



5

Het 'ken-uw-cliënt'-beginsel bezien

MR. F.M.A. 'T HART EN DR. A.J.C.C.M. LOONEN

STELLING

Om de risicobereidheid van een cliënt te bepalen moet expliciet navraag worden gedaan naar de mate waarin hij het risico wenst te accepteren dat de beoogde beleggingsdoelstelling niet wordt bereikt.

Inhoud hoofdstuk 5

5.1	<i>Inleiding</i>	83
5.2	<i>De wettelijke regeling</i>	83
5.2.1	De plicht om informatie in te winnen	84
5.2.2	Oordeelsvorming	85
5.2.3	'Rekening houden met'	86
5.3	<i>Uitkomsten documentenonderzoek naar cliënten- en/of risicoprofielen</i>	87
5.3.1	Methodologie	87
5.3.2	Enkele algemene indrukken	87
5.3.3	Beoordelen van de financiële positie van de cliënt (artikel 80a 3 BGfo)	89
5.3.4	Beoordelen van doelstellingen en risicobereidheid van de cliënt (artikel 80a 2 BGfo)	90
5.3.5	Beoordelen van kennis en ervaring van de cliënt (artikel 80c BGfo)	90
5.3.6	Rekening houden met ingewonnen informatie	92
5.3.7	Kritische kanttekeningen	93
	5.3.7.1 Rendement/risicoverhouding en beleggingsdoelstellingen	93
	5.3.7.2 Beperking van keuzes	94
	5.3.7.3 Vrijheid af te wijken van uitkomst	95
5.4	<i>Conclusies en aanbevelingen</i>	96

Het 'ken-uw-cliënt'-beginsel bezien

MR. F.M.A. 'T HART EN DR. A.J.C.C.M. LOONEN

5.1 Inleiding

De beleggingsonderneming (veelal een bank of een vermogensbeheerder) behoort zijn cliënt te kennen. Zeker indien zij de cliënt adviseert of diens vermogen beheert. In dit artikel staan centraal de uitkomsten van een onderzoek naar de naleving van het 'ken-uw-cliënt'-beginsel zoals voorgeschreven in de Wet op het financieel toezicht (Wft).¹

5.2 De wettelijke regeling

Het ken-uw-cliënt-beginsel is een van de belangrijkste 'zorgplichten' die een beleggingsonderneming moet naleven. Het is immers niet goed denkbaar dat een goed beleggingsadvies verstrekt kan worden of dat een effectenportefeuille op verantwoorde wijze beheerd kan worden zonder dat de desbetreffende beleggingsonderneming bekend is met de persoonlijke omstandigheden van de cliënt.

Het ken-uw-cliënt-beginsel kent zowel een privaatrechtelijke als een publiekrechtelijke grondslag. De privaatrechtelijke grondslag vloeit voort uit het bepaalde in artikel 7:401 BW dat voorschrijft dat een opdrachtnemer (de beleggingsonderneming) zich als een goed opdrachtnemer dient te gedragen jegens zijn opdrachtgever (de cliënt). Het ken-uw-cliënt-beginsel kan overigens ook gebaseerd worden op redelijkheid en billijkheid.²

De publiekrechtelijke grondslag voor dit beginsel werd geïntroduceerd met de invoering van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999.³ Beleggingsondernemingen werden verplicht om, voorafgaand aan hun dienstverlening, informatie in te winnen over de ervaring, financiële positie en beleggingsdoelstelling van hun cliënten. Met de invoering van de Wet financiële dienstverlening (Wfd) op 1 januari 2006 heeft de Nederlandse wetgever aan banken en verzekeraars eenzelfde inwinplicht opgelegd indien geadviseerd werd over andere diensten dan beleggingsdiensten.⁴ Het publiekrechtelijk regime van het ken-uw-cliënt-beginsel is sinds de invoering van de Wet op

1 Zie ook de bijdrage van C.M. Grundmann-van de Krol in hoofdstuk 1 van dit boek.

2 Art. 6:248 BW.

3 Strikt genomen schreef het bepaalde in art. 24 lid b Besluit toezicht effectenverkeer 1995 voor dat een effecteninstituting 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.

4 Art. 32 lid 1 Wfd. Voor een nadere toelichting over de naleving van het ken-uw-cliënt-beginsel bij andere financiële diensten verwijzen wij – als voorbeeld – naar het op 3 juli 2008 door AFM uitgebrachte rapport 'Beleggingsverzekeringen'.

5 Het ken-uw-cliënt-beginsel dat bij het aanbieden van (effecten)krediet nageleefd moet worden is neergelegd in art. 4:34 Wft en voor execution-only dienstverlening in art. 4:24 Wft.

6 Zie hierover F.M.A. 't Hart, 'Ken-uw-cliënt', in: *MiFID 'Vanuit praktijk en theorie bezien'*, BJR 55, NIBESVV, p. 81-110.

het financieel toezicht (Wft) op 1 januari 2007 voor alle soorten van financiële dienstverlening vastgelegd in de artikel 4:23 Wft.⁵ Voor beleggingsdiensten is dit regime op 1 november 2007, als gevolg van de implementatie van de Markets in Financial Instruments Directive (Richtlijn MiFID), (wederom) gewijzigd en zijn specifieke gedragsregels opgenomen in het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo).⁶

Het ken-uw-cliënt-beginsel legt aan beleggingsondernemingen twee belangrijke verplichtingen op. De eerste verplichting is om bepaalde voorgeschreven informatie over de cliënt in te winnen. De tweede verplichting is om aan de hand van de ingewonnen informatie een oordeel te vormen en om bij het geven van advies of het beheren van een individueel vermogen rekening te houden met de ingewonnen informatie.

5.2.1 De plicht om informatie in te winnen

7 Art. 4:23 lid 1 sub a Wft.

8 Art. 4:24 lid 1 Wft. Het vierde lid van dit artikel bepaalt dat het ken-uw-cliënt-beginsel niet nageleefd hoeft te worden indien de execution-only dienstverlening geschiedt op initiatief van de cliënt en beperkt is tot zogenaamde niet-complexe financiële instrumenten.

9 Art. 80c lid 2 BGfo.

Een beleggingsonderneming moet, voor zover redelijkerwijs relevant, ten minste informatie inwinnen over vijf persoonlijke omstandigheden van de cliënt alvorens haar diensten te verlenen.⁷ Het gaat om de volgende omstandigheden:

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

De beleggingsonderneming mag bij execution-only dienstverlening volstaan met het inwinnen van informatie over de kennis en ervaring van de cliënt.⁸

Artikel 80c lid 1 BGfo schrijft voor dat de *hoeveelheid* in te winnen informatie afhankelijk is van: (i) het soort cliënt, (ii) de aard en omvang van de beleggingsdienst, (iii) het beoogde soort financiële instrument, (iv) de complexiteit ervan en (v) de daarmee samenhangende risico's. Het eerste lid van artikel 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) de aard, het volume en de frequentie van de transacties in financiële instrumenten van de cliënt en de periode waarin deze verricht zijn en (iii) de opleiding en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep of vorige beroepen 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.⁹ 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.¹⁰ Het derde aspect is dat indien de cliënt weigert de verzochte informatie te verstrekken, de beleggingsonderneming haar dienstverlening dient te weigeren.¹¹ Deze weigeringsplicht geldt niet in het geval van execution-only dienstverlening. De beleggingsonderneming kan alsdan volstaan met de cliënt te waarschuwen dat zij niet in staat is na te gaan of de verzochte dienstverlening wel 'passend' is.¹²

10 Art. 80c lid 3 BGfo.

11 Nota van toelichting BGfo, Staatsblad 2008, nr. 407, pag. 98.

12 Art. 4:24 lid 3 Wft.

5.2.2 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 ook wel de passendheidstoets ('appropriateness') genoemd en bij beleggingsadvies of vermogensbeheer wordt dit de geschiktheidstoets ('suitability') genoemd. Deze zogenaamde suitability- en appropriatenesstoets staan niet als zodanig in de Wft vermeld, maar ligt met name besloten in het bepaalde van artikel 80a BGfo dat aan beleggingsondernemingen drie specifieke plichten tot oordeelsvorming oplegt.

13 Art. 80a lid 1 sub a BGfo.

14 Art. 80a lid 2 BGfo.

15 Art. 80a lid 1 sub b BGfo.

16 Art. 80a lid 3 BGfo.

17 Art. 80a lid 1 sub c BGfo.

Ten eerste heeft de beleggingsonderneming de plicht om, aan de hand van ingewonnen informatie, een dusdanig inzicht te verkrijgen dat zij ervan uit mag gaan dat de transactie voldoet aan de beleggingsdoelstelling.¹³ Dit inzicht moet mede gebaseerd zijn op (i) de duur van de periode waarin de cliënt de belegging wenst aan te houden, (ii) diens risicobereidheid en (iii) de beleggingsdoelstelling.¹⁴ Deze informatie zal eveneens door de beleggingsonderneming ingewonnen moeten worden. Ten tweede dient de beleggingsonderneming een dusdanig inzicht te verkrijgen dat deze ervan uit mag gaan dat de cliënt, in aanmerking nemende diens beleggingsdoelstelling, alle met diens beleggingdoelstelling samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen.¹⁵ 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.¹⁶ Ten derde dient de beleggingsonderneming in staat te zijn om vast te stellen dat de geadviseerde transactie of het gevoerde beheer van dien aard is dat de cliënt, gelet op diens ervaring en kennis, kan begrijpen welke risico's daaraan verbonden zijn.¹⁷

De gedachte achter de geschiktheid- of passendheidstoets is dat de beleggingsonderneming beter dan de cliënt kan beoordelen of de voorgenomen dienstverlening of beleggingen aansluiten bij diens (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 ingeval van een negatieve oordeelsvorming bij beleggingsadvies of vermogensbeheer. In de praktijk zal een negatief oordeel bij deze vormen van dienstverlening erin kunnen resulteren dat de beleggingsonderneming in contact treedt met de cliënt om te bepalen welke beleggingsdienst (al dan niet na het geven van een schriftelijke waarschuwing) 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.

5.2.3 ‘Rekening houden met’

18 Art. 4:23 lid 1 sub ab Wft.

De beleggingsonderneming moet bij het geven van beleggingsadvies of het verrichten van vermogensbeheer, rekening houden met de ingewonnen informatie.¹⁸ Dit geldt overigens niet bij execution-only dienstverlening.

De Wft bevat geen specifieke gedragsregels die deze norm nader invullen. Vanuit een civielrechtelijk oogpunt betekent deze norm dat van een redelijk handelend en redelijk bekwaam beleggingsadviseur of vermogensbeheerder, verwacht mag worden dat de verstrekte adviezen of het verrichte beheer gericht zijn op en dienstig zijn aan de door de cliënt opgegeven financiële behoefte en voorts diens risicobereidheid niet overschrijden.

Beleggingsondernemingen maken in de praktijk veelal gebruik van een zogenaamd ken-uw-client-formulier om te voldoen aan hun plicht om informatie in te winnen. Dit formulier is in de regel een vragenlijst bestaande uit multiple choice vragen die door de cliënt beantwoord worden. Beleggingsondernemingen met deze vragen beogen (de wettelijk voorgeschreven) informatie in te winnen over de doelstelling, financiële positie, ervaring, kennis en risicobereidheid van de cliënt. In sommige gevallen zijn ook open vragen opgenomen (zie verder paragraaf 5.3.2).

Met het inwinnen van deze informatie is de kous echter niet af. De beleggingsonderneming (i) dient zich het wettelijk voorgeschreven oordeel te vormen aan de hand van de door de cliënt gegeven antwoorden en (ii) bij zijn advisering of het te voeren beheer rekening te houden met de gegeven antwoorden. In feite komt dit er op neer dat de beleggingsonderneming er op toe moet zien (bij beleggingsadvies) of er voor zorg dient te dragen (bij vermogensbeheer) dat het beleggingsbeleid gebaseerd is op het zogeheten ‘cliëntprofiel’.

Beleggingsondernemingen plegen cliënten een 'profiel' toe te kennen. Dit profiel komt tot stand aan de hand van door de cliënt gegeven antwoorden op de door de beleggingsonderneming gestelde vragen. Beleggingsondernemingen maken daarbij in de praktijk gebruik van gestandaardiseerde risicoprofielen. Veelal variëren deze tussen: defensief, gematigd of licht defensief, neutraal, offensief en speculatief. In voorkomende gevallen hanteren beleggingsondernemingen ook het risicoprofiel van 'spaarder' met als consequentie dat de cliënt afgeraden wordt te beleggen. De cliënten worden aan de hand van de gegeven antwoorden gecategoriseerd in één van deze risicoprofielen.

5.3 **Uitkomsten documentenonderzoek naar cliënten- en/of risicoprofielen**

5.3.1 **Methodologie**

Wij hebben een kwalitatief documentenonderzoek uitgevoerd. Daarbij zijn formulieren bestudeerd van zeven (voor de Nederlandse markt representatieve) beleggingsondernemingen. Deze ondernemingen zijn alle in Nederland gevestigd en te verdelen in drie grootbanken en vier middelgrote banken (waarbij één middelgrote bank een volle dochteronderneming is van een van de grootbanken). Het onderzoek heeft tot doel te bezien of en op welke wijze – ruim anderhalf jaar na inwerkingtreding van de Wft – voldaan wordt aan het ken-uw-cliënt-beginsel. Hieronder staan de belangrijkste bevindingen van dit onderzoek vermeld alsmede een aantal kritische kanttekeningen en aanbevelingen.

5.3.2 **Enkele algemene indrukken**

Alle onderzochte beleggingsondernemingen maken gebruik van een gestandaardiseerd formulier om te voldoen aan hun wettelijke verplichting om cliëntgegevens in te winnen en deze te bewaren.¹⁹ Hoewel dit geen wettelijk vereiste is, is dit een uniform gebruik in de effectenbranche.

De vorm en inrichting van het gestandaardiseerd formulier alsmede de diepgang van de daarin gestelde vragen lopen sterk uiteen. Dit kan niet alleen verklaard worden doordat de wetgever geen nadere eisen stelt aan de wijze van vastlegging van de ingewonnen informatie, maar ook de aard van de dienstverlening als de beleggingsonderneming zelf kan verschillen. Een andere reden is dat een door de branche ontwikkeld model of best practice ontbreekt.²⁰ Een van de belangrijkste bevindingen van het onderzoek is dan ook de opmerkelijke verscheidenheid in de gestelde vragen om de wettelijk voorgeschreven informatie in te winnen. Hierna zal deze verscheidenheid nader toegelicht worden en zullen enkele andere bevindingen vermeld worden.

¹⁹ De auteurs hebben alleen de gestandaardiseerde formulieren bezien. Het is evenwel mogelijk dat bankiers in gesprekken nadere informatie, benodigd om te voldoen aan het ken-uw-cliënt-beginsel te voldoen, verkrijgen. Hier is geen rekening mee gehouden.

²⁰ Een voorbeeld bij uitstek van door de financiële branche ontwikkelde standaard zijn de Algemene Bankvoorwaarden.

21 Dit is wettelijk ook geen vereiste aangezien het voldoen aan artikel 4:23 Wft en 4:90 Wft in beginsel vormvrij is. De onderwerpen, alsmede de wijze waarop de informatie vastgelegd (digitaal of schriftelijk) dient te worden, is wel bepaald.

De benaming die beleggingsondernemingen hanteren voor het gestandaardiseerd formulier verschilt sterk. De benaming varieert van '(persoonlijk) beleggersprofiel', 'cliëntprofiel', 'risicoacceptatieformulier' tot 'vermogensplanner'. Hoewel de benaming niet van invloed hoeft te zijn op de wijze waarop de wettelijk voorgeschreven informatie wordt ingewonnen, bevordert diversiteit in de benaming niet herkenning van dit document bij het publiek.

Opmerkelijk is verder dat de hoeveelheid vragen die beleggingsondernemingen gebruiken om de wettelijk voorgeschreven informatie in te winnen, varieert. Daarbij wordt overigens grotendeels gebruik gemaakt van meerkeuzevragen en in mindere mate van open vragen.

Uit onderstaand schema is op te maken dat het aantal meerkeuzevragen per gestandaardiseerd formulier varieert tussen negen en zesentwintig vragen. Het aantal open vragen dat de cliënt dient te beantwoorden varieert tussen nul en zes. In zowel het gebruik van het aantal meerkeuzevragen als het aantal open vragen is weinig consistentie binnen de zeven beleggingsondernemingen waarneembaar.²¹ Het aantal pagina's dat het gestandaardiseerd formulier telt, verschilt eveneens sterk. Sommige formulieren beslaan acht pagina's terwijl er ook zijn van slechts twee pagina's.

SCHEMA 1: ALGEMEEN OVERZICHT VAN DE ONDERZOCHE DE DOCUMENTEN

	Bank 1	Bank 2	Bank 3	Bank 4	Bank 5	Bank 6	Bank 7
Benaming formulier	Persoonlijk beleggersprofiel	Beleggersprofiel	Beleggersprofiel	Cliëntprofiel	Beleggingsprofiel	Relatiegegevens en risicoacceptatie	Vermogensplanner
Aantal Multiple Choice vragen	11	11	16	10	9	26	13
Aantal open vragen	1	1	1	3	0	6	3
Aantal profielen (asset mix)	5	4	6	4	5	5	5

“Wat wordt verstaan onder financiële verplichtingen?”

5.3.3 Beoordelen van de financiële positie van de cliënt (artikel 80a 3 BGfo)

Artikel 4:23 Wft bepaalt dat *de bron en omvang van de periodieke inkomsten* moet worden beoordeeld. Bij drie van de zeven beleggingsondernemingen wordt er niet gevraagd naar de bron van de periodieke inkomsten. Bij één grote beleggingsonderneming wordt niet gevraagd naar de omvang van deze inkomsten.

Een ander aspect is dat informatie over *het vermogen (inclusief liquide middelen, totale beleggingen en onroerend goed)* moet worden ingewonnen. Twee financiële ondernemingen (een middelgrote en een grote) doen hiernaar geen navraag. Bij één middelgrote beleggingsonderneming wordt geen vraag gesteld over het onroerend goed. Een grootbank maakt geen enkele inschatting van het vermogen (niet van de liquide middelen, de totale beleggingen, of van het onroerend goed).

Nagenoeg alle beleggingsondernemingen winnen informatie in over ‘*de financiële verplichtingen van de cliënt*’. Een beleggingsonderneming gebruikt echter een omslachtige omschrijving. Er wordt de cliënt gevraagd inzicht te geven in diens ‘spaarquote’. Een spaarquote is – blijkens het formulier – het vaststellen van de mogelijkheid om van het beschikbare inkomen na aftrek van vaste kosten te kunnen sparen. Daarbij is het ons niet duidelijk of hiermee wordt gevraagd naar de omvang van het vermogen of naar de verplichtingen. Wat wordt verstaan onder *financiële verplichtingen*? Dit kunnen andere zaken zijn dan kosten van levensonderhoud. Betreft het hier maandelijkse hypotheeklasten of de absolute hoogte van de hypothecaire geldlening? Periodieke uitgaven voor levensonderhoud of alleen financiële-bancaire-lasten zoals afbetaling persoonlijke lening en hypothecaire geldlening(en)? Dergelijke onduidelijkheden kunnen voor verwarring zorgen.

Conform artikel 80a 3 BGfo dienen gegevens over de bron en de omvang van de *periodieke inkomsten* ingewonnen te worden. Onduidelijk is dan ook wat te doen in de situatie er sprake is van een eenmalige afkoop van toekomstige inkomsten dan wel pensioenrechten zoals een stamrecht. Bij enkele beleggingsondernemingen bestaat de mogelijkheid hier rekening mee te houden in het risicoprofiel. Slechts een beleggingsonderneming – een groot-

bank – vraagt in het geheel niet naar de financiële verplichtingen van haar cliënt.

5.3.4 Beoordelen van doelstellingen en risicobereidheid van de cliënt (artikel 80a 2 BGfo)

Alle beleggingsondernemingen winnen informatie in over de beleggingsdoelstelling van de cliënt alsmede de termijn waarop deze doelstelling behaald moet zijn (de zogenaamde beleggingshorizon). Geen beleggingsonderneming verzoekt de cliënt aan te geven of en zo ja, welke eindwaarde van de effectenportefeuille wordt nagestreefd. Wel winnen alle beleggingsondernemingen informatie in over de risicobereidheid van de cliënt. Dit geschiedt met name door navraag te door naar diens ‘voorkeur voor het nemen van bepaalde risico’s’ of door navraag te doen naar de voor de cliënt aanvaardbare – tussen-tijdse – waardedalingen. Ons inziens gaat het bij het inwinnen van informatie over de risicobereidheid primair om de vraag welk risico de cliënt bereid is te accepteren, dat aan het einde van de beleggingshorizon de beoogde doelstelling niet of niet geheel wordt behaald. Geen van de onderzochte beleggingsondernemingen wint informatie – in absolute of in relatieve zin – in over de in de ogen van de cliënt aanvaardbare (negatieve of positieve) afwijking van dit doelvermogen. Een voorbeeld ter verduidelijking: indien een cliënt belegt met als doelstelling zijn aflosvrije hypotheek ad. € 500.000 af te lossen, dan is het voor de dienstverlening, en in het bijzonder de te betrachten zorgplicht, relevant of de cliënt bereid is, en zo ja in welke mate, te accepteren dat het doelvermogen minder dan de af te lossen hoofdsom bedraagt. Dit is ook een van de kritische opmerkingen die wij later zullen plaatsen. Dit terzijde latend, kan geconcludeerd worden dat het onderzoek uitwijst dat beleggingsondernemingen de wettelijk voorgeschreven informatie ten aanzien van doelstellingen en risicobereidheid daadwerkelijk inwinnen.

5.3.5 Beoordelen van kennis en ervaring van de cliënt (artikel 80c BGfo)

Aanzienlijk minder nauwkeurig lijken beleggingsondernemingen te voldoen aan de verplichting tot het vaststellen van de kennis en de ervaring van de cliënt. Zo dient vastgelegd te worden met *welke beleggingsdiensten en financiële instrumenten de cliënt vertrouwd is*. Een grootbank en een middelgrote bank toetsten in het geheel niet met welke beleggingsdiensten de cliënt vertrouwd is. Wel toetsen alle beleggingsondernemingen met welke instrumenten de cliënt vertrouwd is. De soort instrumenten die getoetst worden is overigens niet gelijk (zie bijlage 1 opsomming financiële instrumenten). Dit wekt in zoverre geen verwondering, nu de Wft geen onderscheid maakt in de verschil-

lende financiële instrumenten ten aanzien waarvan de kennis en ervaring van de cliënt getoetst moet worden. Een voor de hand liggende interpretatie is dat de beleggingsonderneming in ieder geval de kennis en ervaring van de cliënt toetst ten aanzien van die financiële instrumenten waarop de dienstverlening betrekking heeft en waarin de cliënt voornemens is te gaan handelen. Geen van de beleggingsondernemingen vraagt de cliënt overigens in welke financiële instrumenten hij *voornemens* is te gaan beleggen of handelen.

Terwijl enkele beleggingsondernemingen volstaan met het maken van een onderscheid tussen 'klassieke' financiële instrumenten als aandelen, obligaties en opties, hebben anderen hun gestandaardiseerd formulier uitgebreid met vragen over kennis en ervaring met hedgefondsen, private equity, converteerbare obligaties, closed-end fondsen, treasuryproducten en derivaten. Overigens ontbreekt op het formulier een toelichting aan de hand waarvan een cliënt kan vaststellen wat onder 'private equity' of een 'hedgefonds' verstaan moet worden. Geen beleggingsonderneming verzoekt de cliënt om toezending van 'oude' overzichten van diens effectenporteuille of effectenrekening.

Als onderdeel van de toetsing van de relevante kennis en de ervaring van de cliënt dient de beleggingsonderneming in het geval van beleggingsadvies of vermogensbeheer eveneens *'de aard, het volume, de frequentie van de transacties in financiële instrumenten van de cliënt en de periode waarin deze zijn verricht'* vast te leggen. Bij twee grootbanken en één middelgrote bank wordt niet gevraagd naar het volume van de transacties. Bij een middelgrote bank wordt alleen naar het volume van de transacties gevraagd en wordt *de aard, de frequentie en de periode waarin deze transacties zijn verricht*, niet gevraagd.

De onderzochte beleggingsondernemingen toetsen op een gebrekkige wijze *de opleiding, het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep of beroepen* van de cliënt. Twee banken vragen in het geheel niet naar de genoten opleiding. Daarbij moet opgemerkt te worden dat ons inziens alleen kennis van de opleiding niet afdoende is. Het is relevant om te weten wat de aard van de opleiding is. Het is immers weinig veelzeggend indien iemand een academische opleiding heeft genoten, zonder de aard van die opleiding te kennen. Geen enkele beleggingsonderneming vraagt naar de aard van de opleiding. Bij drie beleggingsondernemingen wordt niet naar het huidige beroep of het vroegere beroep van de cliënt gevraagd.

Bij één beleggingsonderneming wordt een particuliere belegger alleen geacht kennis te hebben van beleggen indien deze een beleggingscursus heeft gevolgd of werkzaam is (geweest) in de effectenbranche. Dit impliceert dat beleggers die bijvoorbeeld een hoogwaardige economische opleiding hebben genoten, niet tot de groep beleggers kan behoren die relevante beleggingskennis heeft. De desbetreffende beleggingsonderneming laat overigens toe

22 Zie uitspraak KCD 05-156 en KCD 07-01.

dat de cliënt die op het moment van beantwoording van het gestandaardiseerd formulier werkzaam is in de effectenbranche risicovol mag beleggen. Dit lijkt voor de hand te liggen, maar het betekent ook dat bijvoorbeeld een medewerker van een backoffice of een staffunctionaris werkzaam in de effectenbranche zo wellicht ten onrechte relevante beleggingskennis wordt toegedicht.

Bij een andere beleggingsonderneming wordt gevraagd of de belegger ‘vanwege diens beroep te maken heeft of had met effectendienstverlening?’. Ook een IT-consultant, zonder enige beleggingskennis, zou – overigens ten onrechte – kunnen melden dat hij te maken heeft met effectendienstverlening. Het gaat uiteraard om de vraag of sprake is van *relevante* kennis. Een andere bank lijkt dit te willen pareren door de vraag anders te formuleren: ‘Heeft u beroepsmatig te maken (gehad) met handel in financiële instrumenten?’ Waarbij het beroepsmatig bezig zijn ‘handel’ wat ons betreft nog niet betekent dat er relevante kennis aanwezig is.²²

5.3.6 Rekening houden met ingewonnen informatie

Zoals eerder uiteengezet, dient de beleggingsonderneming bij het te geven beleggingsadvies of het te voeren vermogensbeheer rekening te houden met de ingewonnen informatie. Alle onderzochte beleggingsondernemingen kennen – hoewel zulks niet wettelijk is voorgeschreven – aan de cliënt een zogenaamd ‘risicoprofiel’ toe. Dit risicoprofiel is gebaseerd op de uitkomst van de gestelde vragen en is erop gericht om de cliënt voor de beleggingsonderneming te categoriseren. Beleggingsondernemingen hanteren verschillende gestandaardiseerde risicoprofielen. Het is aannemelijk dat beleggingsondernemingen dit gebruiken ten einde zo efficiënt mogelijk hun diensten te verlenen en hun interne beheersmaatregelen te treffen. Ieder risicoprofiel is – hoewel eveneens niet wettelijk voorgeschreven – voorzien van een standaard samenstelling van de effectenportefeuille.

Bij bestudering van de risicoprofielen valt op dat het aantal profielen (te adviseren ‘asset mix’) varieert tussen de vier en de zes. De benaming van deze profielen is sterk verschillend. Bij sommige beleggingsondernemingen zijn de risicoprofielen alleen genummerd (I tot en met VI of VII), en bij andere banken worden definities gebruikt (zie schema 2).

SCHEMA 2: DIVERSE BENAMINGEN VAN RISICOPROFIELEN (UITKOMSTEN VAN DE VRAGENLIJST)						
	<i>weinig risicovol</i>			<i>zeer risicovol</i>		
	→					
Bank 1	Voorzichtig	Defensief	Neutraal	Ambitueus	Zeer offensief	
Bank 2	Defensief	Neutraal	Offensief	Zeer offensief		
Bank 3	Portefeuillemodel I	II	III	IV	V	VI
Bank 4	Defensief	Neutraal	Offensief	Speculatief		
Bank 5	Beleggingsprofiel I	II	III	IV	V	VI VII
Bank 6	Overwegend vastrentend	Vermogensbehoud	Gemengd	Vermogensgroei	Overwegend aandelen	
Bank 7	Behoudend	Defensief	Neutraal	Offensief	Zeer offensief	

Daarbij dient opgemerkt te worden dat niet alleen de namen van de desbetreffende risicoprofielen verschillend zijn, maar ook de feitelijke invulling van het profiel. Zo is er een beleggingsonderneming die het meest voorzichtige profiel als volgt adviseert in te vullen: 70% obligaties, 5% cash, 5% onroerend goed en 20% aandelen. Een andere financiële onderneming beschouwt daarentegen het meest voorzichtige profiel als een belegging in 100% liquide middelen.

5.3.7 Kritische kanttekeningen

5.3.7.1 RENDEMENT/RISICOVERHOUDING EN BELEGGINGS-DOELSTELLINGEN

De informatie die over de beleggingsdoelstelling en risicobereidheid ingewonnen moet worden hangt nauw met elkaar samen. De economische vraag is welk risico een belegger zich kan en wil permitteren om de beleggingsdoelstelling (niet) te halen. Deze vraag wordt echter door geen enkele beleggingsonderneming expliciet gesteld. Enkele beleggingsondernemingen vragen enkel en alleen naar welke waardeverandering de cliënt jaarlijks accepteert of welke bereidheid bestaat tussentijdse waardeschommelingen te accepteren. Hierbij zou de belegger in de veronderstelling kunnen zijn dat dit een eenmalige daling is. Indien de cliënt hier de mogelijkheid van bijvoorbeeld -20% en +40% aangeeft dan kan dit evenzogoed betekenen dat er enkele jaren achter elkaar 20% verlies behaald wordt. Bij een andere beleggingsonderneming wordt de veronderstelling dat een daling zelden voorkomt ook concreet verwoord. Zo wordt als antwoord op een meerkeuzevraag voorgelegd: 'Ik verwacht een gemiddeld rendement van 10% per jaar. Ik aanvaard dat de waarde van mijn beleggingsportefeuille op *enig moment* met ongeveer 20% kan dalen.' Of een middelgrote bank die vraagt: 'Welke waardedaling van uw beleggingen is acceptabel in 1 jaar?' Beide vragen zijn lastig te beantwoorden. Wij hebben moeite nu vast te stellen hoe wij ons in de toekomst zullen voelen.

23 Zie ook de bijdrage van J. Koelewijn in hoofdstuk 16 van dit boek.

Hoe kunnen we dan in dit geval een potentieel verlies nu al aanvaarden? Een beleggingsonderneming vraagt: 'Bij welke tussentijdse waardedaling van uw portefeuille voelt u zich nog comfortabel?' Het woord 'tussentijds' impliceert dat deze waardedaling tijdelijk is en vergankelijk: de lezer kan veronderstellen dat het beleggingsavontuur uiteindelijk positief eindigt. Terwijl er scenario's denkbaar zijn waarbij deze waardedaling in het geheel niet tijdelijk is of een dusdanige negatieve invloed op de effectenportefeuille heeft gehad dat een volledig herstel onmogelijk is. Zeker op het moment dat de effectenmarkt crescendo gaat, zullen beleggingsrisico's moeilijker voor te stellen zijn voor de belegger. Het is een bekend fenomeen uit de psychologie dat mensen het heden projecteren op de toekomst en informatie zoeken om hun gelijk bevestigd te krijgen (confirmation bias).²³

Bij de vraag wat de *rendementsdoelstelling* van een belegger is, blijft het soms onduidelijk welk rendement bedoeld wordt. Als antwoordmogelijkheden krijgt de belegger bijvoorbeeld: 4% *gemiddeld* per jaar. Dit impliceert een rekenkundig gemiddelde: aan het einde van een looptijd is op de belegging gemiddeld 4% per jaar behaald. Het kan dus zo zijn dat gemiddeld 4% per jaar behaald wordt doordat er gedurende de looptijd grotere uitslagen naar boven én beneden zijn in het koersverloop. Een belegger dient zich dan ook te realiseren dat het genoemde rendement geen meetkundig rendement is waarbij ieder jaar opnieuw 4% behaald wordt. Voor de risico/rendementsafweging kan dit van cruciaal belang zijn.

Wij plaatsen een kritische kanttekening zowel bij het ontbreken van een vraag welk risico een cliënt zich kan of wil permitteren om de beoogde doelstelling niet (geheel) te bereiken, als bij het feit dat uit geen enkel vragenformulier is af te leiden dat en hoe gewaarborgd is dat, en in welke omstandigheid de beleggingsdoelstelling (gelet op het aanvangsvermogen, de risicobereidheid en de beleggingshorizon) reëel is.

5.3.7.2 BEPERKING VAN KEUZES

Beleggingsondernemingen bieden beleggers veelal niet de mogelijkheid om meerdere antwoorden te geven. Een voorbeeld hiervan is een vraag waarbij de belegger moet aangeven waaruit zijn huidige hoofdbestanddeel van zijn inkomen bestaat. Het is bijvoorbeeld zeer wel mogelijk dat een persoon zowel inkomen verkrijgt uit pensioen, maar ook uit AOW en uit periodieke onttrekkingen uit het vermogen. Het gewicht dat per bron wordt toegekend varieert in dit geval dan van 0 (inkomsten uit huidige dienstbetrekking) tot 40 punten (inkomen uit vermogen óf overige periodieke uitkeringen). Een combinatie van antwoorden, en dus een cumulatie van punten, is niet mogelijk. Voordeel hiervan is dat vermeden kan worden dat een cliënt tegenstrijdige antwoorden geeft of antwoorden die om gedifferentieerde dienstverlening vraagt. De cliënt die zowel belegt voor zijn pensioen als speculatief doet er goed aan niet

“Cliënt wordt mogelijk ‘gedwongen’ een niet geheel juist antwoord te geven”

één effectenrekening aan te houden maar voor iedere doelstelling een aparte effectenrekening. Nadeel is echter dat een minder genuanceerd beeld van de persoonlijke omstandigheden van de cliënt wordt verkregen en dat de cliënt mogelijk ‘gedwongen’ wordt een niet geheel juist antwoord te geven.

Een bekend fenomeen in de financiële sector is het (te) defensief adviseren of beheren van pensioenvermogen.²⁴ Wij hebben de risicoprofielen ingevuld alsof wij een directeur-groootaandeelhouder (DGA) zijn van 30 jaar die zijn pensioen opbouwt in een BV. De beleggingshorizon is in beginsel 35 jaar, het te storten bedrag € 10.000 per jaar. De wens is om 7-8% per jaar te aan rendement te behalen.²⁵ Bij slechts één middelgrote bank is er direct aanleiding tot een kritische noot. Bij deze bank mag dit pensioenvermogen alleen defensief belegd worden (20% aandelen, 70% obligaties, 5% onroerend goed en 5% liquide middelen). Bij de overige banken is het mogelijk om meer dan 40% in aandelen te beleggen, hetgeen recht doet aan de economische realisatie van het pensioenvermogen. Het is echter de vraag of het de belegger toegestaan wordt om, in het geval bekend is dat het belegbaar vermogen pensioenvermogen betreft, ook offensiever te beleggen. In zijn algemeenheid kan niet gezegd worden dat het raadzaam is om over de gehele periode risicomijdend te beleggen. Wel kan in zijn algemeenheid gezegd worden dat het raadzaam is te beleggen volgens het *life cycle-beginsel*. Dit beginsel houdt in dat bij aanvang een meer offensief beleggingsbeleid gevoerd wordt en dat naar mate de pensioengerechtigde leeftijd nadert, de beleggingen steeds meer in solide vastrentende waarden worden vastgezet. Dit beginsel ligt ook ten grondslag aan de adviesplicht die door verzekeraars bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid moet worden nageleefd.²⁶

5.3.7.3 VRIJHEID AF TE WIJKEN VAN UITKOMST

De beantwoording van de gestelde vragen leidt tot categorisatie van de cliënt in verschillende risicoprofielen. Veel beleggingsondernemingen hanteren een puntensysteem – ieder antwoord op een gestelde vraag levert een aantal punten op – aan de hand waarvan cliënten in risicoprofielen gecategoriseerd worden. Vier van de zeven beleggingsondernemingen laten toe dat de cliënt in afwijking van de voorgestelde categorisatie kiest voor zowel een minder

24 Zie ook: ‘Het Pensioen van de DGA in Balans? Advisering vanuit een integrale visie’, in: *Pensioenmagazine*, Uitgeverij Kluwer, J. Borremans, A.J.C.C.M. Loonen, 13e jaargang, nummer 1, januari 2008, p. 33-39.

25 Daarbij realiseren wij ons dat er een fiscale rekenrente is van 4%. Echter om het langlevensrisico en inflatie te bestrijden, is een hoger rendement vaak noodzakelijk.

26 Zie artikel 52 Pensioenwet.

27 Zie Commissie van Beroep DSI 27 januari 2005 in JOR 2005/67.

28 Zie Commissie van Beroep DSI 27 januari 2005 in JOR 2005/67.

risicovolle als een meer risicovolle categorisatie. Dit is toegestaan met dien verstande dat de beleggingsonderneming onder bijzondere omstandigheden de cliënt ervan dient te weerhouden risico's te nemen die hij financieel niet kan dragen.²⁷

Indien de belegger wenst af te wijken, kan hij dit simpelweg doen door een ander profiel aan te kruisen en het formulier te ondertekenen. Bij slechts één beleggingsonderneming moet aangegeven worden wat de reden van deze afwijking is. In de praktijk zal dit nagenoeg niet tot aansprakelijkheid van de beleggingsonderneming leiden indien de cliënt ervoor kiest een minder risicovol beleggingsbeleid na te streven. Indien de cliënt ervoor kiest om risicovoller te (willen) beleggen dan dient de beleggingsonderneming hem te waarschuwen voor de concrete daaraan verbonden risico's. Dit kan betekenen dat de beleggingsonderneming dient te verifiëren of de aard (en horizon) van de beleggingsdoelstelling zich wel verdraagt met een risicovoller beleggingsbeleid. Onder omstandigheden kan dit zelfs inhouden dat de beleggingsonderneming de cliënt (schriftelijk) dient af te raden om risicovoller te beleggen en hem alleen mag toelaten risicovoller te beleggen indien de beleggingsonderneming zich ervan vergewist heeft dat de cliënt zich bewust is van de ernst van de concrete consequenties. Dit alles neemt niet weg dat de beleggingsonderneming onder omstandigheden de cliënt ervan dient te weerhouden risico's te nemen die hij financieel niet kan dragen.²⁸

In zijn algemeenheid kan gezegd worden dat beleggingsondernemingen rekening houden met de ingewonnen informatie door aan de cliënt een risico-profiel toe te kennen. Dit is weliswaar toegestaan maar het neemt niet weg dat het verlenen van beleggingdiensten maatwerk is en het categoriseren van een cliënt niet in iedere situatie recht doet aan zijn persoonlijke omstandigheden. 'Professional judgement' van de adviseur of beheerder in kwestie zal mede benodigd zijn om te voldoen aan de wettelijke verplichting rekening te houden met de ingewonnen informatie.

5.4 Conclusies en aanbevelingen

CONCLUSIES

- Het is gebruik – hoewel niet wettelijk voorgeschreven – dat beleggingsondernemingen gebruik maken van een gestandaardiseerd vragenformulier om op de voet van het ken-uw-client-beginsel informatie over de cliënt in te winnen.
- Het is eveneens gebruik – hoewel niet wettelijk voorgeschreven – dat beleggingsondernemingen cliënten in risicoprofielen categoriseren.
- Beleggingsondernemingen voldoen op hoofdlijnen aan de wettelijke verplichting om informatie in te winnen. Beleggingsondernemingen

schieten op een paar specifieke punten echter te kort bij het inwinnen van informatie over de financiële positie en de kennis en ervaring van de cliënt.

- Het gebruik van gestandaardiseerde vragenformulieren of het categoriseren van cliënten met behulp van risicoprofielen vormt geen waarborg voor het voldoen aan de plicht om bij het adviseren of het beheren rekening te houden met de ingewonnen informatie. Het is de deskundigheid van de desbetreffende medewerker van de beleggingsonderneming om hieraan gevolg te geven.

AANBEVELINGEN

- Beleggingsondernemingen gebruiken dezelfde methodiek (een vragenlijst), maar de wijze is sterk verschillend. De effectenbranche zou een 'best practice' dienen te ontwikkelen ten aanzien van de wijze waarop informatie wordt ingewonnen. Dit betekent niet automatisch dat alle banken en beleggingsondernemingen hetzelfde gestandaardiseerde vragenformulier dienen te hanteren.
- Niet alleen een beleggingsonderneming dient zich te kwijten van haar taak als het gaat om het correct uitvoeren van het ken-uw-cliënt-beginsel. Evenzogoed dient de cliënt diens verantwoordelijkheid te kennen als het gaat om het verstrekken van informatie ten behoeve van het voldoen aan het ken-uw-cliënt-beginsel. Beleggingsondernemingen dienen cliënten hierop te wijzen.
- Beleggingsondernemingen dienen navraag te doen naar de risicobereidheid van de belegger ten aanzien van de kans dat het nagestreefde beleggingsdoel (niet geheel) wordt behaald. Het gaat daarbij niet om de vraag of cliënten bereid zijn tussentijdse waardedalingen te accepteren maar om de vraag of geaccepteerd wordt dat onvoldoende vermogen aan het eind van de beleggingshorizon ontoereikend is.
- Beleggingsondernemingen dienen – indien daar tussentijds aanleiding toe bestaat – periodiek bij de cliënt te verifiëren of persoonlijke omstandigheden gewijzigd zijn. Weliswaar is dit geen wettelijke verplichting, maar past het wel in het 'economisch zorgen' voor de cliënt en het opbouwen van een relatie.
- Beleggingsondernemingen dienen erop toe te zien dat de bij hen in dienst zijnde adviseurs en vermogensbeheerders over voldoende (materiële) deskundigheid beschikken en hun deskundigheid onderhouden (education permanente) om zo de juiste – economisch onderbouwde – conclusies te kunnen verbinden aan de ingewonnen informatie op basis van het ken-uw-cliënt-beginsel.

BIJLAGE 1: OPSOMMING FINANCIËLE INSTRUMENTEN WELKE GETOETST WORDEN						
Bank 1	Bank 2	Bank 3	Bank 4	Bank 5	Bank 6	Bank 7
Converteerbare obligatie	Aandelen	Converteerbare obligatie	Geldmarkt-instrumenten	Aandelen	Aandelen	geen opgave
Bedrijfsobligatie	Aandelenfondsen	Closed-end beleggingsfondsen	Obligaties	Aandelenbeleggingsfondsen	Aandelenfondsen	
Staatsobligatie	Obligaties	Certificaten	Beleggingsfondsen	Obligaties	Obligaties	
Beleggingsfonds met kapitaalbescherming	Obligatiefondsen	Garantieproducten	Gestructureerde producten	Obligatiebeleggingsfondsen	Obligatiefondsen	
Beleggingsfonds met kapitaalbescherming	Hedgefonds	(High) Yield	(vastgoed) CV's	Gestructureerde producten	Gestructureerde producten (zoals garantieproducten)	
Aandelen	Opties	Opties	Aandelen	Alternatives, fund of hedgefonds	Derivaten (zoals opties en futures)	
Commodities	Afgeleide producten	Turbo's en warrants	Private Equity	Opties en afgeleide producten		
Opties	Private Equity	Futures	Derivaten (opties, turbo's en futures)	Converteerbare obligaties en schuldinstrumenten		
Overige complexe producten	Structured products	Hedge funds Private Equity Treasury Obligaties Open-end beleggingsfondsen				