

# Beleggingsadvies 2.0

## *Wetgeving en leidraden dwingen beleggingsondernemingen tot fundamentele keuzes*

dr. A.J.C.C.M. Loonen\*

### 1. Inleiding

Als vervolg op het al geldende provisieverbod op complexe producten zal per 1 januari 2014 het ontvangen of verschaffen van provisies aan derden wettelijk verboden zijn. Met dit vooruitzicht zijn beleggingsondernemingen druk doende om hun verdienmodel aan te passen. De beleggingsdienst die hierbij het meest in het oog springt is beleggingsadvies. Na het verdwijnen van de retourprovisies nemen de verdiensten op deze beleggingsadviesdiensten af. Hierom zijn beleggingsondernemingen nieuwe verdienmodellen gaan onderzoeken. Dit is echter niet het enige belangrijke thema. Ook de inhoud van de beleggingsadviesdiensten is aan verandering onderhevig. Deze verandering krijgt, afhankelijk van de wijze waarop beleggingsadvies nu ingericht is bij de beleggingsonderneming, een impuls door de introductie van de AFM-leidraden 'Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw' en 'De klant in beeld'.

In dit artikel ga ik met name in op de invloed die het provisieverbod enerzijds, en de publicatie van de voornoemde leidraden anderzijds, hebben op de beleggingsdienstverlening en beleggingsadvies<sup>1</sup> in het bijzonder. Binnen het bestek van dit artikel ontkom ik er niet aan de nieuwe verdienmodellen in ogenschouw te nemen. Vervolgens analyseer ik de praktische implicaties van de komende veranderingen. Met voorbeelden uit de rechtspraak zal ik trachten de aandacht te vestigen op enkele belangrijke thema's rondom beleggingsadviesing. Ik zal dit artikel eindigen met enkele afsluitende opmerkingen.

### 2. Veranderingen binnen de beleggingsdienstverlening

Een in Nederland opererende beleggingsonderneming kan na januari 2014 voor haar diensten alleen nog een directe vergoeding van de eindcliënt ontvangen.<sup>2</sup> Retourprovisies van productaanbieders (zoals op beleggingsfondsen, gestructureerde producten e.d.) zijn dan niet meer toegestaan. De inkomsten van beleggingsondernemingen kunnen zo onder druk komen te staan.<sup>3</sup> Door het wegvallen van deze inkomstenstroom en de toenemende concurrentie van internetbrokers zullen de marges op het uitvoeren van beleggingstransacties afnemen.<sup>4</sup> Hierdoor verschuiven veel beleggingsondernemingen hun verdiensten van 'transactiegedreven' naar 'dienstgedreven'. Daarbij worden nieuwe vergoedingsmodellen geïntroduceerd waarbij beleggingsadviesrelaties een periodieke (vaste) vergoeding<sup>5</sup> gaan betalen voor beleggingsadvies. Voor het uitvoeren van transacties kunnen daarbovenop transactiekosten berekend worden.

Hier ontstaat een vergelijking met de huidige kostenstructuur van vermogensbeheer. Ook gecombineerde vergoedingen, waarbij voor beleggingsadvies maar ook vermogensbeheer een zogenaamde 'totaalvergoeding' of 'all-in fee' wordt aangeboden, dienen zich aan. Deze tendens is eveneens binnen vermogensbeheer waar te nemen. Vergoedingsmodellen waarbij per adviesuur betaald moet worden zijn mij nog nauwelijks bekend. Hieronder is schematisch weergegeven welke veranderingen er binnen de beleggingsdienstverlening te verwachten zijn.

- 
- \* Tom Loonen is directeur Private Planning bij Bank Insigner de Beaufort N.V. (onderdeel BNP Paribas Wealth Management) en als associate professor verbonden aan de VU (Postgraduate Opleiding Investment Management). Voor diverse rechtbanken en gerechtshoven is hij gerechtelijk deskundige. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.
1. Voor de definitie van 'beleggingsadvies' volg ik art. 4 lid 1 sub (4) MiFID. Volgens deze definitie bestaat een beleggingsadvies in het geven van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer transacties die verband houden met financiële instrumenten.
  2. Zie *Kamerstukken II* 2012/13, 21 501-07, nr. 971, p. 2-3 en brief Minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 2 april 2013.
  3. Er zijn diverse beleggingsondernemingen die deze retourprovisies al vergoeden aan de eindcliënt. Ook werd in februari 2013 bekend dat zes Nederlandse banken vrijwillig aangaven per 1 januari 2014 geen distributievergoedingen meer aan te nemen van fondsbeheerders (zie het persbericht 'Beleggingsondernemingen schaffen vrijwillig distributievergoeding af' van 14/02/2013 van de AFM).
  4. Uit het onderzoek 'Brokerkosten 2013' van de VEB blijkt dat de kosten voor het uitvoeren van transacties via internet in een jaar tijd aanzienlijk gedaald zijn, terwijl deze kosten bij reguliere banken nagenoeg onveranderd zijn.
  5. Dit kan een absoluut bedrag zijn, een procentuele vergoeding over het adviesvermogen of een combinatie hiervan.

Mogelijke criteria cliëntsegmentatie	Belegbaar vermogen tot € 500.000 of bepaalde verdien capaciteit aan cliënt		Belegbaar vermogen vanaf € 500.000 of bepaalde verdien capaciteit aan cliënt		
	Execution only	Vermogensbeheer	Execution Only	Beleggingsadvies	Vermogensbeheer
Mate van ondersteuning aan de cliënt	Zeer beperkt. Mogelijk ondersteuning met behulp van standaard (internet) applicaties (informatie- en rekenmodules). Geen ruimte voor maatwerkoplossingen.	Beperkt. Volledige KYC en geschiktheidstoetsing. Standaard modelportefeuilles. Efficiëntie door standaardaanpak. Vaak nauwelijks ruimte voor maatwerkoplossingen.	Zeer beperkt. Mogelijk ondersteuning met behulp van standaard (internet) applicaties (informatie- en rekenmodules). Geen ruimte voor maatwerkoplossingen.	Ruime mogelijkheid tot bieden van ondersteuning (zowel beleggingstechnisch als qua financiële planning).	Ruime mogelijkheid tot bieden van ondersteuning (zowel beleggingstechnisch als qua financiële planning) en het accepteren van afwijkingen op het centrale beheerbeleid.
Potentiële gevaren voor beleggingsonderneming	Door met applicaties de cliënt 'te helpen' ontstaan verwachtingen bij cliënt. Onderscheid informeren, opiniëren en adviseren kan vervagen.  Zodra dit 'helpen' met behulp van medewerkers gaat gebeuren, is het niet ondenkbaar dat er toezeggingen worden gedaan die niet waargemaakt kunnen worden, danwel dat er alsnog een advies gegeven gaat worden.	Kans op juridische reflexreactie: automatische advisering voor defensieve modellen om aansprakelijkheid beleggingsonderneming te voorkomen.  Verplichtingen zoals het 'monitoren', 'voortdurende passendheid risico bij cliënt testen' en 'periodiek evalueren klantbeeld en dienstverlening' kunnen zorgen voor: 1) schijnzekerheid cliënt, 2) potentiële aansprakelijkheid niet nakomen inspanningsverplichtingen.	Beleggingsonderneming wil cliënt 'helpen' met maken van financiële keuzes. Onderscheid informeren, opiniëren en adviseren kan vervagen. Te veel informatie over (financiële) situatie van execution only relatie kan leiden tot aansprakelijkheid (de beleggingsonderneming had informatie en had hierop moeten handelen).	Verplichtingen zoals het 'monitoren', 'voortdurende passendheid risico bij cliënt testen' en 'periodiek evalueren klantbeeld en dienstverlening' kunnen zorgen voor: 1) schijnzekerheid cliënt, 2) potentiële aansprakelijkheid niet nakomen inspanningsverplichtingen.	Verplichtingen zoals het 'monitoren', 'voortdurende passendheid risico bij cliënt testen' en 'periodiek evalueren klantbeeld en dienstverlening' kunnen zorgen voor: 1) schijnzekerheid cliënt, 2) potentiële aansprakelijkheid niet nakomen inspanningsverplichtingen.

Cliënten die beleggen met een minder groot vermogen zullen in toenemende mate een binaire keuze krijgen: discretionair vermogensbeheer volgens standaard modelportefeuilles of execution only waarbij alleen het orderplatform voor het uitvoeren van beurstransacties ter beschikking wordt gesteld. Binnen execution only zullen er (online) hulpmiddelen ter beschikking worden gesteld die de belegger moeten ondersteunen in het nemen van beleggingsbeslissingen en het opbouwen van een beleggingsportefeuille. Het onderscheid tussen informeren, opiniëren en adviseren dient daarbij niet te vertroebelen (zie § 5.1).<sup>6</sup> Het bieden van ondersteuning bij het zelfstandig nemen van beleggingsbeslissingen door de belegger is mogelijk, maar dient niet op te schuiven naar advisering waarbij de omstandigheden van de cliënt een rol spelen bij het verkrijgen van 'enkel' informatie of een opinie. Beleggingsadvies, en dan in het bijzonder individueel beleggingsadvies waarbij aandelen en obligaties geadviseerd worden, zal voor cliënten met een minder groot vermogen steeds minder toegankelijk blijken. De kosten en juridische risico's voor de beleggingsondernemingen zijn hierbij belangrijke argumenten. Daarentegen zullen zowel execution only, beleggingsadvies als vermogensbeheer voor cliënten met een groter belegbaar

vermogen nog ruimschoots aangeboden worden. De kosten/baten-vergoeding maakt het aanbieden van deze diensten nog steeds economisch verantwoord.

6. Daarbij moet informatie beschouwd worden als een weergave van feiten, terwijl een opinie ook een (persoonlijke) mening met zich meedraagt. Een advies is daarentegen afgestemd op de persoonlijke omstandigheden van de belegger (zie A.J.C.C.M. Loonen, 'Een kwestie van vertrouwen', dissertatie, 2006, p.80). Er wordt ook wel gesproken over een 'gepersonaliseerde aanbeveling' waarbij wordt gerefereerd aan 'een aanbeveling die gedaan wordt aan een persoon in diens hoedanigheid van (potentiële) belegger en die moet worden voorgesteld als een aanbeveling die geschikt is voor de betrokken persoon of moet berusten op een afweging van diens persoonlijke omstandigheden'. Zie ook D. Busch, 'Renteswaps en het 'civiel effect' van MiFID volgens het Europees Hof van Justitie', *Ars Aequi*, september 2013, p. 663-672.

### 3. Verandering binnen beleggingsadvisering

Laten we ons verder richten op beleggingsadvies. Bij het introduceren van een all-in vergoeding krijgt een cliënt beleggingsadvies en kunnen de transacties uitgevoerd worden zonder aanvullende kosten (vaak inclusief bewaarloon, couponprovisies, dividendprovisies e.d.).<sup>7</sup> Dat het vinden van een voor beide partijen acceptabele vaste vergoeding voor beleggingsadvies geen sinecure is, blijkt onder andere uit recent onderzoek.<sup>8</sup> Voor beleggingsondernemingen zal het onder controle krijgen en houden van de advieskosten voor de komende jaren een belangrijk thema gaan worden. Immers, de inkomsten kunnen voor de beleggingsonderneming alleen stijgen bij een beurstijging (het vermogen onder advies stijgt hierdoor, gecombineerd met een procentuele adviesvergoeding) of door nieuw adviesvermogen te acquireren. Het beheersbaar houden van de kosten is echter niet het enige thema. Nu beleggingsadviesrelaties in toenemende mate een vaste adviesvergoeding gaan betalen, zal de concrete toegevoegde waarde een belangrijk thema zijn. Zeker nu de vergoeding transparant is kunnen er aanzienlijke verschillen in (toegevoegde) waardeperceptie van het beleggingsadvies tussen een beleggingsadviseur en cliënt ontstaan. Beleggingsondernemingen staan dus voor een lastige opgave: concrete toegevoegde waarde bieden aan de cliënt en deze dusdanig prijzen dat de cliënt deze acceptabel vindt.

#### 3.1 Toegevoegde waarde moet concreet zijn

De beleggingsonderneming die ondanks de waarschijnlijk lagere marges beleggingsadvisering zal aanbieden, zal tegenover de cliënt continu moeten bewijzen dat zijn dienstverlening van toegevoegde waarde is. Was het verkrijgen van transactie-inkomsten voor de beleggingsonderneming een argument om de cliënt aan te sporen transacties te verrichten, dit zal bij de nieuwe verdienmodellen aanzienlijk minder het geval zijn. In die zin is het beleggingsadvies tegen een totaalvergoeding vrij van iedere verdenking ten aanzien van 'churning'. Of het ontraden van een transactie, waarbij wordt gepoogd verlies te vermijden, als toegevoegde waarde wordt gepercipieerd zal evenwel nog moeten blijken. De meerwaarde van het advies is uiteindelijk bepalend; de uitvoering van de transactie of bemiddeling in de aanschaf van een product is meer een commodity geworden.

De beleggingsonderneming zal strategische keuzes moeten maken tussen generalistische en specialistische beleggingsdienstverlening. Weliswaar geen nieuw vraagstuk, maar daarmee niet eenvoudig. Daarbij dient deze keuze, door de wetwijziging, versneld gemaakt te worden. In analogie naar de medische wereld<sup>9</sup>: de patiënt wil aan de ene kant die arts in Nederland die het meeste verstand heeft van zijn ziekte. Daarentegen wil de patiënt niet verkaveld worden over tal van medische specialisten, maar één vertrouwd arts hebben die hem als mens ziet en het overzicht blijft behouden. Hoe verhoudt zich dit tot de beleggingsdienstverlening? Ziet de cliënt de beleggingsadviseur als een specialist of juist als een generalist die het financiële overzicht voor de cliënt moet bewaken? En hoe ziet de beleggingsadviseur zijn positie? Ook hier maak ik een analogie met de medische wereld. De arts wil enerzijds graag deskundig zijn op een bepaald onderwerp, aan de andere kant wil hij ook de rol van vertrouwenspersoon vervullen. In de praktijk zou de arts het liefst beide rollen willen verenigen. Zo ook de be-

leggingsadviseur: hij wil specialist in beleggingen zijn, maar ook graag de vertrouwensadviseur waar de cliënt als eerste naar toe stapt zijn. De noodzaak om keuzes te maken tussen generalisme en specialisatie wordt met introductie van de nieuwe verdienmodellen acuut. Wat de keuze ook zal zijn, het heeft implicaties voor zowel de interne bedrijfsvoering (denk onder andere aan veranderingen in IT-systemen, trainingen voor medewerkers, juridische consequenties) als voor de verhouding tussen cliënt en beleggingsonderneming. Daarbij is er nog een nieuwe uitdaging die roet kan gooien in deze drang naar specialisatie: de langzame verschuiving van de beleggingsadviseur naar algeheel financieel adviseur of zelfs financieel planner. Door de toenemende publiekrechtelijke verplichtingen op het gebied van het 'Ken-Uw-Cliënt'-beginsel (art. 4:23 Wft en aanvullende 'verplichtingen' uit de leidraden) alsmede uit de civielrechtelijke uitspraken waaruit vaak een betere inventarisatie van de (financiële) omstandigheden van de cliënt noodzakelijk wordt geacht, lijkt het accent zich te verleggen van beleggingsexpertise naar algehele financiële kennis (op gebied van inkomens- en vermogensvraagstukken).

Waar zou de toegevoegde waarde van een beleggingsadvies dan in gevonden moeten worden? De toegevoegde waarde zal op drie manieren kunnen worden verkregen: 1) excellente beleggingstechnische advisering, 2) integrale advisering, waarbij beleggen een onderdeel vormt of 3) een hybride variant.

#### 3.2 Excellente beleggingstechnische advisering

De beleggingsonderneming die ervoor kiest om zich te profileren als 'asset manager' zal de beleggingsadviescliënt ervan moeten (blijven) overtuigen dat zijn advisering excelleert ten opzichte van concurrenten. Met de opmars van indextrackers kan deze toegevoegde waarde minder gelegen zijn in (alleen) de selectie van een beleggingsfonds of tracker, maar veel meer in macro-economische analyse, regionale allocatie of het opzoeken van beleggingsniches. Maar het

7. Zie voor een overzicht van mogelijke kostensoorten p. 10 en 11 van het AFM-rapport 'Onderzoek kosten beleggingsdienstverlening' van november 2012.
8. Uit een onderzoek uitgevoerd door Allianz Global Investors (februari 2013) bleek dat 27% van de cliënten maximaal € 50 per adviseur wilde betalen, terwijl slechts 6% van de beleggingsadviseurs hiervoor wilde adviseren. Daarentegen was 86% van de beleggingsadviseurs voornemens om tussen de € 100 en € 200 per adviseur te gaan rekenen, terwijl slechts 7% van de cliënten bereid waren dit te betalen. 32% van de cliënten wil niets betalen voor een beleggingsadvies. In 2011 heeft marketing & strategieconsultant VODW een onderzoek verricht onder particuliere beleggers en beleggingsadviseurs. Ondervraagde beleggingsadviseurs meenden dat zij voor deze dienstverlening € 6.200 per jaar kunnen vragen, terwijl de cliënten er gemiddeld niet meer dan € 3.800 voor over hadden.
9. Vrij vertaald naar het artikel 'Generalisme of specialisatie: een indeling van deze tijd?' van prof.dr. G.H. Blijman, *Huisarts & Wetenschap*, 54(6) juni 2011, p. 333. Daarbij merk ik op dat de medische dienstverlening moet worden beschouwd als een ervaringsdienst, terwijl beleggingsadvisering dat –minder dan medische dienstverlening gebaseerd is op wetenschappelijke inzichten en bewijsvoering– moet worden beschouwd als een geloofsdienst.

selecteren en analyseren van individuele beleggingen kan eveneens als Unique Selling Point<sup>10</sup> gelden. Ook het aantal beleggingsadviezen dat gegeven wordt is lang niet altijd een kwaliteitscriterium. Immers, menig beleggingsadviescliënt wenst helemaal niet veel te muteren in zijn beleggingsportefeuille (ook al kost hem dat 'niets'). Dat de beleggingsonderneming nooit helemaal een zuivere asset manager kan zijn blijkt uit § 4.1. De kans dat selectie en analyse echter jarenlang tot een outperformance zullen leiden is, zoals algemeen bekend, niet groot.<sup>11</sup> In de literatuur blijkt de toegevoegde waarde bij een beleggingsadvies gelegen in een goede diversificatie van de beleggingen (bijv. meer risicomijdende beleggingen) en binnen de portefeuille vervolgens minder specifieke risico's.<sup>12</sup> Tevens blijkt het dispositie-effect (de neiging stijgende aandelen sneller te verkopen dan verlies nemen op dalende aandelen) bij cliënten met beleggingsadvies minder voor te komen.<sup>13</sup>

### 3.3 Integrale advisering

Wil de beleggingsonderneming binnen de dienst 'beleggingsadvies' de cliënt toegevoegde waarde bieden dan kan dit ook gevonden worden in integrale advisering. Inzicht en overzicht zijn hierbij kernbegrippen. Dit betekent het inzichtelijk maken van de (integrale) risico's van de financiële situatie van de cliënt en welke keuzes gemaakt zouden moeten worden om de financiële doelstellingen haalbaar te maken of te houden. Informatie dient dan ook niet langer eendimensionaal verstrekt te worden. Werd voorheen in toenemende mate een tweedimensionale aanpak gehanteerd, waarbij informatieverstrekking werd beïnvloed door ingewonnen informatie uit art. 4:23 Wft (KYC), nu wordt er een driedimensionaal model gehanteerd. Hierbij wordt informatie verstrekt die is afgestemd op KYC-informatie van de klant (art. 4:23 Wft), maar waarbij ook rekening wordt gehouden met andere aspecten zoals pensioen, hypothecaire geldlening en verzekeringen.

Financiële planning, waarbij de gehele financiële situatie van de cliënt (en diens vennootschappen en eventueel familieleden) in kaart wordt gebracht en actueel gehouden wordt, zal een centrale(re) rol gaan vervullen bij die beleggingsondernemingen die voor integrale advisering gaan kiezen. De beleggingsonderneming zal de beleggingen binnen integrale advisering veel meer inrichten op eenvoud en overzicht. Dit betekent dat indextrackers in toenemende mate ingezet zullen worden,<sup>14</sup> maar ook dat de omloopsnelheid binnen beleggingsportefeuilles zal afnemen. De beleggingsadvieskosten zullen beperkt zijn, maar worden nu gemaakt door financiële planning (opmaken financieel plan, onderhoud hiervan, trainen medewerkers, licentiekosten software etc.). Ook zullen binnen integrale advisering in toenemende mate aanvullende diensten aangeboden gaan worden. Denk aan administratiediensten die helpen de cliënt verder te ontzorgen.

### 3.4 Hybride varianten

Om de toegevoegde waarde (en daarmee samengaande cliëntretentie) te vergroten, zullen beleggingsondernemingen hybride dienstverleningsmodellen gaan ontwikkelen. Daarbij hebben zij bewust de keuze gemaakt zich bij hun leest te houden (bijv. door excellente beleggingstechnische advisering) maar hun cliënten de mogelijkheid te bieden aanvullende diensten vanuit een integraal advieskader af te nemen. Concreet: de cliënt krijgt de mogelijkheid om vanuit de beleggingsonderneming bij een derde partij (bijvoorbeeld een

onafhankelijke financieel planner) een financieel plan te laten maken. Op deze manier krijgt de cliënt een gestructureerd overzicht van zijn financiële situatie, wensen en eisen. De beleggingsonderneming zal vervolgens zijn expertise laten gelden door beleggingstechnische oplossingen aan te bieden die passen binnen het financiële plan.<sup>15</sup> Door een financieel planner actief in te zetten en zicht te houden op de zogenaamde 'levensgebeurtenissen' (ook wel 'life events' genaamd) kunnen de beleggingen actief aangepast worden op nieuwe ontwikkelingen. Denk aan geboorte, sterfte, verkoop onderneming, pensioen, echtscheiding. Nieuwe samenwerkingsvormen tussen onafhankelijke financieel planners (in analogie: de huisartsen) en de beleggingsondernemingen (de medisch specialisten) zullen meer en meer ontwikkeld worden. Ook samenwerkingsvormen tussen financieel specialisten onderling (denk aan estate planners en beleggingsondernemingen) zullen in toenemende mate gaan ontstaan. Naast financieel specialisten zullen ook softwareleveranciers zich meer en meer gaan mengen in de financiële dienstverlening.<sup>16</sup> Daarbij is klantretentie het motto. Datavendors kunnen financiële informatie (zoals betalingsverkeer – en gedrag) ontsluiten voor beleggingsondernemingen, waarbij gericht geadviseerd kan worden. Ook het verzorgen van een integraal inzicht (met aandacht voor integrale portefeuillerisico's, kosten, regionale spreiding e.d.) in afgenomen financiële producten en digitale bewaarfunctie van relevante documenten zijn voorbeelden van mogelijk nieuwe diensten.

10. Beter zou te spreken zijn van 'Unique Advisory Point'.
11. Zie het jaarlijkse onderzoek van S&P Dow Jones (SPIVA-Scorecard). Hieruit blijkt dat 66,26% van de global funds over een periode van 3 en 5 jaar slechter presteren dan hun relevante benchmark.
12. Zie M.M. Kramer, 'Financial Advice and Individual Investor Portfolio Performance', *Financial Management*, Summer 2012, p.395-428.
13. Zie Z. Shapira & I. Venezia (2001), 'Patterns of behavior of professionally managed and independent investors', *Journal of Banking & Finance*, vol. 25, p.1573-1587.
14. Zie Het *Financieele Dagblad* van 30 juli 2013. Hier wordt melding gemaakt van een verschuiving van actieve naar passieve beleggingsfondsen. Ter illustratie wordt hier Rabobank vermeld die € 1,5 mrd heeft verschoven van actieve naar passieve fondsen.
15. Zie Lusardi en Mitchell 'Baby Boomer retirement security: The roles of planning, financial literacy, and housing wealth', *Journal of Monetary Economics*, 54 (2007), 205-224. Uit dit onderzoek blijkt dat financiële planning (in het bijzonder voor pensioen) een positief effect heeft op de mate van welvaart.
16. Zie bericht van DNB van 29 augustus 2013 waarin wordt aangekondigd dat de DNB met partijen als Microsoft, Salesforce.com en Amazon.com een 'right to examine' (onderzoeksrecht) is overeengekomen. Dit 'right to examine' is standaard in de contracten opgenomen voor de Nederlandse financiële instellingen die cloud diensten bij deze partijen afnemen. Financiële instellingen kunnen daarmee voldoen aan één van de wettelijke vereisten ten aanzien van cloud dienstverlening.



## 4. De invloed van de AFM

Met de leidraden 'Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw' (december 2009) en 'De klant in beeld' (november 2011) heeft de AFM een duidelijk signaal gegeven over de wijze waarop zij beleggingsdienstverlening en dus ook beleggingsadvies ingericht ziet. Met de recente publicatie van het visiedocument 'Dienstverlening op maat' tracht de AFM deze verplichtingen in een ander daglicht te stellen. In dit hoofdstuk ga ik nader in op een aantal van deze aanbevelingen en wat de implicaties kunnen zijn op de inrichting van het beleggingsadviesproces.

### 4.1 Aanbevelingen uit de leidraad 'De klant in beeld'

Uit deze leidraad blijkt een aantal aanbevelingen<sup>17</sup> die aan de beleggingsonderneming gedaan worden en die een aanzienlijke impact kunnen hebben op de inrichting van de beleggingsdienstverlening. Zo wordt momenteel verondersteld dat de geschiktheidstoets precontractueel en pretransactioneel moet worden afgenomen.<sup>18</sup> In de leidraad is op pagina 20 te lezen: 'Een beleggingsonderneming baseert de selectie van een financieel instrument op de meest actuele informatie. Na verloop van tijd komt er nieuwe informatie beschikbaar (zoals publicatie van kwartaalcijfers of nieuws over het vertrek van de fondsmanager). Een beleggingsonderneming zal op basis van de nieuw beschikbare informatie periodiek (onderstreping, TL) moeten beoordelen of er nog voldoende reden is om het instrument in de portefeuille te houden'. Uit de bewoordingen blijkt niet dat er alleen een beleggingstechnische beoordeling moet plaatsvinden (denk hierbij aan een gewijzigde visie op een onderneming of een monetaire beslissing die van invloed is op het beleggingsbeleid). De AFM spreekt van 'nieuw beschikbare informatie' zonder specifiek te worden. Dit impliceert dat de geschiktheidstoets regelmatig afgenomen moet worden door de beleggingsonderneming (en niet enkel en alleen pretransactioneel of precontractueel bij het aangaan van een beleggingsdienst). Informatie over de cliënt (beleggingskennis en -ervaring, risicobereidheid, financiële positie en de beleggingshorizon) moet zo actueel zijn dat de aangepaste beleggingen hier tegen getoetst kunnen worden. Dat dit een aanzienlijk beslag legt op de capaciteit binnen een beleggingsonderneming (ook met de juiste IT-middelen) en dat de cliënt het belang van het verstrekken van deze informatie dient in te zien, behoeft nauwelijks betoog.

Een ander voorbeeld is het monitoren van de ontwikkeling van de beleggingsportefeuilles. In haar periodieke Consumentenmonitor van juni 2013 heeft de AFM onderzoek gedaan naar het definiëren en monitoren van een beleggingsdoel. Uit dit onderzoek blijkt dat 56% van de niet-professionele beleggers een specifiek doel met de beleggingen voor ogen heeft. 77% van de beleggers controleert of dit beleggingsdoel (nog) haalbaar is. In de leidraad 'De klant in beeld' is op pagina 45 te lezen: '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'. Om te vervolgen op dezelfde pagina: '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. (...) Als blijkt dat de kans dat een klant zijn doel gaat beha-

len 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 of de inleg verhoogd worden'.

Naast het monitoren van de ontwikkeling van de portefeuille benoemt de AFM op pagina 46 ook het monitoren van risico. Ze stelt: 'Bij het monitoren van de portefeuille zorgt de adviseur er voortdurend (onderstreping TL) voor dat het risico van de portefeuille blijft passen bij het risico dat de klant kan en wil lopen met zijn beleggingsportefeuille'. En op pagina 48 is te lezen: 'De adviseur zal steeds (onderstreping TL) de beoordeling moeten maken of de gewijzigde omstandigheden aanleiding geven tot het aanpassen van de portefeuille'.<sup>19</sup> Natuurlijk zijn beide aanbevelingen ten aanzien van het monitoren onderwerpen waarvan iedere beleggingsonderneming zal stellen dat ze belangrijk zijn en opgevolgd moeten worden. Maar wat betekenen woorden als 'monitoren' en 'bewaken' in de praktijk? Hoe wordt dit geïmplementeerd en nagekomen? Ook duiden de woorden 'voortdurend' en 'steeds' op een repeterend gedrag. Dit betekent dat een beleggingsonderneming die ervoor kiest om alleen excellente beleggingstechnische advisering aan te bieden, toch gedwongen zal worden met een integrale blik naar de financiële omstandigheden van de cliënt te kijken.

Op de laatste pagina (28) van haar leidraad stelt de AFM: 'Nazorg maakt het immers mogelijk tijdig in te grijpen als dat nodig is'. Het woord 'ingrijpen' zorgt voor onduidelijkheid. Dit woord impliceert dat met een vooruitziende blik (quod non) transacties worden verricht teneinde de haalbaarheid van de financiële doelstelling te vergroten of zeker te stellen. Laat ik dit onderbouwen met een praktijkvoorbeeld. Een cliënt (60) belegt al jaren via een beleggingsonderneming. In 2001 is zijn beleggingshorizon op 7 jaar gesteld. Het belegbaar vermogen was € 300.000 en werd volledig in aandelen belegd. In 2010 wordt het dossier nog eens kritisch bezien. De doelstellingen worden opnieuw vastgesteld. De cliënt wil nu in 2020 zijn hypothecaire geldlening van € 200.000 aflossen. Echter, zijn belegbaar vermogen is gedaald naar € 100.000 (nog steeds in aandelen) door een aantal forse onttrekkingen. De beleggingsadviseur stelt direct vast dat dit zeer waarschijnlijk niet haalbaar zal zijn. Er zal toch in aandelen belegd gaan worden. Na enkele jaren daalt de aandelenmarkt fors. De haalbaarheid van de doelstelling wordt opnieuw vastgesteld. Deze is verslechterd. Wat nu te doen? Er wordt besloten om 60% in obligaties te beleggen à 2,5% effectief rendement per jaar. Na een tijd stijgt de rente.

17. Zie over de juridische werking van leidraden ook Giessen (2007), 'Alternatieve regelgeving in privaatrechtelijke verhoudingen' in *Handelingen Nederlandse Juristen-Vereeniging* 2007; K. Teuben, *Rechtshandelingen in het burgerlijk proces* Deventer: Kluwer 2005; A.J.C.C.M. Loonen, 'De vrijblijvende verplichtingen van leidraden in de financiële sector' in *Capita Civilogie* 2013.
18. Zie F.M.A.'t Hart, 'Ken-uw-client' in *MiFID, vanuit praktijk en theorie bezien* 2007, p. 99.
19. Zie ook Rechtbank Amsterdam 21 december 2005, *LJN AV1512 (Mulder-Driessen Pensioen B.V./Wijs & Van Oostveen B.V.)*; 'De omstandigheid dat het beleggingsbeleid ook tussentijds niet in overeenstemming is gebracht met de beleggingsdoelstelling van cliënt dient derhalve eveneens voor rekening van vermogensbeheerder X te blijven'.

En zo blijft de beleggingsadviseur achter de feiten aanlopen. Dit monitoren heeft dus alleen zin om ex post vast te stellen dat een doelstelling op dat moment nog wel haalbaar is of niet. Dat er vervolgens 'tijdig ingegrepen wordt' impliceert dat er defensiever belegd gaat worden, waarbij het de vraag is of dit op de langere termijn financieel voordelig uitpakt en de haalbaarheid van de doelstelling vergroot.

#### 4.2 Visiedocument 'Dienstverlening op maat'

In het door de AFM gepubliceerde document 'Dienstverlening op maat' (juli 2013) poogt de toezichthouder financiële dienstverleners ervan te overtuigen dat integrale advisering niet noodzakelijkerwijs de beste (en noodzakelijke) vorm van advisering is. Klaarblijkelijk is er veel kritiek gekomen vanuit de sector dat de implementatie van de leidraden 'De klant in beeld' en 'Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw' sterk kostenverhogend zouden werken. Met name het integrale adviseren (waarbij de gehele financiële situatie van de cliënt wordt meegewogen) zou op weerstand bij de instellingen (en cliënten) stuiten. De cliënt zou de kosten niet willen betalen. De toezichthouder stelt op pagina 5: '*Het klantbelang centraal stellen is echter niet per definitie gelijk aan het geven van integraal advies*'. Er wordt in dit document een poging gedaan de verplichtingen die voortvloeien uit de (bijzondere en verzwaarde) zorgplicht te verlichten. Zo is op pagina 11 van het document het volgende te lezen: '*Uw klant mag ervoor kiezen om een complex financieel instrument aan te schaffen zonder advies, terwijl hij wel op onderdelen wil worden geholpen. Hij kan bijvoorbeeld geholpen willen worden bij het helder krijgen van zijn financiële positie*'. Nu staat het werkwoord 'helpen' juridisch niet gelijk aan het werkwoord 'adviseren', zeker niet voor wat betreft de Wft.<sup>20</sup> Toch kan de praktische uitwerking een heel andere zijn. Stel dat een cliënt een gestructureerd beleggingsproduct wil aanschaffen, waarbij er een aanzienlijk kans is op koersverlies. Uit het 'helpen een overzicht krijgen van diens financiële positie' blijkt dat het te beleggen vermogen noodzakelijk is om zijn pensioen aan te vullen. Wat wordt verstaan onder 'helpen' en welke consequenties moet de beleggingsonderneming trekken uit verkregen informatie? De beleggingsonderneming is op de hoogte van de financiële positie (terwijl dit conform art. 4:24 Wft lid 4 bij execution only niet nodig is) maar zal hier niet op adviseren. Uit dit visiedocument komen diverse voorbeelden naar voren waarbij het (juridische) verschil tussen execution only en advisering lijkt te vervagen. Een ontwikkeling die zeker niet aangemoedigd moet worden. In het verleden zijn er talloze voorbeelden geweest waarbij een niet-strikte scheiding tussen deze diensten tot ongewenste situaties heeft geleid. Ook met de inzet van disclaimers zullen er diverse situaties zijn waarbij publiekrechtelijk er geen sprake is van advisering, maar er civielrechtelijk (al dan niet gecombineerd met tuchtrechtelijk) wel degelijk sprake is van verwijtbaar handelen. Denk binnen de Gedragscode DSI aan art. 7.2.1 en 7.2.2.<sup>21</sup>

Onduidelijk is ook hoe er alleen geholpen zou moeten worden bij het 'helder krijgen van de financiële positie'. Sterker: 'helder krijgen' lijkt op zijn minst begeleiding eventueel gevolgd door advisering te impliceren. In dit verband is de aanbeveling die wordt gedaan in de leidraad 'Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw' interessant. Op pagina 16 is te lezen: '*De financiële positie van de klant is bij advisering over vermogensopbouw één van de belangrij-*

*ste zaken om rekening mee te houden. De klant moet immers wel in de mogelijkheid zijn om vermogen op te bouwen. Inzicht in het netto besteedbaar inkomen, en de ontwikkeling daarvan, is daarom onontbeerlijk. (...) Het is daarom ook van belang om gebeurtenissen die de financiële positie van de klant kunnen beïnvloeden in kaart te brengen die relevant zijn voor de doelstelling waarvoor vermogen moet worden opgebouwd. Bijvoorbeeld het te verwachten toekomstige (pensioen)inkomen van de klant of het inkomen en vermogen als de klant eerder stopt met werken. De gevolgen van deze gebeurtenissen kunnen de risicobereidheid van de klant beïnvloeden, omdat de klant het op te bouwen vermogen bijvoorbeeld harden of eerder nodig heeft. Misschien is de klant genoodzaakt om eerder vermogen te onttrekken*'. Hieruit blijkt (terecht) dat alleen het inzichtelijk maken van de financiële situatie onvoldoende is, maar dat er op gehandeld moet worden in voorkomende gevallen. Deze leidraad heeft betrekking op advisering en niet op execution-only. Op pagina 10 van dit visiedocument staat vermeld: '*Bij beleggingsdienstverlening is het nodig om in de nazorg de beleggingen te monitoren op de kans op het behalen van het gewenste vermogen. Ook is het in deze fase nodig wijzigingen in risicobereidheid, financiële positie en doelstellingen bij te houden*'.

#### 4.3 De inspanningsverplichting nauw omschreven

Met de leidraden tracht de toezichthouder enerzijds gewenst (advies)gedrag te stimuleren, maar hij geeft ook impliciet invulling aan juridische begrippen als 'goed opdrachtnemerschap'<sup>22</sup> en 'redelijkheid en billijkheid'.<sup>23</sup> Het opvolgen van de aanbevelingen uit de leidraad van de AFM brengt ook een aantal (juridische) consequenties met zich mee. Daarbij beperk ik me tot de civielrechtelijke consequenties. De inspanningsverplichtingen worden steeds veelomvattender en ook nauwkeuriger beschreven. Het naleven van deze inspanningsverplichting is onder meer van belang voor een antwoord op de vraag of een cliënt zijn bank aansprakelijk kan stellen voor een tekortkoming in haar zorgplicht. Een inspanningsverplichting impliceert dat de bank zich zal moeten inspannen om een gewenst resultaat te behalen. Vergeleken met een resultaatsverplichting kent de inspanningsverplichting een minder vergaande verplichting: gaat het met een resultaatsverplichting om het bereikte versus het overeengekomen resultaat, voor een inspannings-

20. Zie in dit verband ook de bijdrage 'Zorgplicht van de aanbieder' van F.M.A. 't Hart in deze editie..
21. Art. 7.2.1: '*De Geregistreerde draagt er zorg voor dat hij in zijn relatie tot de cliënt diens belangen vooropstelt en de nodige zorgvuldigheid in zijn omgang met de cliënt betracht*'. Art. 7.2.2: '*De Geregistreerde dient zorgvuldig onderzoek te doen naar de financiële situatie van de cliënt, alvorens adviezen te geven of voor zijn cliënt uit hoofde van vermogensbeheer beleggingsbeslissingen te nemen. Hij houdt in zijn adviezen en beleggingsbeslissingen rekening met de ervaringen en doelstellingen van zijn cliënt*'.
22. Art. 7:401 BW: '*De opdrachtnemer moet bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht*'.
23. Art. 6:248 lid 2 BW: '*Een tussen partijen als gevolg van de overeenkomst geldende regel is niet van toepassing, voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn*'.

verplichting staat de geleverde inspanning centraal. Van Baalen (2006)<sup>24</sup> stelt over de inspanningsverplichting binnen beleggingsadvies: *'De functie van het advies is niet alleen de 'bescherming tegen risico's aan het nemen van beslissingen' (negatief element), maar juist ook om binnen de zojuist genoemde parameters binnen redelijke grenzen de beste beslissing aan te raden (positief element). Dit betekent dat bij een beleggingsadvies getracht moet worden (inspanningsverplichting) het meeste rendement binnen de door de belegger aangegeven parameters te halen uit zijn vermogen'*. In de praktijk is het belangrijkste verschil de bewijsplicht van de cliënt. Bij schending van een inspanningsverplichting is het aan de cliënt om te stellen en te bewijzen dat de beleggingsonderneming zich onvoldoende heeft ingespannen.<sup>25</sup> Bij een resultaatsverplichting hoeft de cliënt slechts te stellen dat de beleggingsonderneming het resultaat niet heeft behaald. Er zijn in de praktijk een aantal verplichtingen die, bij niet-naleven, leiden tot aansprakelijkheid van de beleggingsonderneming. Denk aan het niet naleven van dekkingsverplichtingen (margin, krediet), het afnemen van de saldo-toets, handhaven van overeengekomen bandbreedtes en het naleven van beleggingsrestricties. Passende advisering daartegen kan niet als een onderdeel van de resultaatsverplichting, aangezien het wel- of niet voldoen hieraan sterk afhankelijk is van de omstandigheden van het geval en dus op zijn merites beoordeeld dient te worden.

Uit jurisprudentie blijkt echter dat waar een inspanning gewoonlijk leidt tot een bepaald resultaat, het aan de beleggingsonderneming is om uit te leggen hoe het komt dat zijn inspanning niet tot het gewenste resultaat heeft geleid.<sup>26</sup> Met de komst van de leidraden van de AFM worden open normen nauwgezet ingevuld zonder dat hier een direct wettelijke grond voor is.<sup>27</sup> Door deze nauwgezette invulling van open normen wordt de inspanningsverplichting (die nu ruim gedefinieerd is) steeds nadrukkelijker ingevuld en (ex post) toetsbaar. Hierdoor komt een resultaatsverplichting steeds meer in zicht en wordt het voor de cliënt eenvoudiger aan te tonen dat niet is voldaan aan de inspanningsverplichtingen.

#### 4.4 Juridische reflex

Daar waar inkomsten onder druk komen te staan zullen beleggingsondernemingen de (juridische en operationele) kosten van beleggingsadvies onder controle willen houden. Dit kan impliceren dat afwijkingen op het (centrale) beleggingsbeleid minder toegestaan zullen worden door de beleggingsonderneming of dat diepgaande inventarisatie van de financiële positie van de cliënt (en het regelmatig actualiseren daarvan) geen onderdeel meer vormt van de beleggingsdienstverlening. Hierdoor ontstaat de kans dat de beleggingsonderneming in een juridische reflex schiet: er wordt bij voorkeur alleen nog een defensief beleggingsprofiel aangemeten.<sup>28</sup> Dit terwijl er valide financiële redenen kunnen zijn om juist meer onzekerheid te accepteren met het pensioengeld. Sterker nog, juist in dit financieel/economisch redeneren is de meerwaarde van een beleggingsadvies te vinden. In het AFM-visiedocument 'Dienstverlening op maat' is een voorbeeld te lezen waarbij een cliënt van 58 jaar oud met een ruime kennis en ervaring met beleggen aangeeft € 40.000 te willen beleggen. Dit vermogen wil hij offensief beleggen gedurende zeven à negen jaar en het dient ter aanvulling van het pensioen. Hij denkt € 70.000 nodig te hebben. De AFM stelt in haar visiedocument dat er maximaal defensief<sup>29</sup> belegd zou kunnen worden, gezien de relatief

korte horizon gecombineerd met de doelstelling (aanvulling op pensioen). De kans echter dat de cliënt deze aanvulling gaat behalen met een defensief profiel is klein. Dat speculeren hier niet past staat buiten discussie, maar het compenseren van vermogensrendementsheffing, inflatie en advieskosten vereist dat het rendement hoger zal moeten liggen dan te behalen is met alleen met een defensief profiel met (overwegend) (staats)obligaties. Een zorgvuldige analyse (eventueel met behulp van scenarioanalyse) zou voor meerwaarde moeten zorgen.

## 5. Voorbeelden uit de rechtspraak

In dit hoofdstuk bespreek ik enkele recente uitspraken van de burgerlijke rechter en het Kifid die van belang kunnen zijn in de dagelijkse praktijk van beleggingsadvisering.

### 5.1 Informatie verstrekken en de geschiktheids-toetsing

Nu ik heb betoogd dat advisering voor slechts een kleinere groep toegankelijk blijft, zal een beleggingsonderneming haar execution only cliënten mogelijk meer (beleggings)informatie gaan verstrekken. Dit is immers de manier om deze cliënten –geheel zelfstandig– beleggingsbeslissingen te laten nemen, maar wel hierbij te ondersteunen. Dat het van belang is het verschil tussen informeren, opiniëren en adviseren scherp te stellen blijkt onder andere uit de volgende uitspraak van de Geschillencommissie Kifid.<sup>30</sup> Hieruit blijkt

24. S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, Deventer: Kluwer 2006.
25. Bij een beleggingsadviesrelatie is de bank op dezelfde wijze als de belegger op de hoogte van de resultaten van de beleggingen. Volgens AG De Vries Lentsch-Kostense (HR 8 februari 2013, L/JN BX7846) stelt: *'De bank zal gelet op zijn bijzondere deskundigheid veelal zelfs beter dan de cliënt moeten en kunnen beseffen dat sprake kan zijn of is van non-conformiteit vanwege een gebrekkige prestatie. Een belangrijke rol speelt naar mijn oordeel in dit verband ook de aard van de aan de bank verweten schending van de zorgplicht'*.
26. Zie Moerel en Van Reeken, *Outsourcing: een juridische gids voor de praktijk*, Deventer: Kluwer 2009, p. 119-120, 2009.
27. Zie in dit verband ook V.Y.E. Caria en T.C.A. Dijkhuizen, 'Bestaan open normen in de Wft nog wel?' in *Gedurfde essays over financieel toezichtrecht* (Lumstrumbundel 2012, Vereniging voor Effectenrecht), deel 113, p. 183-199). Hierin constateren de auteurs: *'Open normen die bedoeld zijn om aan partijen een grotere interpretatievrijheid te laten en tevens ervoor zorgen dat in praktijk minder leemtes zouden moeten ontstaan, blijken in diezelfde praktijk door toezichthoudende autoriteiten omgezet te worden in gedetailleerde voorschriften'*. Om te concluderen: *'Hierdoor zou het gevaar kunnen ontstaan dat de toezichthouder zijn eigen, meer gedetailleerde invulling van de norm tot standaard verheft en het open karakter van de norm naar de achtergrond verdwijnt'*.
28. Ook wel 'chilling effect' genoemd. Zie Van Boom et al., 'Gedrag en Privaatrecht, over gedragspresumpties en gedragseffecten bij privaatrechtelijke leerstukken', Boom Juridische Uitgevers, 2008.
29. Daarbij is het uiteraard van belang vast te stellen waar een defensief profiel uit bestaat. Ik ga hier uit van een opbouw uit overwegend vastrentende waarden en een jaarlijks meetkundig rendement van 3% voor kosten.
30. Geschillencommissie Kifid 2011-326 (17 november 2011).



dat 'Indien Aangeslotene heeft bedoeld Consument, buiten de beleggingsrelatie om en zonder een voorafgaande controle op passendheid bij beleggingsprofiel en -portefeuille, reclame toe te zenden over een beleggingsproduct, dan had zij dat daarin expliciet dienen te vermelden. (...) Omdat Aangeslotene deze informatie niet heeft verstrekt, en Consument, zoals in deze alinea toegelicht, er bovendien niet op bedacht hoefde te zijn dat zij reclame ontving die niet op haar was afgestemd, mocht Consument er gerechtvaardigd op vertrouwen dat Aangeslotene haar adviseerde te beleggen in Vastgoedmaatschap [X] en dat Aangeslotene bij dat advies rekening heeft gehouden met haar beleggingsprofiel en -portefeuille'. Anders gesteld: wordt er beleggingsinformatie verstrekt zonder dat er expliciet gemeld wordt dat de passendheid van een beleggingsproduct of geschiktheid van een beleggingsinstrument getoetst wordt, dan mag de cliënt aannemen dat deze toetsing wel heeft plaatsgevonden. De eigen verantwoordelijkheid van de cliënt speelt ook hier een rol. Uit dezelfde Kifid-uitspraak blijkt er veel informatie (brochure, prospectus en financiële bijsluiting) is verstrekt. Dat de cliënt –zonder nadere informatie te verzoeken– het aanvraagformulier tekent, brengt een zekere mate van eigen verantwoordelijkheid met zich mee (in casu 25% van de geleden schade).

Het simpele feit dat er (schriftelijke) informatie wordt verstrekt aan een cliënt betekent niet automatisch dat een beleggingsonderneming succesvol een beroep kan doen op de eigen verantwoordelijkheid van de belegger. Dat de verantwoordelijkheid hier voor de beleggingsonderneming groter is dan voor de beleggingsadviescliënt blijkt te meer uit het arrest van de Hoge Raad.<sup>31</sup> Zij oordeelt: 'Gelet op deze adviesrelatie, behoeften [verweerder] c.s. uit het feit dat een groot deel van hun belegbaar vermogen zou worden belegd in zakelijke waarden (62% aandelen en 10% onroerend goed fondsen), nog niet af te leiden dat deze beleggingen niet zouden passen bij hun bij de Bank kenbare beleggingsdoelstelling (aanvulling op het inkomen en pensioen). De omstandigheid dat [verweerder 1] bij zijn met de Bank op 24 september en 14 oktober 1999 gevoerde gesprekken zijn bedenkingen heeft geuit over het feit dat in het beleggingsvoorstel van de Bank een veel te groot deel aandelen was opgenomen, betekent evenmin dat [verweerder] c.s. zich toen al moeten hebben gerealiseerd dat het advies gebrekkig zou kunnen zijn'.

## 5.2 Inspanning concreet omschreven

In voorgenoemde zaak was de inspanningsverplichting ook (onweersproken) duidelijk omschreven. Zo zou zijn afgesproken dat er tussen de belegger en de beleggingsadviseurs iedere maand contact zou zijn om de beleggingsportefeuille door te nemen teneinde te voorkomen dat het vermogen van belegger nog verder zou verdampen. Dit is niet weersproken. Daarna bezoekt de belegger nog een beleggingsbijeenkomst in januari 2001. Ook hier krijgen de toehoorders het advies hun aandelen te houden omdat de Bank verbetering verwachtte. De bank voorspelde dat de AEX aan het einde van het jaar op 750 punten zou staan en naar verwachting mogelijk zelfs op 800. De Hoge Raad<sup>32</sup> overweegt als volgt: '(...)ziet het oordeel van het hof daarop dat de Bank een onjuist advies heeft gegeven en daarbij ten onrechte niet heeft gewaarschuwd voor de risico's die aan het volgen van dat advies waren verbonden. (...)Hierin ligt besloten dat [verweerder] c.s. bij een juist advies of een adequate waar-

schuwing ervoor zouden hebben gekozen om op deze wijze (slechts 30% van het vermogen in zakelijke waarden, TL) te beleggen, omdat die wijze van beleggen het beste bij hun beleggingsdoelstelling paste'. De AG mr. De Vries Lentsch-Kostense stelt in overweging 23: 'De cliënt zal - in het bijzonder gelet op de zorgplicht van de bank en op de deskundigheid die van de bank kan worden verlangd - in het algemeen mogen afgaan op de juistheid van de hem in dit verband door de bank gedane mededelingen, zeker als die mogen worden opgevat als geruststellende mededelingen'. De inspanningsverplichting is hier dus concreet gemaakt. Er zou iedere maand contact opgenomen worden door de beleggingsadviseurs. In een zaak die speelde voor de rechtbank Haarlem<sup>33</sup> probeert een klagende belegger ex post deze inspanningsverplichting in de schoenen van de vermogensbeheerder te schuiven. De rechtbank oordeelt hierover als volgt: 'Via deze overzichten en on-line kon [eiser] de ontwikkeling van de koersen in zijn portefeuille volgen. De rechtbank is van oordeel dat [eiser], mede gelet op de informatie die [verweerder] hem ter beschikking heeft gesteld, onvoldoende concreet is geweest bij het formuleren van dit verwijt. Hij maakt niet inzichtelijk wanneer [verweerder] wat precies aan [eiser] had moeten melden, en welke schade [eiser] heeft geleden als gevolg van deze gestelde omissie aan de zijde van [verweerder]. Aan dit verwijt van [eiser] gaat de rechtbank dan ook voorbij.' Als er dus een afspraak wordt gemaakt om periodiek overleg te plegen over de beleggingen, dan zou dit gecommuniceerd en vastgelegd moeten worden door partijen.

## 5.3 Waarschuwingsverplichting

De Commissie van Beroep Kifid oordeelt in een zaak<sup>34</sup> waarbij een belegger geadviseerd zou zijn om in één garantieproduct van één uitgevende instelling te beleggen. Deze belegger had aangegeven 'voorzichtig' te willen beleggen. Volgens de Commissie had dit advies bij voorkeur vergezeld moeten gaan van een schriftelijke waarschuwing voor deze eenzijdige belegging. Echter, wordt er mondeling gewaarschuwd, dan zal dit ook gepaard moeten gaan met de 'vereiste nadruk en duidelijkheid'. Daarbij achtte de Commissie het van belang dat de gegeven antwoorden in de risicovragenlijst op gespannen voet stonden met het voorgenomen besluit om eenzijdig te beleggen. De cliënt had immers ingevuld dat hij een vaste inkomstenbron wilde, geen ervaring had met beleggen en vermogensgroei wilde op langere termijn. Ook gaf hij aan geen waardedaling te willen. De bank in kwestie had hiertegen actief moeten waarschuwen. Overigens valt uit dezelfde uitspraak op te maken dat het aanbevelingswaardig is dat een waarschuwing tegenover een cliënt (ook) schriftelijk wordt vastgelegd. Of hiermee bedoeld wordt dat een waarschuwing mondeling mag worden verstrekt en vervolgens in een gespreksverslag moet worden vastgelegd wordt hiermee niet geheel duidelijk.

31. Hoge Raad 8 februari 2013, L/JN BX7846 (Van Lanschot Bankiers N.V./x en M.A.I.G. Holdingmaatschappij B.V.). ()
32. Zie voetnoot 31.
33. Rechtbank Haarlem 13 juni 2012, L/JN BW8562 (X/Wilgenhaege Vermogensbeheer B.V.). ()
34. Commissie van Beroep Kifid, uitspraak 2012-22 (19/11/2012).



Wat wel duidelijk is, is dat de reactie van de cliënt op deze (mondelijke) waarschuwing gedocumenteerd moet worden. Daarmee is vervolgens ex post aan te tonen of de cliënt de waarschuwing heeft begrepen en op welke gronden hij vervolgens (zelfstandig) heeft beslist om deze waarschuwing al dan niet in de wind te slaan.

En wat in de situatie dat de cliënt buiten zijn risicoprofiel (bandbreedtes) wenst te beleggen? Een veel voorkomende situatie. Moet er dan alleen gewaarschuwd worden of moet zelfs een order geweigerd worden? Gerechtshof Amsterdam<sup>35</sup> oordeelt hierover: *'[Appellant] kan evenmin worden gevolgd in zijn betoog dat ABN AMRO Bank desnoods had moeten weigeren bepaalde, met het niet vastgestelde risicoprofiel onverenigbare, opdrachten uit te voeren. Bij (kenmerk) onverenigbaarheid van een door de belegger verlangde transactie met het van hem bekende risicoprofiel zal de beleggingsadviseur in beginsel aan de ten opzichte van de belegger in acht te nemen zorgvuldigheidsnorm kunnen voldoen door het geven van een waarschuwing. De zorgvuldigheid die een financiële dienstverlener jegens zijn (niet-professionele) wederpartij dient te betrachten, gaat in beginsel niet zó ver dat de uitvoering van door die wederpartij verlangde effectenorders moet worden geweigerd op de enkele grond dat zij (met hun voorzienbare gevolgen) onverenigbaar zijn met het van hem bekende risicoprofiel'*. Volgens het gerechtshof zou een beursorder alleen moeten worden geweigerd in uitzonderlijke situaties: *'indien de dienstverlener er rekening mee moet houden dat zijn cliënt de voorzienbare gevolgen van de voorgenomen transactie niet kan dragen, kan de hier besproken zorgplicht onder omstandigheden, wellicht ook buiten de gevallen die eerder waren voorzien in art. 28, tweede lid NR 1999 en thans in art. 85 Besluit gedrags toezicht financiële ondernemingen, meebrengen dat uitvoering van de opgegeven order moet worden geweigerd'*.

## 6. Afsluitende opmerkingen

Ik besluit deze bijdrage met enkele opmerkingen:

1. Beleggingsondernemingen wijzigen hun verdienmodel van een transactiedreven naar een (beleggings) dienstgedreven model (en gaan een vaste adviesvergoeding berekenen). Het eerste cruciale moment zal het jaar 2014 zijn. De cliënten hebben dan deze vaste adviesvergoeding een tijd betaald en zullen een kosten/batenafweging gaan maken. Indien de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur niet concreet is gebleken, bestaat er een aanzienlijke kans dat de relatie met de cliënt onder druk komt te staan.
2. De beleggingsadviseur wil enerzijds een specialist in beleggingen zijn, maar anderzijds de rol van algehele vertrouwensadviseur vervullen. Indien de beleggingsonderneming hierin geen keuze maakt, zal de beleggingsadviseur beide rollen verliezen. Immers: van een specialist in beleggen wordt een voortdurende toewijding aan de technische aspecten van beleggen geëist. Denk hierbij aan het verrichten van macro, meso en micro economische analyses. Voor de rol van algeheel vertrouwensadviseur waarbij een actueel financieel totaaloverzicht van groot belang is, is de beleggingsadviseur veelal niet geëquipeerd. Technisch noch qua vaardigheden. Hybride dienstverleningsmodellen liggen dan ook meer voor de hand.
3. De beleggingsonderneming zou bewuste en duidelijke keuzes moeten maken in zijn doelgroepbenadering en daaraan een passende beleggingsaanpak moeten verbinden. Daarbij zou de beleggingsonderneming niet, omwille van kostenbeheersing, automatisch voor voorzichtige juridische oplossingen moeten gaan. Dit kan tot financiële catastrofes leiden.
4. Inspanningsverplichtingen worden steeds nauwkeuriger omschreven. Non-specifieke inspanningen als 'voortdurende risicomonitoring', 'periodiek geschiktheid beoordelen' en 'ingrijpen als dat nodig is' zouden niet zomaar overeengekomen moeten worden met cliënten. Zo trof ik in een schriftelijke reclameuiting van een Nederlandse grootbank de volgende zinsnede aan: *'De kracht van (naam dienstverlening) is het continu monitoren van de klantsituatie'* om te vervolgen *'We hebben als team continu contact met de klant'*. Met het woord 'continu' probeert de bank in kwestie klaarblijkelijk de intensieve communicatie tussen bank en cliënt te benadrukken. Echter, een zin later stelt de bank: *'Zo nemen we jaarlijks het financieel plan opnieuw door om te kijken of het nog aan de eisen en wensen van de klant voldoet'*. Hoe 'jaarlijks' zich verhoudt tot 'continu' is mij onduidelijk. De beleggingsonderneming zou er verstandiger aan doen concrete inspanningsverplichtingen overeen te komen met de cliënt teneinde misverstanden of te hoge verwachtingen te voorkomen. Hier zou een zogenaamd 'IPS' (Investment Policy Statement) een geschikt document voor kunnen zijn; een set van persoonlijke afspraken tussen de cliënt en de beleggingsonderneming waarin het beleid en de procedures voor het vermogensbeheer of beleggingsadvies zijn vastgelegd.<sup>36</sup>

35. Gerechtshof Amsterdam 31 januari 2012, *LJN BV7171 (X/ ABNAMRO Bank N.V.)*. ()

36. Zie bijv. [www.ipsadvisorpro.com](http://www.ipsadvisorpro.com).