

Het voorkomen van voorzienbare teleurstellingen in beleggingsdienstverlening

N. Bastiaansen MA, mr. drs. K. Raaijmakers en T.J. van der Ster MSc*

Iedereen die verantwoordelijk is of zich verantwoordelijk voelt voor de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening, of dit nu een compliance officer, manager of bestuurder is met 'beleggen' in zijn portefeuille, zou zichzelf de volgende vraag moeten stellen: hoe zeker ben ik ervan dat deze dienstverlening leidt tot financiële oplossingen die aansluiten bij de doelstellingen en risicobereidheid van mijn klanten? Moeten mijn klanten eigenlijk wel willen beleggen? Hoe realistisch is het dat mijn klanten met de door de onderneming geadviseerde of beheerde beleggingsportefeuille hun doelstellingen realiseren? Bij sommigen zullen deze vragen een gevoel oproepen van 'daar-gaan-we-weer'. Is het tenslotte niet zo dat iedereen weet dat de uitkomsten van beleggen per definitie onzeker zijn, maar dat de rendementsverwachtingen op de lange termijn over het algemeen hoger liggen dan bij sparen? Dus ja, het kan weleens misgaan. Maar een klant die dat niet incalculeert en zich niet realiseert dat het hogere 'upside potential' risico's met zich brengt, heeft het ook wel een beetje aan zichzelf te danken als hij bij tegenvallers danig teleurgesteld is. Sommige compliance officers en bestuurders zullen betwijfelen of ze daar aan iets kunnen of moeten veranderen.

Er is iets voor bovenstaande redenering te zeggen, helemaal als men zwaar inzet op de eigen verantwoordelijkheid van de klant. Er is ook het nodige tegenin te brengen. Teleurgestelde beleggers zullen zelden de schuld volledig bij zichzelf leggen. Dit doen ze al helemaal niet op het moment dat zij een *professional* in de arm hebben genomen. Sommige auteurs menen zelfs dat de reden om een *professional* in de arm te nemen met name voortkomt uit de behoefte om iemand anders te kunnen aanwijzen als 'schuldige' op het moment dat de resultaten tegenvallen.¹ De beleggingsonderneming zal er op aan gekeken worden als het niet gaat zoals de belegger had verwacht of gehoopt. En daarmee realiseert de beleggingsonderneming niet de klantbeleving en de loyale klantenkring die zij graag wil realiseren. Niet alleen vanuit het oogpunt van de privaatrechtelijke of publiekrechtelijke zorgplicht, maar ook met het oog op een florerende lange termijn *business* is het dus van belang voorzienbare teleurstellingen bij klanten te voorkomen. In het vervolg van dit artikel geven we hiervoor enkele aanknopingspunten.

Leidraden van de Autoriteit Financiële Markten (AFM)

De AFM heeft in 2011 de leidraad 'De klant in beeld: aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer' uitgebracht. In deze leidraad wordt aan de hand van voorbeelden geïllustreerd hoe zorgvuldige beleggingsdienstverlening eruit kan zien. De leidraad 'Actief en passief beleggen in het belang van de klant' – ook verschenen in 2011 – geeft handvatten voor het maken van een afweging tussen actief en passief beleggen, zowel bij de samenstelling van het assortiment, als bij de selectie van financiële producten voor een individuele klant of groep klanten.

Goede financiële oplossingen starten bij de klant, niet bij een product

Voor een groot deel van de klanten is beleggen een middel om een doel te realiseren, niet een doel op zich. Deze constatering heeft zowel voor de behandeling van de klant, als voor de inrichting van de organisatie een aantal consequenties. Op het niveau van de klant is het uiteraard van belang om in kaart te brengen wat het doel van de klant is. Hierop gaan we in de volgende alinea uitgebreider in. Het heeft ook consequenties voor de wijze waarop de dienstverlening aan de klant is georganiseerd. Hoe logisch is het om beleggingsdienstverlening te onderscheiden van andere vormen van financiële dienstverlening, in ieder geval voor zover deze dienstverlening betrekking heeft op het opbouwen van vermogen? Een financiële onderneming die de organisatie inricht naar type product of type dienstverlening gaat voorbij aan het feit dat één en hetzelfde financiële doel vaak op verschillende manieren kan worden gerealiseerd. Een klant die een bepaald bedrag aan vermogen wil opbouwen voor de oude dag kan sparen, beleggen of zich verzekeren. Door

* Nicole Bastiaansen en Tamara van der Ster zijn als Toezichthouder werkzaam bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en houden zich daar onder meer bezig met projecten met betrekking tot de kwaliteit en kosten van beleggingsdienstverlening. Karina Raaijmakers was tot 1 september 2012 werkzaam als manager bij de AFM. Nu werkt zij bij Clear Conduct. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Hierover is recent een column verschenen in the Economist: www.economist.com/node/21556625?fsrc=scn/tw/te/ar/notsoexpert.

deze producten in de dienstverlening niet expliciet te beschouwen als alternatieven bestaat het risico dat de klant een suboptimale financiële oplossing geadviseerd krijgt. Betekent dit dan dat er geen ruimte bestaat voor financiële ondernemingen die zich enkel toeleggen op beleggingsdienstverlening? En moeten alle adviseurs en vermogensbeheerders zich laten omvormen tot financieel planner? Dat is zeker niet zo. Specialisatie op het gebied van beleggingsdienstverlening kan toegevoegde waarde hebben voor de klant, mits wordt vastgesteld dat 'beleggen' past bij het doel dat hij wil realiseren en het risico dat hij kan en wil lopen. En ja, dit vergt het nodige van de adviseur of vermogensbeheerder. Hij moet niet alleen het doel en de risicobereidheid van de klant in kaart brengen, maar ook heel expliciet de afweging maken of beleggingsdienstverlening het beste middel is om het doel van de klant binnen de vastgestelde randvoorwaarden – zoals risicobereidheid en kosten – te realiseren. Regelmatig zal dit leiden tot 'nee'-verkoop.

Zonder duidelijke doelstelling vallen de resultaten altijd tegen

Zoals in de vorige paragraaf al is beschreven: beleggen is voor veel klanten geen doel op zich. Het is vaak een middel om te voorzien in een financiële behoefte, zoals het aanvullen van het inkomen, voor of na pensionering, het aflossen van een hypotheek of het doen van een grote aankoop. Ook is het goed denkbaar dat de klant uit is op vermogensbehoud, in weerwil van inflatie en belastingen.

De doelstelling van de klant zou centraal moeten staan in de dienstverlening aan de klant. Dit betekent in ieder geval het volgende. Allereerst zal de adviseur of vermogensbeheerder samen met de klant moeten proberen zijn doelstelling vast te stellen en concreet te maken. Als de doelstelling bijvoorbeeld is gerelateerd aan het opbouwen van pensioen, is van belang dat duidelijk wordt wat de verwachte inkomsten en uitgaven van de klant zullen zijn, op welke termijn de klant met pensioen wil en dus ook hoeveel geld er op die pensioendatum beschikbaar moet zijn. Als de klant gaat beleggen om meer rendement te behalen dan op een spaarrekening, zal het streefrendement expliciet moeten worden vastgesteld. Vervolgens is het zaak te beoordelen welk type financiële dienstverlening aansluit bij het realiseren van het doel. Daarnaast zal gedurende de duur van de dienstverlening periodiek geëvalueerd moeten worden hoe de vermogensontwikkeling van de klant zich verhoudt tot zijn doelstelling en of actie nodig is.

Hoe werkt dat nu precies bij beleggingsdienstverlening? Bij de meeste beleggingsondernemingen² hebben de processen ten aanzien van de inventarisatie van klantgegevens de afgelopen jaren veel aandacht gekregen. De processen zijn over het algemeen meer gestandaardiseerd en worden beter vastgelegd. De klant wordt in (bijna) alle gevallen om een doelstelling gevraagd en het antwoord dat de klant hierop geeft wordt vastgelegd in een klantprofiel of gespreksverslag. We horen echter regelmatig van adviseurs en vermogensbeheerders dat veel van hun klanten geen specifieke doelstelling hebben of niet verder komen dan 'het is voor mijn pensioen'. Het lijkt erop dat één kritische vraag dan niet aan de klant wordt gesteld: 'Wanneer bent u nu echt teleurgesteld als u een rapportage ontvangt over het gerealiseerde rendement?' De kans is klein dat de klant op een dergelijke vraag antwoordt dat hij nooit teleurgesteld zal zijn; hij heeft vrij-

wel altijd een maatstaf in zijn hoofd waaraan hij de prestaties van zijn beleggingsportefeuille afmeet, of hij nu uit is op vermogensgroei of vermogensbehoud. Overigens blijkt uit onderzoek dat deze maatstaf helemaal niet realistisch hoeft te zijn. Uit de Consumentenmonitor van het voorjaar van 2012, een representatief onderzoek dat de AFM in samenwerking met GfK Nederland tweemaal per jaar uitvoert onder consumenten, blijkt dat een derde van de beleggers de komende drie jaar een rendement verwacht dat hoger is dan 10% per jaar. Hier ligt voor de adviseur of vermogensbeheerder een schone taak om zijn klant met beide benen op de grond te houden. Zonder de doelstelling van de klant expliciet te maken en hem daarop regelmatig te wijzen, zullen de resultaten voor de klant gemakkelijk kunnen tegenvallen. Al is het alleen maar omdat het heel menselijk is op meer te hopen en die hoop eenvoudig kan omslaan in een verwachting.

De beleggingsonderneming bepaalt vanuit haar expertise wat er op het schap ligt

Wie is er verantwoordelijk voor de producten die op het schap liggen? In de praktijk zien we dat deze vraag regelmatig leidt tot hele uiteenlopende antwoorden. Over het algemeen leggen productaanbieders de verantwoordelijkheid bij de beleggingsonderneming, terwijl de beleggingsonderneming wijst naar de productaanbieder.³ Naar ons idee hebben zowel de productaanbieder als de beleggingsonderneming een productverantwoordelijkheid, alleen ziet deze er voor beide partijen anders uit.

Productaanbieders, zoals aanbieders van beleggingsfondsen of gestructureerde producten, hebben de verantwoordelijkheid om producten te ontwikkelen en aan te bieden die toegevoegde waarde hebben voor de klant.⁴ Omdat 'de klant' niet bestaat, zal het meestal gaan om de toegevoegde waarde voor een specifieke doelgroep. De toegevoegde waarde kan onder meer worden afgeleid uit de antwoorden op een aantal vragen, zoals:

- biedt het product waar voor zijn geld?;
- speelt het product in op een reële klantbehoefte?;

2. Onder 'beleggingsonderneming' verstaan wij alle aanbieders van beleggingsdiensten. Dit zijn dus zowel de (groot)banken als (zelfstandige) vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs. In dit artikel concentreren we ons op beleggingsadvies en vermogensbeheer en niet op 'execution only'.
3. Het is mogelijk dat de beleggingsonderneming ook productaanbieder is. Aangezien het onderdeel van de onderneming dat beleggingsdiensten verleent en het onderdeel van de onderneming dat producten aanbiedt vaak gescheiden zijn, kan de problematiek ten aanzien van de productverantwoordelijkheid ook in dit geval spelen.
4. Per 1 januari 2013 wordt in het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo) voor financiële ondernemingen een norm vastgelegd met betrekking tot de kwaliteit van het productontwikkelingsproces en de kwaliteit van financiële producten. Financiële instrumenten en uitgevende instellingen vallen (voorlopig) buiten de reikwijdte van deze norm. De verantwoordelijkheid die wij in dit artikel bedoelen, is niet een wettelijke plicht, maar een verantwoordelijkheid op grond van wat klanten en de maatschappij van productaanbieders verwachten.

- doet het product wat wordt beloofd en zijn de uitkomsten acceptabel voor de doelgroep?; en
- zijn de werking en de risico's van het product begrijpelijk voor de doelgroep?

Deze verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van het product is een doorlopende verantwoordelijkheid. Productaanbieders zullen dus regelmatig moeten evalueren of hun producten nog altijd toegevoegde waarde leveren.

De verantwoordelijkheid van de beleggingsonderneming ligt op het vlak van de productselectie en speelt op twee niveaus: bij de samenstelling van het productassortiment⁵ en bij de selectie van een specifiek product voor een specifieke klant of specifieke groep klanten. Bij de samenstelling van het assortiment geldt dat de beleggingsonderneming de verantwoordelijkheid heeft om enkel beleggingsproducten op het schap te leggen die van toegevoegde waarde zijn voor haar klantenkring. Bovenstaande vragen kunnen opnieuw helpen om dit vast te stellen. Als productaanbieders hun werk goed doen en enkel producten ontwikkelen met een duidelijk gedefinieerde en afgebakende toegevoegde waarde zal de beleggingsonderneming minder tijd, energie en geld hoeven te steken in de selectie van de producten die zij op het schap legt. De producten die worden opgenomen in het productassortiment hoeven niet passend te zijn voor iedere individuele klant. Het bepaalt enkel het kader waarbinnen klant, de adviseur of de vermogensbeheerder – afhankelijk van het type beleggingsdienstverlening – de individuele beleggingsproducten kan selecteren. De adviseur of vermogensbeheerder gebruikt dit kader en de strategische asset allocatie om voor zijn klanten een geschikte beleggingsportefeuille samen te stellen. Dit is geen eenvoudige opgave: allerlei variabelen, zoals risico's, kosten en verwachte rendementen, moeten worden afgewogen. En na selectie is de kous niet af. In de eerste plaats zal de beleggingsonderneming regelmatig moeten beoordelen of de producten die zijn opgenomen in het productassortiment hun toegevoegde waarde behouden. Daarnaast zal de adviseur of vermogensbeheerder moeten vaststellen of de individuele producten nog passen in de beleggingsportefeuilles van hun klanten. De verantwoordelijkheid voor de producten op het schap en in de portefeuilles is dus een doorlopende verantwoordelijkheid van beleggingsondernemingen.

En als de klant het nu wil...

Regelmatig horen wij van beleggingsondernemingen: 'De klant vraagt om dit product. En dus voeren wij het.' Deze zinsnede wordt gebruikt om te verklaren waarom een discutabel product op het schap ligt. Dit lijkt de ultieme vorm van klantgerichtheid, maar de vraag is of het ook in het belang van de klant is. Er is in sommige gevallen een onderscheid tussen wat de klant wil en wat de klant zou moeten willen. Natuurlijk heeft klantbescherming zijn grenzen. Maar teruggrijpend op wat we in de inleiding schreven: als het misgaat, zal de klant de beleggingsonderneming er (deels) op aan kijken. Dus niet alleen vanuit het oogpunt van de privaatrechtelijke of publiekrechtelijke zorgplicht, maar ook met het oog op een florerende lange termijn *business* is het dus van belang voorzienbare teleurstellingen bij klanten te voorkomen.

De kwaliteit van de adviseur of vermogensbeheerder is cruciaal

De beleggingsdienstverlening aan de klant staat of valt met de kwaliteit van de adviseur of vermogensbeheerder. Hij is degene die het vertrouwen van de klant moet winnen, zich een beeld vormt van de situatie van de klant, onrealistische verwachtingen van de klant managet en de klant te woord staat als beleggingsresultaten tegenvallen. Dit vergt het nodige van de adviseur of vermogensbeheerder. Hij moet uiteraard voldoende kennis hebben, bijvoorbeeld over beleggingsleer, beleggingsproducten, de werking van financiële markten en de gevolgen van macro-economische ontwikkelingen. Maar dat niet alleen: hij moet ook het vermogen hebben zich in de klant te verplaatsen, hem te bedienen op een begrijpelijke manier en hem te overtuigen iets wel of juist niet te doen. Dit zijn allemaal competenties die je nauwelijks leert in de schoolbanken, maar die tot ontwikkeling komen door ervaring, training en zelfreflectie.

Naar ons idee zouden beleggingsondernemingen meer aandacht kunnen besteden aan het op peil houden van de kwaliteit van hun adviseurs en vermogensbeheerders.⁶ Dit menselijk kapitaal lijkt de laatste jaren onvoldoende serieus genomen te zijn. Alleen al omdat adviseurs en vermogensbeheerders bij het ontwerpen van allerlei variabele beloningsvormen gerelateerd aan omzet, aantal klanten en aantal verkochte beleggingsproducten meer werden beschouwd als verkopers dan als *professionals* die het belang van hun klanten willen dienen. In navolging van wat Atul Gawande (2009) in zijn boek 'The Checklist Manifesto' schrijft, geloven wij niet dat adviseurs en vermogensbeheerders hun werk beter gaan doen als zij van bovenaf alleen maar richtlijnen opgelegd krijgen. Hoewel het verstandig kan zijn om bepaalde beslissingen centraal te nemen, bijvoorbeeld om een zekere mate van uniformiteit in het werken te waarborgen of om efficiëntievoordelen te behalen, zit de kracht in het geven van verantwoordelijkheid aan de adviseur of vermogensbeheerder om de klant optimaal te bedienen. Verantwoordelijkheid in combinatie tijd en ruimte om met collega's lastige klantsituaties, potentiële financiële oplossingen en logische vervolgstappen te bespreken. Zelfreflectie in combinatie met 'leren van elkaar'. We kennen voorbeelden van ondernemingen waar tijd wordt ingeruimd om lastige dossiers en dilemma's te bespreken. Natuurlijk zijn er vele andere vormen denkbaar. Eens inspiratie opdoen in andere sectoren waarin *professionals* werkzaam zijn, zoals Gawande zich als medisch expert liet inspireren door de bouwsector, is zeker de moeite waard!

5. De verantwoordelijkheid voor de samenstelling van het productassortiment geldt zowel voor beleggingsadvies en vermogensbeheer, als voor execution only dienstverlening. Bij execution only dienstverlening kan de invulling van die verantwoordelijkheid, gegeven het feit dat het vaak gaat om een brede klantenkring met uiteenlopende doelstellingen en behoeften en een ruimer assortiment, er echter wel anders uitzien.
6. DSI ontplooit samen met marktpartijen initiatieven om de vakbekwaamheidseisen voor vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs te verhogen. Voor financieel dienstverleners die adviseren over vermogensopbouw zullen vanaf 1 januari 2013 nieuwe vakbekwaamheidseisen worden opgenomen in het Besluit Gedragtoezicht financiële ondernemingen (BGfo). Deze wetgeving is niet van toepassing op vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs.

Ten slotte

Aan beleggen kleven altijd risico's; de beurzen en financiële markten zijn voor de gemiddelde particulier belegger moeilijk te begrijpen en de uitkomsten zijn onzeker. Wel kan een beleggingsonderneming voorzienbare teleurstellingen bij klanten voorkomen. Dit is naar ons idee een noodzakelijke voorwaarde voor het realiseren van een goede klantrelatie op de langere termijn. In dit artikel hebben wij enkele aanknopingspunten gegeven voor het voorkomen van voorzienbare teleurstellingen en het verbeteren van de kwaliteit van beleggingsdienstverlening:

- Goede financiële oplossingen starten bij de klant, niet bij een product;
- Zonder duidelijke doelstelling vallen de resultaten altijd tegen;
- U bepaalt vanuit uw expertise wat er op het schap ligt;
- De kwaliteit van de adviseur of vermogensbeheerder is cruciaal.

Wij moedigen iedereen die binnen een beleggingsonderneming een impuls wil geven aan de kwaliteit van de dienstverlening aan om eens vast te stellen in hoeverre deze aanknopingspunten aansluiten bij de dagelijkse praktijk.