit hoofde van artikel 58, BGfo en artikel 50 van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 aan klanten inzichtelijk gemaakt moeten worden.

Indien een beleggingsonderneming gebruik maakt van modelportefeuilles, kan de kosten-batenanalyse op een hoger niveau plaatsvinden. De adviseur moet wel controleren of voor bepaalde klanten niet toch een individuele analyse nodig is, door hun specifieke kenmerken.⁷⁷

⁷⁷ Zie voor een nadere uitwerking Algemeen richtsnoer 10 met ondersteunende richtsnoeren in de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID II-geschiktheidseisen'.

Bijlage 1: Aannames over de doelgroep

In deze bijlage wordt beschreven hoe een beleggingsonderneming gebruik kan maken van doelgroepaannames bij het tot stand komen van een klantbeeld.

Gebruik van doelgroepaannames in de inventarisatiefase

Aannames over de doelgroep van de dienstverlening kunnen helpen bij een efficiënte inventarisatie van de relevante klantinformatie. Dit type aanname noemen wij doelgroepaanname.

Met doelgroep⁷⁸ bedoelen wij hier een specifiek klantsegment, dat wordt omschreven aan de hand van feitelijke en meetbare kenmerken. Denk bijvoorbeeld aan kenmerken zoals: jonge stellen tussen de vijfentwintig en dertig, die een eerste woning kopen met relatief laag eigen vermogen.

Voorbeeld

Als adviseur vraagt u uw klant wat het doel is van zijn beleggingsportefeuille, en wanneer hij dat doel wil bereiken. Wanneer uw klant bijvoorbeeld aangeeft dat het doel van de portefeuille een studiefonds is voor zijn kinderen, legt u de volgende aanname aan uw klant voor:

‘Uw doel met deze portefeuille is het opbouwen van vermogen om over vijftien jaar de studie van uw kinderen te bekostigen. Uit onderzoek blijkt dat beleggers met dit beleggingsdoel regelmatig binnen vijf jaar een gedeelte van de beleggingen liquide wensen te maken. Ik ga er dan ook vanuit dat u 25% van uw beleggingen liquide wil hebben, of wilt beleggen in kortlopende staatsobligaties. Kunt u zich hierin vinden?’

Baseer de aannames op objectief feitenonderzoek

Een aanname doet een adviseur op basis van informatie over een groep van klanten die dezelfde kenmerken hebben. Zodra de adviseur heeft vastgesteld dat de klant behoort tot een bepaalde doelgroep, heeft hij de mogelijkheid om doelgroepaannames te doen in de inventarisatie. De adviseur neemt dan aan dat de klant dezelfde wensen en behoeften heeft als de doelgroep waartoe hij behoort.

De algemene zorgvuldigheidsnormen vereisen dat de adviseur de doelgroepaanname onderbouwt op basis van objectief feitenonderzoek, en niet op basis van eigen vermoedens of veronderstellingen. Concreet betekent dit dat de adviseur zijn aanname in de inventarisatiefase kan onderbouwen met feitelijk onderzoek van objectieve, onafhankelijke instanties zoals het Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting (Nibud) of het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). Ook kan de adviseur zijn aanname onderbouwen op basis van onderzoek naar zijn eigen klanten, mits hij voldoende klantdossiers van een specifieke doelgroep heeft om de aannames op een significant aantal te toetsen.

De adviseur kan de aanname alleen gebruiken bij de inventarisatie van de relevante klantinformatie, indien uit onderzoek blijkt dat deze opgaat voor de overgrote meerderheid van de omschreven doelgroep. De vereiste mate van zekerheid is afhankelijk van de complexiteit van het product en de klantbehoefte.

Hieronder is een concreet stappenplan opgenomen om te komen tot doelgroepaannames.

⁷⁸ Dit staat los van de doelgroep die zoals omschreven in paragraaf 2.2 onder productontwikkeling.

Stappenplan voor de onderbouwing van doelgroepaannames

- 1 U heeft uw doelgroep duidelijk omschreven aan de hand van feitelijke en meetbare criteria.
- 2 Uit objectief onderzoek volgt dat personen in deze doelgroep meestal dezelfde kenmerken hebben. Bijvoorbeeld: jonge stellen in de leeftijdscategorie 25-30, die een appartement kopen verhuizen vaak binnen vijf jaar. Dit noemt u de hypothese.
- 3 Deze hypothese gaat u vervolgens toetsen aan de doelgroep. Bijvoorbeeld aan de hand van reeds door u geïnventariseerde klantbeelden. Dit onderzoek voert u uit op een significant aantal klantbeelden.
- 4 Indien uit dit onderzoek blijkt dat de hypothese inderdaad opgaat voor de overgrote meerderheid van de onderzochte klanten, kunt u deze aanname gebruiken tijdens uw dienstverlening.
- 5 U beoordeelt vervolgens of uw klant behoort tot de omschreven doelgroep.
- 6 De wettelijke zorgvuldigheidsnormen vereisen dat u de aanname voorlegt aan de individuele klant. U toetst bijvoorbeeld door een controlevraag aan de klant.
- 7 De klant moet de mogelijkheid hebben niet akkoord te gaan met de aanname, omdat hij vindt dat de aanname niet voor hem opgaat. In dat geval moet u de informatie alsnog uitvragen.
- 8 Indien de klant akkoord gaat, dient u te beoordelen of het antwoord van de klant strookt met uw klantbeeld.
- 9 Indien het antwoord niet strookt met uw klantbeeld dient u aanvullende vragen te stellen aan de klant.

Houd de aannames actueel door deze periodiek te toetsen

Wanneer de adviseur gebruik maakt van doelgroepaannames controleert hij regelmatig of de door hem omschreven doelgroep, en de daaraan gekoppelde aanname, nog juist is. Dit doet hij door periodiek het stappenplan opnieuw te doorlopen, en opnieuw te toetsen of de door hem geformuleerde aanname nog geldt voor de doelgroep. Zo blijven de aannames actueel en geldig voor de doelgroep.

Valkuil

Een voorbeeld van onjuist gebruik van een doelgroepaanname is wanneer u op basis van een algemeen journalistiek onderzoek, zoals het jaarlijkse onderzoek naar de gemiddelde inkomens van weekblad Elsevier, voor uw hoger opgeleide klanten aanneemt dat zij een bepaald percentage in hun inkomen zullen stijgen.

Deze aanname is niet voldoende toegespitst op een duidelijk afgebakende doelgroep en niet voldoende onderbouwd aan de hand van objectief feitenonderzoek.

Toets de aanname bij de klant

Uit de vorige paragrafen blijkt, dat de adviseur onder voorwaarden aannames kan gebruiken bij de inventarisatie van de relevante informatie over de klant.

Wanneer de adviseur tijdens de inventarisatie van de relevante informatie over de klant aannames doet, moet hij de klant hiervan op de hoogte te stellen. Ook legt hij de klant in begrijpelijke bewoordingen uit welke onderbouwing aan een aanname ten grondslag ligt. Dit leidt tot inzicht bij de klant.

De adviseur zal de klant ook moeten vragen of de aanname over de behoeften en wensen van de doelgroep op hem van toepassing is.

Pas wanneer de klant aangeeft dat deze aanname inderdaad voor hem geldt, kan de adviseur dit meenemen in de advisering. Geeft de klant aan dat hij niet akkoord is met de aanname, dan worden de juiste gegevens

alsnog uitgevraagd. Strookt dit antwoord niet met het klantbeeld, dan stelt de adviseur hierover aanvullende vragen.

De gebruikte aannames en de bevestiging van de klant dat de aannames in zijn geval ook opgaan, worden vastgelegd in het klantdossier en gecommuniceerd aan de klant.

Valkuil

De AFM acht het geen geschikte advisering als u als dienstverlener in de adviesfase een aanname doet over de geschiktheid van een product voor de individuele klant.

Denk bijvoorbeeld aan de volgende aanname: 'Aan de overgrote meerderheid van de klanten in de leeftijdscategorie 50 tot 55, wordt een beleggingsportefeuille geadviseerd met een neutraal profiel. Dit zal dus geschikt zijn voor alle klanten in deze leeftijdscategorie.'

Aannames zien enkel op wensen of behoeften van een specifiek omschreven doelgroep. Een advies is altijd individueel.

Bijlage 2: Toelichting standaarddeviatie

Wat is de standaarddeviatie?

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

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

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

Bijlage 3: Selectie financiële instrumenten

In deze bijlage wordt een aantal belangrijke afwegingen beschreven die de beleggingsonderneming ondersteunen bij het selecteren van financiële instrumenten. De selectie van financiële instrumenten kan zowel op centraal als op decentraal niveau plaatsvinden. In beide gevallen zijn onderstaande criteria van toepassing. Naast onderstaande criteria dient ook de doelgroep van financiële instrumenten meegenomen te worden. Hiervoor wordt verwezen naar paragraaf 2.2 onder productontwikkeling.

- *Het mandaat van het financiële instrument*

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

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

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

- *Track record*

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

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

- *De kostenstructuur*

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

Om de kosten goed te kunnen beoordelen is het belangrijk dat alle relevante kosten en lasten die aan klanten inzichtelijk gemaakt moeten worden, worden betrokken.⁷⁹

- *Liquiditeit*

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

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

- *Tegenpartijrisico*

Tegenpartijrisico is het risico dat een tegenpartij in een financiële transactie zijn verplichtingen niet kan nakomen. Dit risico kan bij meerdere financiële instrumenten een rol spelen. Bij beleggingsfondsen en ETF's op basis van fysieke replicatie loopt de belegger tegenpartijrisico wanneer er sprake is van securities lending.⁸⁰ Bij ETF's die door middel van synthetische replicatie worden samengesteld loopt de belegger tegenpartijrisico op de tegenpartij van de swaptransactie. Bij gestructureerde producten loopt de belegger tegenpartijrisico op de uitgevende instelling.

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

- *Risicobeheer*

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

- *Structuur en personeel*

De structuur van een beleggingsfonds geeft inzicht in de mogelijke (indirecte) risico's die men loopt door te beleggen in het fonds. Denk hierbij aan onderwerpen als de vestigingsplaats van het fonds, de

⁷⁹ Dit zijn alle kosten en lasten die uit hoofde van artikel 58, BGfo en artikel 50 van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 aan klanten inzichtelijk gemaakt moeten worden.

⁸⁰ Bij securities lending worden de aangekochte beleggingen tijdelijk uitgeleend aan andere beleggers. De doelstelling hiervan is het genereren van extra opbrengsten door de vergoeding die de leners van de stukken betalen.

structurering (bijvoorbeeld open end- versus closed end, verhandelbaarheid en opschortingsmogelijkheden van de in-/verkoop). Voor de continuïteit (van de goede resultaten) van het fonds en de fondsbeheerder zijn vooral personele onderwerpen een belangrijk aandachtspunt, zoals de samenstelling van het beleggingsteam, het verloop van personeel, de afhankelijkheid ten aanzien van één persoon (key man risk), de kennis en ervaring van de fondsbeheerder, de reputatie van het fonds en de kwaliteit van de service-providers (de administrateur, bewaarder en accountant).

Bijlage 4: Selectie alternatieve beleggingen

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

- *Verhandelbaarheid*

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

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

- *Kosten*

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

- *Rolrendement*

Beleggingen in grondstoffen zijn meestal geen directe beleggingen, omdat dit vooral vanwege opslag vaak niet mogelijk is. Dit vindt daarom plaats via beleggingen in futures op grondstoffen. Hiervoor worden gewoonlijk de futures met de kortst mogelijke looptijd geselecteerd. Wanneer de looptijd is verstreken, worden de futures verkocht en worden opnieuw futures met de kortste looptijd aangekocht. Dit wordt doorrollen genoemd. De waarde van de futures kan tussen het moment van aan- en verkoop met het verstrijken van de tijd stijgen of dalen. Deze waardeverandering is deels

onafhankelijk van de waardeverandering van de grondstof. Het rendement, positief of negatief, dat de belegger hiermee behaalt wordt het rolrendement genoemd. Door de invloed van het rolrendement volgt het rendement op deze beleggingen de prijsontwikkeling van de betreffende grondstof zelf niet volledig. Hier dient de beleggingsonderneming rekening mee te houden bij het selecteren van alternatieve beleggingen.

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

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



Autoriteit Financiële Markten

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

Telefoon

020 797 2000

www.afm.nl

Dataclassificatie

AFM - Publiek

Follow us: →



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

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

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

© Copyright AFM 2021