

Veranderingen voor beleggings- ondernemingen: wat, waarom en hoe?

Er komen veel veranderingen op beleggingsondernemingen af, onder meer door nieuwe regelgeving. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is belast met het toezicht op de naleving van deze regels, gericht op onder meer zorgvuldige financiële dienstverlening. De AFM zet daartoe wettelijke instrumenten in, maar kan ook zogenaamde informele maatregelen nemen.

Auteur

Nicole Bastiaansen,
Tamara van der Ster,
Thijs Venneman¹

Als toezichthouder stellen we prioriteiten om daar aanwezig te kunnen zijn waar de risico's het grootst zijn. De AFM investeert daarom tijd en inzet om dergelijke risico's in de markt in kaart te brengen. Bij de keuze voor de in te zetten instrumenten stellen we de gewenste gedragsverandering alsmede het effect dat we willen bereiken centraal. In dit artikel laten we met enkele voorbeelden zien hoe de AFM wil bijdragen aan concrete (gedrags)veranderingen bij financiële ondernemingen. We beschrijven welke belangrijke risico's we in de markt zien of hebben gezien, welke de beoogde gedragsverandering was, de aanpak die hebben gekozen om dit effect te bereiken en waarom we deze keuze hebben gemaakt. Hoewel we ons in dit artikel richten op beleggingsdienstverlening en (gedrags)veranderingen bij beleggingsondernemingen, geldt deze aanpak ook voor tal van andere toezichtactiviteiten van de AFM.

Wat doet de AFM?

De AFM is de gedragstoezichthouder op de financiële markten. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten op het gebied van op sparen, beleggen, verzekeren en lenen. Daarnaast ziet zij toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Het streven van de AFM is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Verbetering van de kwaliteit van advies

Begin 2011 heeft de AFM een intern verkennend onderzoek uitgevoerd naar de kwaliteit van het beleggingsadviesproces bij verschillende beleggingsondernemingen. Hieruit bleek dat de kwaliteit

van het beleggingsadviesproces bij alle dertien onderzochte partijen voor verbetering vatbaar was. Zo zagen we bijvoorbeeld dat de financiële positie van klanten beter zou kunnen worden geïnventariseerd of dat bij het kiezen van een beleggingsoplossing onvoldoende werd aangesloten bij de kenmerken van de klant. Onze inschatting was dat de geconstateerde verbeterpunten niet alleen van toepassing waren op de onderzochte partijen, maar op een bredere groep beleggingsondernemingen. Wij constateerden dat er een risico bestond voor niet-zorgvuldig advies aan klanten.

De Wet op het financieel toezicht (Wft) geeft de AFM verschillende mogelijkheden om ontoereikende advisering aan te pakken, bijvoorbeeld door een boete op te leggen. Een dergelijke financiële sanctie kan een afschrikwekkende werking hebben op de betreffende beleggingsonderneming. De publicatie van een boete kan ook andere partijen afschrikken om de regels te overtreden.

De beantwoording van de vraag of deze afschrikking een effectief middel is, hangt af van de reden dat beleggingsondernemingen zich niet (volledig) aan de regels houden. Wanneer beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders bewust onvoldoende advies geven – omdat zij denken dat de pakkans heel klein is –, kan afschrikking effectief zijn. Wanneer echter blijkt dat ondernemingen meer duidelijkheid over de geldende normen vragen of wanneer de indruk bestaat dat marktpartijen de norm op heel verschillende manieren interpreteren, is dit middel minder effectief.

Om beleggingsondernemingen te ondersteunen bij het naleven van wet- en regelgeving, kan de AFM rapporten en leidraden publiceren. In een leidraad wordt geschetst op welke manier ondernemingen kunnen voldoen aan de gestelde normen of hun dienstverlening of producten kunnen verbeteren. Daarnaast kan een leidraad concrete voorbeelden geven van wenselijk en onwenselijk gedrag, zodat ondernemingen zich hieraan kunnen spiegel.

De indruk bestond dat de geconstateerde verbetermogelijkheden vooral voortkwamen uit onduidelijkheid over naleving van de open normen in de wet. Open normen geven een verplichting weer, maar geven niet in detail weer hoe ondernemingen

aan deze verplichting moeten voldoen. Het gebruik van open normen in de wet kent zowel voor- als nadelen. Enerzijds hebben ondernemingen door open normen bijvoorbeeld meer vrijheid in de wijze van naleving, maar anderzijds kunnen open normen voor ondernemingen leiden tot onzekerheid over de interpretatie van de norm. Open normen vragen meer van het eigen beoordelingsvermogen van ondernemingen over de wijze waarop zij aan de open norm kunnen en willen voldoen. Uiteraard speelt in het gedrag van beleggingsondernemingen ook hun morele kompas een grote rol. Wetgeving is namelijk niet in staat om op elk moment elke mogelijke onwenselijke gedraging te verbieden. Dit vraagt een benadering waarbij 'in de geest van de wet' wordt gehandeld, en niet zozeer 'naar de letter van de wet'.

Om ondernemingen duidelijk te maken hoe ze op een goede manier invulling kunnen geven aan hun wettelijke verplichtingen ten aanzien van het beleggingsadviesproces is een leidraad gepubliceerd. De leidraad 'De klant in beeld'²² geeft aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer. In de leidraad beschrijven we het gehele beleggingsadviesproces, van eerste klantcontact tot nazorg. Ook geven we diverse voorbeelden van goede en onvoldoende adviespraktijken.

De aanpak die de leidraad schetst is uitdrukkelijk niet de enige manier om aan wettelijke verplichtingen te kunnen voldoen. De AFM zal dan ook geen formele handhavingsmaatregelen nemen op de enkele grond dat ondernemingen de aanbevelingen uit de leidraad niet opvolgen. Het gaat erom of een onderneming aan de wet voldoet en passend adviseert, en de leidraad kan daarbij helpen.

Om de aanbevelingen kracht bij te zetten lichten we regelmatig onze ideeën toe, via presentaties bij financiële ondernemingen of bijvoorbeeld de VBA. We gaan met marktpartijen in gesprek, ook om met hun ervaringen ons toezicht te kunnen verbeteren.

Verbetering van de inrichting van de klantportefeuille

Wetenschappelijk onderzoek is kritisch over de prestaties van actieve beleggingsfondsen. Het is bijzonder moeilijk vooraf de actieve fondsen te selecteren die, na aftrek van kosten, een hoger rendement dan de index zullen behalen.³ Zowel actieve als passieve beleggingen behalen als groep, na aftrek van kosten, een lager rendement dan de index. Financiële ondernemingen zouden dan ook niet automatisch voor actief of passief beleggen moeten kiezen. Zij dienen per beleggingscategorie een gedegen afweging te maken tussen actieve en passieve beleggingen.

Uit eigen intern onderzoek van de AFM blijkt dat beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders relatief weinig indextrackers en andere passieve producten adviseren en opnemen in de portefeuilles van particuliere beleggers. Daarnaast blijkt dat niet alle partijen zich voldoende bewust zijn van passieve alternatieven. Zij maken vaak onvoldoende een afweging tussen actief en passief beleggen.



V.l.n.r.:
Tamara van der Ster
Thijs Venneman
Nicole Bastiaansen

Om aanbevelingen aan de gehele markt te geven heeft de AFM gekozen voor de publicatie van een leidraad. De leidraad 'Actief en passief beleggen in het belang van de klant'²⁴ geeft aanbevelingen voor de afweging tussen actief en passief beleggen.

De leidraad heeft tot veel reacties uit de markt geleid, zowel over de inhoud als over het ingezette middel. Voorstanders van actief beleggen waren van mening dat de AFM haar bevoegdheden te buiten ging. Aanhangers van passief beleggen vonden dat de toezichthouder niet stellig genoeg was geweest. Anderen waren van mening dat de AFM niet het juiste middel had ingezet om het beoogde effect te bereiken. In hun ogen was het goed dat de AFM dit onderwerp op de kaart wilde zetten en een discussie hierover wilde bevorderen, maar niet door middel van een dik rapport.

Uit de informele consultatie waren al de nodige inhoudelijke reacties naar voren gekomen, die voor een deel werden verwerkt in de uiteindelijke leidraad. Uit de reacties op de leidraad bleek ook dat een leidraad niet in alle gevallen als de beste manier voor beïnvloeding wordt ervaren. Wij zullen deze feedback zeker betrekken in toekomstige

afwegingen om voor een bepaalde aanpak te kiezen. Het gaat ons tenslotte om het uiteindelijke effect: een zorgvuldige (af)weging van actieve en passieve instrumenten in de portefeuilles van beleggers.

Verbetering van het productaanbod en advisering daarover

Een aantal soorten *indextrackers* is zo complex dat deze niet of lastig te begrijpen zijn voor de gemiddelde consument. Op basis van een onderzoek naar de begrijpelijkheid van *indextrackers* concludeerde de AFM in 2012 dat te complexe *indextrackers* daarom niet zomaar aangeboden moeten worden aan consumenten. Of dat zij alleen aangeboden moeten worden aan consumenten via tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder.⁵ Deze adviseur dient in staat te zijn om op basis van de beschikbare productinformatie te oordelen over de passendheid van een product voor zijn klanten.

De AFM heeft geen wettelijke middelen om af te dwingen dat complexe *indextrackers* niet meer direct worden aangeboden. We kunnen wel een (moreel) beroep doen op de medewerking van financiële ondernemingen. We doen daarom in het rapport aanbevelingen aan aanbieders van *indextrackers* voor het samenstellen en aanbieden van dit type producten aan consumenten.

Voor adviseurs en vermogensbeheerders geldt dat de aanbevelingen hen kunnen helpen bij het selecteren van passende producten voor hun klanten. Aanbieders van *execution only* dienstverlening kunnen de aanbevelingen gebruiken bij de selectie van producten die geschikt zijn om aan te bieden via dit kanaal. Op deze informele wijze kan de AFM ook zonder de inzet van formele maatregelen proberen de kwaliteit van producten en dienstverlening te vergroten.

Zorgvuldige dienstverlening door zuivere bedrijfsmodellen

De AFM ziet verschillende bedrijfsmodellen in de markt waarbij het risico bestaat dat niet in belang van de klant wordt gehandeld. Een voorbeeld hiervan is de beleggingsonderneming die distributievergoedingen (provisies) ontvangt van fondsaanbieders, als vergoeding voor het gebruik van het distributiekanaal van beleggingsondernemingen (banken en vermogensbeheerders). Het ene fonds betaalt een hogere vergoeding dan het andere.

Het risico bestaat dat banken en vermogensbeheerders ervoor kiezen om voor het fonds met de hogere vergoeding aan te bieden of te adviseren, in plaats van het fonds dat (kwalitatief) het beste is voor de belegger.⁶

Een ander risico is dat de kosten niet (goed) zichtbaar zijn voor beleggers. Het is hierdoor voor hen niet duidelijk dat zij deze kosten (indirect) betalen. Zij kunnen geen goede afweging maken over de prijs/kwaliteitsverhouding van de dienstverlening.

De AFM vindt dat banken en vermogensbeheerders vooral zouden moeten kiezen op basis van de kwaliteit van producten, niet op basis van de (indirecte) vergoeding die zij hiervoor krijgen. Om deze

redenen is de AFM voorstander van een systeem van directe beloningen, waarbij de klant zelf direct betaalt voor de dienstverlening.

Er is geen wetgeving die het gebruik van iedere vorm van provisie verbiedt. De AFM is over de bevindingen in gesprek gegaan met partijen in de markt. Dit heeft ertoe geleid dat meerdere partijen bezig zijn om hun bedrijfsmodel te veranderen en te bewegen naar een provisieloos model. In een provisieloos model ontvangt de beleggingsonderneming alleen een vergoeding van de klant, waardoor het risico dat de beleggingsonderneming, vanwege provisie, niet in het belang van de klant handelt, in zijn geheel verdwijnt. Het blijkt lastig om met de gehele markt consensus te bereiken over het afschaffen van alle soorten provisie. Dit kan zijn omdat ondernemingen zich niet kunnen vinden in de visie van de AFM. Mogelijk willen beleggingsondernemingen niet een stap zetten uit vrees voor een concurrentienadeel (*first mover disadvantage*).

De AFM kan (en wil) zelf geen wetgeving opstellen. Wel sturen wij aan de Minister van Financiën jaarlijks een ‘wetgevingsbrief’ waarin wij aangeven welke wetgeving wij graag zouden willen zien. De minister stuurt die wetgevingsbrieven, vergezeld van zijn eigen oordelen en voornemens, met de stukken voor Prinsjesdag aan de Tweede Kamer. Zo is transparant wat de AFM aan verdere ontwikkelingen in het toezicht en aan formeel instrumentarium wenselijk acht. Regering en parlement beslissen vervolgens welke wensen in wetgeving worden omgezet.

Ook op het gebied van provisie hebben wij aangegeven dat wij wetgeving wenselijk achten. De AFM zet in op een verbod op alle vormen van provisie bij beleggingsondernemingen. Het is bij voorkeur een verbod op Europees niveau dat geldt voor alle soorten dienstverlening: vermogensbeheer, beleggingsadvies en “execution only”. Dit onderwerp staat inmiddels ook op Europees niveau op de agenda. Mogelijk komt een provisieverbod via die weg tot stand.

Het thema ‘Vermogensopbouwproducten en de advisering daarover worden verbeterd’

De AFM verdeelt het grootste deel van haar activiteiten in thema’s. Zo kunnen we aan elkaar gerelateerde problemen in samenhang aanpakken. Deze thema’s kunnen voor één of meerdere jaren worden vastgesteld. Een van de thema’s is het onderwerp ‘Verbetering van producten voor en advies over vermogensopbouw’. De AFM streeft ernaar om voorzienbare teleurstellingen te voorkomen bij consumenten die vermogen willen opbouwen door middel van beleggen. Het is belangrijk dat consumenten beleggingsoplossingen krijgen die kostenefficiënt en begrijpelijk zijn, die aansluiten bij een reële behoefte van de consument en die waarmaken wat is beloofd.



Conclusie

Centraal in ons toezicht staan de risico's die wij in de markt zien en hoe wij deze op een effectieve manier kunnen aanpakken. Uit de voorbeelden blijkt dat we bij ieder risico of probleem in de markt een afweging maken welk(e) instrument(en) we gebruiken om het gewenste effect te bereiken. Als toezichthouder kunnen we formele maatregelen nemen, maar staan ons ook informele instrumenten ter beschikking, zoals een gesprek. Ook via generieke publicaties van de AFM proberen we de gewenste gedragsverandering te bevorderen. Deze aanpak stelt ons in staat om zo snel en effectief mogelijk op te treden. Het werken aan een oplossing begint soms al zodra we met de markt in gesprek treden over het onderwerp. Er hoeft dan geen sprake te zijn van overtreding van regelgeving. Voorkomen is beter dan genezen.

Een belangrijke factor die bij de keuze van een instrument een belangrijke rol speelt, is in hoeverre marktpartijen (naar verwachting) hun gedrag aanpassen bij de inzet van een of meerdere instrumenten.

Ons toezicht is erop gericht de kwaliteit van financiële dienstverlening te bevorderen, in het bijzonder ook de kwaliteit van beleggingsdienstverlening. We dragen er graag aan bij dat beleggingsondernemingen hun dienstverlening verbeteren, meer in het belang van de klant gaan handelen, producten aanbieden die toegevoegde waarde leveren aan klanten en een verdienmodel hanteren dat hiermee niet strijdig is. Op de weg naar het doel willen we telkens de middelen kiezen die daar het meest effectief en efficiënt aan bijdragen. Daarover gaan wij graag met de markt in gesprek. ■

Noten

- 1 Nicole Bastiaansen en Tamara van der Ster zijn als toezichthouder werkzaam bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Thijs Venneman is als manager werkzaam bij de AFM. Nicole, Tamara en Thijs houden zich daar onder meer bezig met projecten met betrekking tot de kwaliteit en kosten van beleggingsdienstverlening. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.
- 2 Zie: AFM, De klant in beeld, aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer, november 2011.
- 3 Zie: AFM, De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen, oktober 2011.
- 4 Zie: AFM, Leidraad Actief en passief beleggen in het belang van de klant, oktober 2011.
- 5 Zie: AFM, Onderzoek indextrackers 2012, juni 2012
- 6 Overigens kunnen andere vergoedingen zoals plaatsingsvergoedingen en retourprovisies op transactiekosten dezelfde soort ongewenste 'prikkel' creëren. Plaatsingsvergoedingen zijn provisie's die een beleggingsonderneming ontvangt van een uitgevende instelling voor de distributie van (nieuwe) financiële producten, bijvoorbeeld *structured products*. Deze plaatsingsvergoedingen vertonen veel gelijkenissen met distributievergoedingen. Doordat het ene product een hogere vergoeding oplevert dan het andere, hebben beleggingsondernemingen een prikkel om voor het product met de hogere vergoeding te kiezen, in plaats van te kiezen voor het product dat het beste is voor de beleggers. Bij retourprovisies op transactiekosten ontstaat een prikkel die ertoe kan leiden dat orders worden uitgevoerd die niet in het belang van de klant zijn.