

Jurisprudentie over het risico-profiel

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

Eind 2009 heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een consultatiedocument gepubliceerd waarin zij haar visie over de risicoprofielen bekend maakt. Met name de inhoud van het risicoprofiel en de wijze waarop dit moest worden gecommuniceerd vormde de kern van het consultatiedocument. Dit document heeft tot ophef geleid in de financiële sector. Zowel bijval als kritiek viel de AFM ten deel. In november 2010 is, na veel overleg met marktpartijen en belangengroepen, de uiteindelijke leidraad 'Informatie over risicoprofielen' gepubliceerd, waarbij de uiteindelijke leidraad behoorlijk afwijkt van die in het consultatiedocument. Over deze leidraad is al het nodige geschreven en ook aan de publiekrechtelijke grondslagen van het ken-uw-cliënt beginsel is veel aandacht besteed. In deze bijdrage zal met name stilgestaan worden bij de verplichtingen omtrent het risicoprofiel die voortvloeien uit civielrechtelijke uitspraken van de rechterlijke macht en uitspraken van het Kifid. Dit in een poging richting te geven aan beleggingsondernemingen over de verplichtingen die op hen rusten bij het opstellen van een risicoprofiel. En zoals u zult lezen mogen deze verplichtingen niet onderschat worden.

1. Inleiding tot de wettelijke verplichting

1.1. Verplichting tot het inwinnen informatie¹

De publiekrechtelijke grondslag voor het ken-uw-cliënt beginsel werd geïntroduceerd met de invoering van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999.² Beleggingsondernemingen werden verplicht om, voorafgaand aan hun dienstverlening, informatie in te winnen over de ervaring, financiële positie en beleggingsdoelstelling van hun cliënten. In art. 4:23 lid 1 sub a Wet op het financieel toezicht (Wft) is de actuele winverplichting van een beleggingsonderneming te lezen.³ Een beleggingsonderneming moet, voor zover redelijkerwijs relevant, ten minste informatie inwinnen over vijf persoonlijke omstandigheden van de cliënt alvorens haar diensten te verlenen. Het gaat om de volgende omstandigheden:

1. de financiële positie
2. de risicobereidheid
3. de kennis
4. de ervaring
5. de doelstellingen

De beleggingsonderneming mag alleen bij execution-only dienstverlening volstaan met het inwinnen van informatie over de kennis en ervaring van de cliënt.⁴

Art. 80c lid 1 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo) schrijft voor dat de *hoeveelheid* in te winnen informatie evenredig is aan: (i) soort cliënt, (ii) aard en omvang van de beleggingsdiensten, (iii) het beoogde soort fi-

nanciële instrument, (iv) de complexiteit ervan en (v) de daarmee samenhangende risico's. Het tweede lid van art. 80c Bgfo schrijft verder voor dat de in te winnen informatie gegevens dient te bevatten over (i) soort beleggingsdiensten en financiële instrumenten waarmee de cliënt vertrouwd is, (ii) aard, volume en frequentie van transacties en de periode waarin deze verricht zijn en (iii) opleiding en beroep en voor zover relevant, het vorige beroep van de cliënt.

Een aantal aspecten verdient bijzondere aandacht. Het eerste aspect is dat het beleggingsondernemingen niet geoorloofd is om cliënten aan te moedigen de in te winnen informatie niet te verstrekken.⁵ Het tweede aspect is dat de beleggingsonderneming mag vertrouwen op de door de cliënt verstrekte informatie tenzij de beleggingsonderneming weet of behoort te weten dat de verstrekte informatie gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is.⁶ Het derde aspect is dat indien de cliënt weigert de verzochte informatie te verstrekken, de beleggingsonderneming haar dienstverlening dient te weigeren.⁷ Deze weigeringsplicht geldt niet in het geval van exe-

* Tom Loonen is Chief Risk & Investment Officer bij My-PrivateCFO Services (een nieuw Family Office concept). Voorts is hij lid van de Tucht- en Geschillencommissie DSI en het College van Beroep FFP. Hij is als research fellow verbonden aan de Universiteit van Amsterdam. Voor de rechtbanken Amsterdam en Haarlem, alsmede het Gerechtshof 's-Hertogenbosch is hij Gerechtelijk Deskundige. Tot slot is hij lid van de redactie van het *TvCo*. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

1. Deze paragraaf is deels overgenomen uit het artikel 'Het 'ken-uw-cliënt'-beginsel bezien', F.M.A. 't Hart, A.J.C.C.M. Loonen in het boek *Beleggingsdienstverlening in het MiFID-tijdperk*, p. 83-98, NIBE-SVV, 2008.
2. Strikt genomen schreef het bepaalde in art. 24 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 voor dat een effecteninstelling zich diende te houden aan het 'ken-uw-cliënt'-beginsel conform nader te bepalen regels. Deze nader te bepalen regels werden pas in 1999 geïntroduceerd.
3. Zie in dit verband ook het boetesluit van de AFM tegen Wilgenhaege Vermogensbeheer B.V. van 30 juni 2010. Dit boetesluit is gebaseerd op een onderzoek naar zeventien cliëntendossiers. De AFM stelt een aantal bevindingen te hebben gedaan die betrekking hadden op het onvoldoende inwinnen van informatie over de risicobereidheid, de doelstellingen en de financiële positie van de cliënt, zoals vastgelegd in art. 4:23 lid 1 Wft.
4. Art. 4:24 lid 1 Wft.
5. Art. 80c lid 2 Bgfo.
6. Art. 80c lid 3 Bgfo.
7. Nota van toelichting Bgfo, p. 98.



cution-only dienstverlening. De beleggingsonderneming kan dan volstaan door de cliënt te waarschuwen dat zij niet in staat is na te gaan of de verzochte dienstverlening wel 'passend' is.⁸

1.2. Oordeelsvorming

Beleggingsondernemingen zijn verplicht om te toetsen of de voorgenomen dienstverlening aansluit bij het profiel van de cliënt. In geval van execution-only dienstverlening wordt deze toets de gepastheidstoets ('appropriateness') genoemd en bij beleggingsadvies of vermogensbeheer wordt dit de geschiktheidstoets ('suitability') genoemd. Deze zogenaamde suitability- en appropriateness-toets ligt met name besloten in het bepaalde van art. 80a Bgfo dat aan beleggingsondernemingen drie specifieke plichten tot oordeelsvorming oplegt.

Ten eerste heeft de beleggingsonderneming de plicht om, aan de hand van ingewonnen informatie, een dusdanig inzicht te verkrijgen zodat zij ervan uit mag gaan dat de transactie voldoet aan de doelstelling.⁹ Dit inzicht moet mede gebaseerd zijn op (i) de beleggingsdoelstelling, (ii) de beleggingshorizon en (iii) de risicobereidheid van de cliënt.¹⁰ Ten tweede dient de beleggingsonderneming een dusdanig inzicht te verkrijgen dat deze ervan uit mag gaan dat de cliënt, in aanmerking nemende beleggingsdoelstelling, alle met zijn beleggingsdoelstelling samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen.¹¹ Daartoe dient de beleggingsonderneming onder andere inzicht te verkrijgen in (i) bron en omvang van de periodieke inkomsten van de cliënt, (ii) zijn vermogen en (iii) zijn financiële verplichtingen. Ook deze informatie zal de beleggingsonderneming derhalve moeten inwinnen.¹² Ten derde dient de beleggingsonderneming in staat te zijn om vast te stellen dat de geadviseerde transactie of transacties in het kader van het gevoerde beheer van dien aard is dat de cliënt, gelet op diens ervaring en kennis, kan begrijpen welke risico's daaraan verbonden zijn.¹³

De gedachte achter de geschiktheids- of passendheidstoets is dat de beleggingsonderneming beter dan de cliënt kan beoordelen of de voorgenomen dienstverlening of belegging aansluit bij zijn (financiële) behoefte. In geval van execution only dienstverlening dient de beleggingsonderneming de cliënt te waarschuwen indien deze toets een negatief resultaat heeft. De Wft bevat geen voorschriften ten aanzien van de vraag hoe een beleggingsonderneming dient te handelen indien een negatief resultaat zich voordoet bij beleggingsadvies of vermogensbeheer. In de praktijk zal een negatieve toets bij deze vormen van dienstverlening erin kunnen resulteren dat de beleggingsonderneming in contact treedt met de cliënt om te bepalen welke beleggingsdienst of welke beleggingen wel aansluiten bij zijn (financiële) behoefte. Onder bepaalde omstandigheden is het ook denkbaar dat de beleggingsonderneming de cliënt afraadt te beleggen of de verzochte dienstverlening zelfs weigert.

2. Invulling van de ken-uw-client verplichtingen in de praktijk

Het is vanaf het moment dat informatie over ervaring, financiële positie en beleggingsdoelstelling van particuliere beleggers moet worden vastgelegd dat het risicoprofiel, gebaseerd op een aantal gestandaardiseerde vragen een centrale rol speelt in de beleggingsadvisering en het vermogensbe-

heer. Nadat de veelal multiplechoicevragen zijn ingevuld wordt het risicoprofiel op basis van een puntentelling aan de belegger toegekend. Dit risicoprofiel is in de meeste gevallen direct verbonden aan een vermogensverdeling. De wijze waarop dat profiel tot stand komt verschilt sterk per instelling. Zo blijkt uit een empirisch onderzoek¹⁴ onder zes beleggingsondernemingen dat het aantal gehanteerde multiplechoicevragen kan verschillen van 9 tot 26.¹⁵ Ook het aantal open vragen verschilt per beleggingsonderneming. Op basis van het eerder genoemde onderzoek blijken er beleggingsondernemingen te zijn die geen open vragen stellen, maar ook beleggingsondernemingen die zes open vragen stellen. Ook de puntentoekening en berekenmethodiek verschilt sterk binnen de financiële sector. In tabel 1 is dit duidelijk waar te nemen.¹⁶

8. Art. 4:24 lid 3 Wft.

9. Art. 80a lid 1 sub a Bgfo.

10. Art. 80a lid 2 Bgfo.

11. Art. 80a lid 1 sub b Bgfo.

12. Art. 80a lid 3 Bgfo.

13. Art. 80a lid 1 sub c Bgfo.

14. Zie F.M.A. 't Hart & A.J.C.C.M. Loonen (2008), p. 87-88.

15. Zie in dit verband het boetebesluit van de AFM gericht aan Lancelot Vermogensbeheer B.V. van 15 juli 2010. Interessant in dit verband is de opmerking van de AFM op p. 5 en 6 van dit boetebesluit over de antwoorden op de meerkeuzevragen die Lancelot voorlegt aan cliënten. De mogelijke antwoorden op de vragen zouden onvoldoende specifiek of concreet zijn.

16. Zie D.J.J. Bertens, *Risicoprofielen in perspectief; Een nadere kijk op de betekenis en het gebruik van risicoprofielen bij Nederlandse beleggingsondernemingen* (diss. VU), 29 september 2010, p. 31 e.v.



	BO ¹⁷ A	BO B	BO C	BO D	BO E	BO F
Benaming vragenlijst	Beleggers profiel	Persoonlijk beleggers-profiel	Doelrisico profiel	Profiel bepaler	Risico profiel	Beleggings-profiel
Aantal vragen ter bepaling risicoprofiel	9	12	6	15	12	9
Puntenrange	0 t/m 400	0 t/m 66	Onbekend	0 t/m 150	0 t/m 45	0 t/m 78
Meer punten betekent...	Defensiever	Offensiever	Onbekend	Defensiever	Offensiever	Offensiever
Aanvullende vragen inzake kennis en ervaring	4	-	-	-	3	-

Tabel 1. Overzicht van de onderzochte vragenlijsten (bron: D.J.J. Bertens, 2010)

Dat niet alleen de aard en het aantal vragen per beleggingsonderneming varieert, maar vooral ook de beleggingstechnische invulling van de resultante van deze vragen blijkt uit een recent onderzoek.¹⁸ Hieruit blijkt dat de concrete beleggingstechnische invulling van een risicoprofiel per beleggingsonderneming sterk verschilt. Anders geformuleerd: bij de ene beleggingsonderneming kan het meest defensieve profiel bestaan uit 100% spaargeld, terwijl een andere beleggingsonderneming 10% aandelen, 35% obligaties, 10% onroerend goed/alternatieve beleggingen en 45% liquiditei-

ten adviseert (tabel 2). Vanzelfsprekend kan dit aanzienlijke verschillen in de uitkomst van de beleggingen met zich meebrengen.

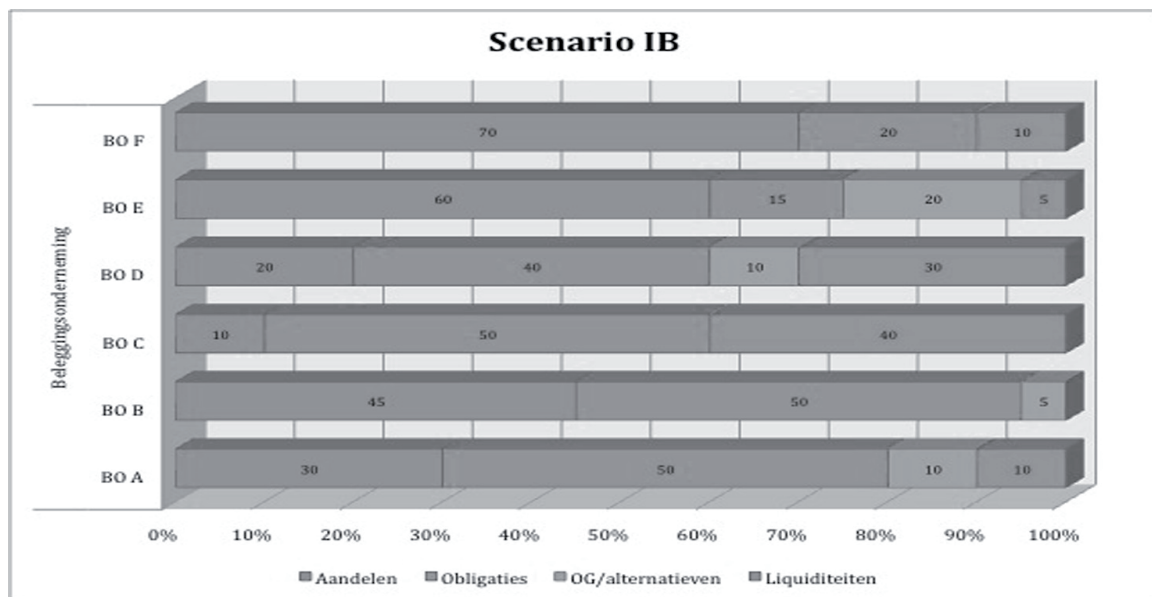
Ook blijkt dat het doel (niet tijdsgebonden) of de doelstelling (tijdsgebonden) van het vermogen van invloed kan zijn voor de toewijzing van het risicoprofiel. Zo blijkt dat beleggingsondernemingen sturend werken bij het bepalen van de risicoprofielen. Indien een natuurlijk persoon (met een ruime beleggingskennis en ervaring) de zes onderzochte vragenlijsten invult alsof het vermogen bedoeld is voor (aan-

B0	Asset categorie	Risico	Laag	<---	---	---	---	--->	Hoog
A	Aandelen	0%	15%	30%	50%	70%	100%		
	Obligaties	60%	50%	50%	35%	15%	0%		
	OG/alternatieven	0%	5%	10%	10%	10%	0%		
	Liquiditeiten	40%	30%	10%	5%	5%	0%		
B	Aandelen	0%	20%	45%	70%	100%			
	Obligaties	50%	75%	50%	25%	0%			
	OG/alternatieven	0%	5%	5%	5%	0%			
	Liquiditeiten	50%	0%	0%	0%	0%			
C	Aandelen	0%	10%	30%	45%	70%	90%	n.v.t.	
	Obligaties	0%	50%	40%	40%	20%	0%	n.v.t.	
	OG/alternatieven	0%	0%	0%	0%	0%	0%	n.v.t.	
	Liquiditeiten	100%	40%	30%	15%	10%	10%	n.v.t.	
D	Aandelen	10%	20%	35%	50%	80%			
	Obligaties	35%	40%	30%	25%	10%			
	OG/alternatieven	10%	10%	15%	15%	10%			
	Liquiditeiten	45%	30%	20%	10%	0%			
E	Aandelen	0%	20%	45%	60%	80%			
	Obligaties	85%	65%	35%	15%	0%			
	OG/alternatieven	5%	10%	15%	20%	15%			
	Liquiditeiten	10%	5%	5%	5%	5%			
F	Aandelen	0%	10%	30%	45%	70%	90%		
	Obligaties	0%	50%	40%	40%	20%	0%		
	OG/alternatieven	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
	Liquiditeiten	100%	40%	30%	15%	10%	10%		

Tabel 2. Overzicht van de strategische asset allocatie per profiel per beleggingsonderneming (bron: D.J.J. Bertens, 2010)

17. BO staat voor Beleggingsonderneming.

18. Zie D.J.J. Bertens (p. 34 e.v.), F. van Raaij en T. Loonen, 'Risicoprofielen onderling weinig consistent', *ESB* 93 (4545), 17 oktober 2008.



Tabel 3. Overzicht van geadviseerde vermogensverdeling bij doel: (aanvullend) pensioen (bron: D.J.J. Bertens, 2010)

vullend) pensioen (tabel 3), dan varieert het percentage aandelen dat deze persoon geadviseerd krijgt sterk (beleggingsonderneming C adviseert 10% aandelen, beleggingsonderneming F adviseert 70% aandelen).

Ook in deze situatie kan het dus aanzienlijke verschillen opleveren indien deze persoon door beleggingsonderneming C of door beleggingsonderneming F wordt geadviseerd.

3. Aanbevelingen op basis van jurisprudentie burgerlijke rechter en uitspraken KiFID

3.1. Tekenen van het risicoprofiel

In de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en de Nadere regeling toezicht effectenverkeer was geen verplichting opgenomen het risicoprofiel voor te leggen aan de cliënt, laat staan dat er een verplichting bestond het door de cliënt te laten tekenen. Volstaan werd met een opmerking in de toelichting op de Nadere regeling dat het was aanbevolen het profiel voor te leggen aan de cliënt. Ook is er, voorzover bekend, niet veel jurisprudentie over het al dan niet laten tekenen van een risicoprofiel. In 2003 is er een uitspraak gedaan (KCD 03-112) waarin de klachtencommissie een opmerking maakt over een belegger die het risicoprofiel niet heeft teruggestuurd naar de beleggingsonderneming. Zij oordeelt:

‘Onweersproken is dat klagers de hun medio 2000 toegestuurde risico inventarisatieformulieren niet hebben geretourneerd zodat verweerder niet in de gelegenheid is geweest zijn advisering bij te stellen indien het vastgelegde risicoprofiel daartoe aanleiding zou hebben gegeven. De stelling van klagers dat de gegeven adviezen niet stroken met het risicoprofiel van klagers, dat kan worden afgeleid uit de latere inventarisatie van verweerder, moet worden verworpen.’

Desondanks hanteren veel beleggingsondernemingen de interne regel dat een risicoprofiel door een cliënt voor akkoord getekend dient te worden. Het is verstandig dat het risicoprofiel aan de cliënt wordt voorgelegd teneinde dit door hem voor akkoord te laten tekenen. Dit voorkomt misverstanden en is bovendien van belang met het oog op de bewijspositie van de instelling in een eventuele procedure¹⁹.

Ofschoon er ook in de Wft geen verplichting is opgenomen om een risicoprofiel door de cliënt te laten tekenen, blijkt uit recente jurisprudentie van de Geschillencommissie Kifid (nr. 123 van 1 juli 2010) een concrete aanbeveling te destilleren. In de beoordeling van deze zaak stelt de Geschillencommissie namelijk:

‘Ten aanzien van de inhoud van het geschil overweegt de Commissie dat Aangeslotene bij aanvang van de overeenkomst voldoende informatie heeft verzameld om het risicoprofiel vast te stellen, en op basis van die informatie in redelijkheid het defensieve risicoprofiel heeft kunnen aanbevelen. Met de daarop volgende profielwijziging heeft Consument zich door ondertekening (zonder enig voorbehoud) akkoord verklaard’.

In dezelfde uitspraak benadrukt de Geschillencommissie het belang van de eigen verantwoordelijkheid van de belegger bij het ondertekenen. Zij stelt:

‘Bovendien heeft Consument, voor zover hij niettemin in de veronderstelling verkeerde dat door wijziging van het profiel van defensief naar neutraal zijn portefeuille beter tegen risico’s beschermd zou kunnen worden, in ieder geval op het moment van onderte-

19. Zie C.E. du Perron en M. van Luyn, in: *Effecten van de zorgplicht*, 2004, p. 54.

kening van de profielwijziging kunnen vaststellen dat zijn portefeuille niet aan minder, maar aan meer risico zou worden blootgesteld’.

3.2. Beleggingstechnische aard van de belegging

Nadat een vragenlijst voor een risicoprofiel is ingevuld en een risicoprofiel (beleggingsverdeling) is aangemeten begint het beleggen. Een belangrijk onderdeel hierbij is de juiste classificatie van beleggingen. Bij diverse beleggingen uit het verleden is immers gebleken dat de werking van deze financiële instrumenten anders was dan verwacht werd. Gedacht moet worden aan Steepeners en perpetuele leningen, Reverse Convertibles, garantieproducten en hedgefondsen. In een aantal gevallen werden beleggingsadviseurs zelf verrast door de werking van financiële instrumenten, in een aantal andere gevallen was de voorlichting of informatieverstrekking door de beleggingsonderneming aan de belegger niet voldoende. Ook onjuiste classificatie van financiële instrumenten door de beleggingsonderneming kan een rol spelen. Zo waren er beleggingsondernemingen die Reverse Convertible Notes²⁰ of Structured notes ten onrechte als obligaties classificeerden.²¹ De informatievoorziening zelf en het bewijs van verstrekken hiervan blijkt vaak cruciaal in een juridische procedure. Deze informatie dient betrekking te hebben op de werking, de risico's en de kosten van het betreffende financiële instrument. Naast informatievoorziening blijkt ook proportionaliteit in de praktijk een grote rol te spelen. Zo kunnen bijvoorbeeld Steepeners en perpetuele leningen, mits beperkt, een prima onderdeel vormen van een obligatieportefeuille.²²

Onjuist (beleggingstechnisch) classificeren kan ertoe leiden dat er buiten de contractbandbreedtes van een asset class wordt belegd. Deze stelling vindt een bevestiging in een uitspraak van de Geschillencommissie Kifid van 1 juli 2010 (uitspraak 123). Hier is een situatie beschreven waarbij een Nederlands hedgefonds zich ten doel stelde hoge rendementen te bereiken door het toepassen van alternatieve beleggingsvormen zoals long/short transacties, event driven-transacties en arbitrage. Hierover stelt de Geschillencommissie Kifid:

‘Gelet op het voorgaande oordeelt de Commissie dat de deelname in het fonds X wat risico betreft beschouwd moet worden als een offensieve belegging in opties en futures’.

Deze uitspraak leert dat het opnemen van een zogenaamde ‘alternatieve belegging’ beschouwd kan worden als een zeer offensieve belegging (en zelfs onderdeel vormt van de asset class ‘aandelen’ of ‘derivaten’ met alle mogelijke aansprakelijkheden van dien).

Bij het beoordelen van de beleggingstechnische aard van een belegging gaat de Geschillencommissie Kifid in haar uitspraken 91 en 132 naar mijn mening te ver. Hier oordeelt de Commissie dat bedrijfsobligaties voorzichtigheidshalve tot de helft tot aandelen moeten worden gerekend. Dit ‘aangezien zulke company bonds ten aanzien van de nominale waarde over het algemeen (veel) minder zekerheid geven dan staatsobligaties’. Nu ken ik de inhoud van de obligatieportefeuille in deze zaak niet. Desondanks is de algemene

meenschap waarbij de Geschillencommissie deze opmerking plaatst opmerkelijk. Het enkele feit dat er minder zekerheid gegeven wordt bij een bedrijfsobligatie ten opzichte van een staatsobligatie rechtvaardigt een classificatie van 50% onder aandelen niet zonder meer, tenzij de bedrijfsobligaties hier bijvoorbeeld alleen perpetuele leningen betreffen van financiële instellingen, is de aanname van de Geschillencommissie onterecht. De kwaliteit van de betreffende uitgevende instelling, de vraag of er sprake is van achterstelling en de proportionaliteit van de betreffende obligatie(s) in de portefeuille zijn hierbij van wezenlijk belang.

3.3. Kwalificatie van beleggingsprofielen

In tabel 2 in hoofdstuk 2 is het beleggingstechnische verschil in risicoprofielen weergegeven. Ook kennen risicoprofielen diverse benamingen variërende van ‘Portefeuillemodel I’ tot ‘Gematigd defensief’ en ‘Ambitueus’. Op het gebruik van benamingen en vermogensverdelingen rust weliswaar geen wettelijke verplichting, de nieuwe leidraad van de AFM geeft richting over de informatievoorziening hieromtrent.

Toch is er relevante jurisprudentie voor handen als het gaat om het vraagstuk ‘benaming van risicoprofiel versus vermogensverdeling’. In 2006 is door de toenmalige Klachtencommissie DSI (uitspraak 16) een uitspraak gedaan over een neutraal profiel. Zij oordeelt hierover:

‘Hoewel voor klager geen schriftelijk vastgelegd doelrisicoprofiel is opgesteld is ter zitting onweersproken gebleken dat verweerder bij het destijds gevoerde intake gesprek van een neutraal profiel is uitgegaan, waarbij voor ca. 50% risicomijdend belegd zou moeten worden (...) De Commissie acht hierbij een bandbreedte van ca. 10% aanvaardbaar.’

Wat er concreet met ‘risicomijdend’ bedoeld wordt in dit verband blijft onduidelijk. Meer specifiek is een latere uitspraak van de Geschillencommissie Kifid. Op 6 mei 2010 (uitspraak 91) oordeelt zij:

‘Daarbij past, in de termen die bij vermogensbeheer over het algemeen gangbaar zijn, een defensief of hooguit neutraal risicoprofiel. Een dergelijk risicoprofiel vergt, zeker met een niet bijzonder lange beleggingshorizon, dat in belangrijke mate wordt belegd in vastrentende waarden van voldoende soliditeit,

20. Reverse Convertible Notes of Reverse Exchangeable Notes zijn gestructureerde producten die de uitgevende instelling het recht geven om het product tegen een vaste koers in aandelen af te lossen. De belegger heeft dus geen kooprecht zoals bij de gewone convertible, maar een koopplicht. Het enige voordeel van dit type product is de zeer hoge couponrente.
21. Zie uitspraak Geschillencommissie Kifid 2010-132: ‘Naar het oordeel van de Commissie dient een vermogensbeheerder, ook naar de inzichten die rond het jaar 2007 algemeen werden gehuldigd, structured notes voor de toepassing van het risicoprofiel tot de aandelen te rekenen’.
22. Zie hierover A. Loonen, ‘Zorgplicht bij Steepeners en perpetuele leningen nader bezien’, *TvC* 2009, p. 25-29.

waaraan de belegging in zakelijke waarden duidelijk ondergeschikt dient te blijven’.

In deze uitspraak kiest de Commissie het Robeco Solid Mix fonds als benchmark. Dit fonds heeft volgens de Commissie een beleggingsstrategie die volgens haar goed vergelijkbaar is met beleggen volgens een defensief tot neutraal risicoprofiel. Per 20 november 2010 bestond dit fonds uit: 34% aandelen, 37% obligaties, 7% overig en 20% liquiditeiten.

Belangwekkend is de uitspraak van de Hoge Raad van 10 september 2010 (*Six/Theodoor Gilissen Bankiers, LJN BM8913*). In deze zaak waren zowel de beleggingsportefeuilles van natuurlijke personen als een stichting betrokken. Bij beide portefeuilles was de beleggingsdoelstelling primair gericht op vermogensgroei voor de lange termijn. De volgende strategische bandbreedtes worden gehanteerd:

Privé-portefeuilles

	Minimum	Norm	Maximum
Zakelijke waarden	80%	100%	100%
Liquiditeiten	0%	0%	20%

Stichting portefeuille

	Minimum	Norm	Maximum
Zakelijke waarden	60%	80%	100%
Vastrentende waarden	0%	20%	40%
Liquiditeiten	0%	0%	40%

De klacht bestond eruit dat er volgens eisers door de beleggingsonderneming onvoldoende relevante informatie is ingewonnen conform het toenmalige art. 28 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002,²³ waardoor de beleggingsonderneming verzuimd heeft een beleggingsstrategie te voeren die recht deed aan het risicoprofiel. Zo had de beleggingsonderneming kunnen afleiden uit de statuten van de Stichting dat er een conservatieve beleggingsstrategie in de rede lag. Ook uit gesprekken voorafgaand aan het sluiten van de vermogensbeheerovereenkomsten had het de beleggingsonderneming duidelijk moeten zijn dat er een behoudend beleggingsbeleid gevoerd moest worden. Het belegd vermogen had immers deels een pensioenbestemming en was deels bedoeld voor aflossing hypotheek.

Volgens de Hoge Raad heeft de rechtbank terecht overwogen dat beleggingen zoals overeenkomstig in de

beheerovereenkomsten niet noodzakelijk strijdig zijn met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid. Voorts stelt de Hoge Raad:

‘Kennelijk is het hof, in het voetspoor van de rechtbank, van oordeel dat een beleggingsstrategie zoals opgenomen in onderhavige overeenkomsten, te weten 80-100% belegging in aandelen, bij een lange-termijn doelstelling niet noodzakelijk in strijd is met een gedeeltelijke pensioendoelstelling, noch met de wens om (een gedeelte van) het belegde vermogen te zijner tijd aan te wenden voor het aflossen van een hypothecaire schuld’.

De uitspraak is interessant vanwege de overweging van de Hoge Raad dat – kort gezegd – het geen algemeen ervaringsfeit of feit van algemene bekendheid is dat een overwegende of volledige belegging van het in beheer gegeven vermogen in aandelen, niet in overeenstemming is met een ‘conservatief en behoudend beleggingsbeleid’. Anders gesteld: een conservatief of behoudend beleggingsbeleid impliceert wat betreft de Hoge Raad dat er (aanzienlijk) in aandelen belegd mag worden.

3.4. Rekeninghouden met de antwoorden op de risicoprofielvragen

Zoals gesteld in hoofdstuk 2 wordt een risicoprofiel in de praktijk veelal opgesteld naar aanleiding van het analyseren van de antwoorden op (enkele) meerkeuzevragen. De antwoorden gezamenlijk leiden tot een classificatie van de belegger met een toekenning van een risicoprofiel. Welke betekenis moet worden toegekend aan het antwoord van een belegger op één van deze meerkeuzevragen? Moet dit antwoord worden geïnterpreteerd als een opdracht waar de vermogensbeheerder of beleggingsadviseur rekening mee moet houden? Een uitspraak van de Geschillencommissie Kifid geeft hier – in ieder geval op een veelgebruikte vraag – antwoord. In zaak 91 behandeld op 6 mei 2010 is er sprake van een meerkeuzevraag waarbij de belegger zijn antwoord dient te geven op de vraag: ‘Bij welke tussentijdse waardedaling van uw beleggingsportefeuille voelt u zich nog comfortabel?’. De betreffende belegger heeft het antwoord aangekruist: ‘Voor mij zijn (tussentijdse) waardedalingen van minder dan 10% acceptabel’. De Geschillencommissie oordeelt hierover:

‘Welke actie ondernomen dient te worden in geval de waarde van de portefeuille, of van individuele beleggingen, een groter koersverlies dreigt te ondergaan dan het door de cliënt opgegeven maximum, is evenwel afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waaronder de verwachting aangaande koersontwikkelingen in de naaste toekomst. Daarom kan de aanduiding van een maximaal aanvaardbaar koersver-

23. Art. 28 lid 1 luidde: ‘Een effecteninstelling wint in het belang van haar cliënten informatie in betreffende hun financiële positie, hun ervaring met beleggingen in financiële instrumenten en hun beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs relevant is bij de uitvoering van de door de effecteninstelling te verrichten diensten. De effecteninstelling legt deze informatie schriftelijk dan wel elektronisch vast’.

lies in het “Y-profiel” of “B-profiel” niet worden opgevat als dwingende aanwijzing om, ongeacht de overige omstandigheden van het geval, beleggingen af te stoten zodra die grens wordt bereikt. Bovendien zien Consumenten over het hoofd dat zij bij de bewuste vraag ook hadden kunnen invullen: De waarde van mijn beleggingen mag nooit (tussentijds) lager zijn dan de aanvangswaarde’.

De waarde van de antwoorden op deze vragen is discutabel en hooguit richtinggevend. Het oordeel van de Geschillencommissie ondersteunt deze gedachten met het oordeel dat antwoorden niet als een dwingende aanwijzing voor het te voeren beheer- of adviesbeleid moeten worden beschouwd. Het is desondanks verstandig om hierover een disclaimer op te nemen bij de meerkeuzevragen. Zodoende wordt de belegger erop gewezen dat de antwoorden die hij geeft op de gestelde vragen niet beschouwd worden als een expliciete opdracht, maar als een onderdeel om zo aan de inwinverplichting van de beleggingsonderneming (en dus profilering) te voldoen. In het geval de belegger een expliciete beperking of verruiming wil toekennen aan de vermogensbeheerder dan zou dit additioneel opgetekend moeten worden. Dit dient eveneens een onderdeel te zijn van de disclaimer.

3.5. Hanteren van bandbreedtes

Het is een praktijkregel dat er in een beheer- of adviesovereenkomst informatie wordt opgenomen over de beleggingstechnische invulling van een risicoprofiel. Daarbij wordt veelal per asset class een minimale en maximale bandbreedte in percentage opgenomen. Bij het hanteren van deze bandbreedtes is het van belang dat de karakteristiek van een bepaald profiel (bijvoorbeeld vermogensbehoud of vermogensgroei) te allen tijde gehandhaafd en zichtbaar blijft. Zo is het onwenselijk dat bij het hanteren van minimumpercentages van bepaalde asset classes er met de overige beleggingen alsnog een ander risicoprofiel resteert. Dit is met name problematisch indien asset classes op 0% gezet kunnen worden. Voorbeelden van deze uitspraken zijn uitspraak 132 en uitspraak 91. In deze laatste is te lezen:

‘In een overzicht dat deel uitmaakt van de met Consumenten gesloten overeenkomst is ten aanzien van deze asset-allocatie voor het A-risicoprofiel bepaald:

Het is geenszins onaanvaardbaar dat een vermogensbeheerder de ondergrens van (de belegging in) toegelaten beleggingsvormen op telkens 0% stelt. Deugdelijk vermogensbeheer kan meebrengen dat een belegging die op zichzelf beschouwd binnen het gekozen risicoprofiel past tijdelijk wordt afgebouwd, of zelfs verlaten, indien de omstandigheden en verwachtingen daartoe aanleiding geven. Niettemin geeft het zojuist weergegeven stramien voor de portefeuillesamenstelling met deze bandbreedtes onvoldoende zekerheid dat de bij een A-risicoprofiel behorende samenhang tussen beleggingsvormen in stand blijft. Deze standaard gehanteerde asset-allocatie geeft onvoldoende waarborg tegen een portefeuileopbouw die over het geheel genomen te offensief, en daarmee onvermijdelijk te risicovol, wordt’.

Effect	Minimum	Maximum
Aandelen (incl. preferente aandelen)	0%	30%
Converteerbare obligaties	0%	30%
Reverse convertibles	0%	25%
Bedrijfsobligaties	0%	60%
Staatsobligaties	0%	60%
Vastgoedaandelen	0%	25%
Defensieve optiestrategieën	0%	40%
Special Structured Notes	0%	25%
Futures	0%	0%
Hedgefonds	0%	30%
Cash	0%	100%

Daarbij is niet gesteld dat een vermogensbeheerder niet kan beslissen zich volledig voor zijn cliënten terug te trekken uit een asset class. Toch is het de vraag of met bovenstaande bandbreedtes een situatie ontstaat die nog ‘defensief’ genoemd kan worden. Er bestaat immers de mogelijkheid dat er een beleggingsportefeuille met een defensief risicoprofiel wordt opgebouwd uit bijvoorbeeld: 30% aandelen, 25% Reverse Convertibles, 25% vastgoedaandelen en 20% hedgefondsen. Met de eerder genoemde uitspraak van de Hoge Raad in het achterhoofd zou dit aanvaardbaar kunnen zijn. Desondanks moet in zijn algemeenheid worden gesteld dat de hierboven beschreven assetverdeling niet onder de gangbare definitie van ‘defensief’ kan worden geschaard. Omgekeerd is dit uiteraard ook van toepassing. Een vermogensbeheerder die een effectenportefeuille met een offensief risicoprofiel dient te beheren waarin uiteindelijk alleen in bedrijfsobligaties, staatsobligaties en cash belegt, zal zich in beginsel ook niet gehouden hebben aan de beheeropdracht.

4. Kritische noten en aanbevelingen

Uit diverse onderzoeken, discussies betreffende de nieuwe leidraad van de AFM en jurisprudentie is af te leiden dat er verbeteringen doorgevoerd kunnen worden bij het hanteren van risicoprofielen. Dit geldt dan zowel voor de vragenlijsten, de puntentoekenning als de uiteindelijke asset mix die aan een risicoprofiel verbonden is. Grofweg zijn de kritische noten en aanbevelingen in drie groepen te categoriseren:

1. Informatie en communicatie

De veelgebruikte vragenlijstjes, puntentellingen en risicoprofielen kennen geen wettelijke basis. De reden waarom deze er toch zijn gekomen is om de beleggingsrelatie tussen de beleggingsonderneming en cliënt concreter in te vullen. Het is dus bedoeld om enerzijds eenvoudiger te kunnen voldoen aan de inwinverplicht die op beleggingsondernemingen rust, anderzijds zou de cliënt, waarvan gemakshalve verondersteld mag worden dat deze minder beleggingskennis en -ervaring heeft dan diens adviseur, meer houvast moeten krijgen door het risicoprofiel. Hij zou nu meer inzicht moeten hebben in de wijze waarop zijn vermogen beheerd of de wijze waarop hij geadviseerd wordt.



Het is echter de vraag of dit laatste bereikt wordt. Begrijpt de cliënt nu beter hoe er met zijn vermogen door de beleggingsonderneming wordt omgegaan? Wetenschappelijke onderzoeken, maar vooral de jurisprudentie laten een gemengd beeld zien. Ik doe de volgende aanbevelingen:

- Hanteer bandbreedtes die ervoor zorgen dat het karakter van het risicoprofiel duidelijk gewaarborgd blijft.
- Geef concrete toelichting op de invulling van het risicoprofiel én hanteer beperkte bandbreedtes.
- Geef per asset class toelichting. Zo worden staatsobligaties en Steepeners beide beschouwd als ‘obligaties’, terwijl de risico/rendementsverhoudingen aanzienlijk verschillen.
- Classificeer beleggingen niet alleen op basis van naam, maar op beleggingstechnische kenmerken én daadwerkelijke risico’s en licht de classificatieoverwegingen toe aan de cliënt;
- Is het profiel dan uiteindelijk opgesteld, overweeg dan om dit profiel te toetsen met een verkort risicoprofiel. Enkele toetsvragen (voornamelijk met betrekking tot doelstelling en risicobereidheid) zijn verstandig en voorkomen dat er achteraf discussie ontstaat. Veel banken nemen begrijpelijk in hun Algemene Voorwaarden op dat de cliënt de bank moet informeren zodra er zich wijzigingen in diens persoonlijke financiële situatie voordoen. Banken kunnen weliswaar deze verantwoordelijkheid niet volledig op zich nemen, maar veel cliënten realiseren zich vaak onvoldoende wat de impact kan zijn van een wijziging in hun leven (denk aan trouwen, scheiding, overlijden, enzovoort). Het jaarlijks verkort toetsen of het profiel nog actueel is zou hierbij ondersteunend kunnen zijn voor de cliënt en is ook weer in het belang van de cliënt.

2. Systematiek van de vragenlijsten

- Wees zo concreet mogelijk in looptijd, doelvermogen, enzovoort. Ook in meerkeuzevragen. Vage omschrijvingen zorgen voor onduidelijkheid en leiden mogelijk tot nodeloze schade.
- Meerkeuzevragen laten geen ruimte voor nuancering, terwijl dit juist iets is wat de cliënt kan zoeken. Het leven is immers niet binair. Ook tegengestelde antwoorden op meerkeuzevragen kunnen voor verwarring en misverstanden zorgen. Door met open vragen te werken wordt de dialoog tussen de bankier en de belegger gestimuleerd. Zodoende worden misverstanden vermeden en kan de bankier bijvoorbeeld nog beter toetsen of de cliënt ook inziet wat de werking en risico’s zijn van bepaalde instrumenten. Als het klantbelang echt centraal staat, dan zouden banken niet alleen moeten willen varen op een paar meerkeuzevragen, maar echt het gesprek willen aangaan.
- Er zou geen ruimte mogen zijn voor juridische dogmatiek binnen de vragenlijsten. Zo zijn er beleggingsondernemingen die het standaard niet toestaan dat pensioen-BV’s overwegend in aandelen beleggen. Ondanks bijvoorbeeld een lange beleggingshorizon. De puntentoe wijziging in de meerkeuzevragen zijn zo ingericht dat er bij een pensioen-BV altijd maximaal ‘neutraal’ of ‘gemengd’ belegd kan worden. Deze dogmatiek is ingegeven vanuit een juridische voorzichtigheid en niet omwille van economisch juist adviseren.

3. Correcte vastlegging

Ofschoon het risicoprofiel niet mag worden ingezet als juridisch indekmiddel, is een correcte vastlegging om (achteraf) discussies te voorkomen wenselijk. Daarom een paar aanbevelingen over de vastlegging:

- Voorzie de meerkeuzevragen van een disclaimer. Daarin wordt melding gemaakt dat de vragen (en antwoorden) bedoeld zijn als bouwsteen om een totaal profiel van de cliënt op te stellen en niet als opdracht. Bijvoorbeeld de vraag: ‘Bij welke waardedaling van uw portefeuille voelt u zich nog comfortabel?’ Antwoord: ‘Bij een waardedaling kleiner dan 10%’. Indien de cliënt nooit meer dan 10% waardedaling wenst te accepteren dan dient hij hiertoe een expliciete opdracht toe te geven. Dit zou in een disclaimer beter expliciet gemeld moeten worden.
- Laat het risicoprofiel tekenen. Dit is in het belang van cliënt en instelling om te voorkomen dat er achteraf discussies ontstaan over de juistheid van verstrekte informatie of aangenomen veronderstellingen.

