

Modelportefeuilles valkuil voor

De financieel adviseur die voldoet aan de deskundigheidseisen voor Beleggen A mag adviseren over gestandaardiseerde beleggingsproducten zonder restschuld. Deze producten kunnen deel uitmaken van een hypotheek- of een levenproduct, maar kunnen ook geadviseerd worden als los product. In de Wfd worden gestandaardiseerde beleggingsproducten ook wel aangeduid als modelportefeuilles. Dit lijkt een eenduidig begrip. In de praktijk blijken er echter grote verschillen te zijn. Verschillen waaraan de financieel adviseur niet zomaar voorbij mag gaan, omdat de gevolgen van de keuze van een specifieke modelportefeuille verstrekkend kunnen zijn. Sinds de introductie van de Wfd moet de financieel adviseur er namelijk voor zorgen dat de modelportefeuille op ieder moment aansluit bij het risicoprofiel van zijn cliënt.

Door Walter Jans, directeur BBOC

Een compleet beleggingsadvies valt uiteen in vijf onderdelen die ik hieronder kort zal bespreken.

1. *Risicoprofielbepaling.* De financieel adviseur bepaalt het profiel van zijn cliënt middels een vragenlijst. De profielen die daarbij uit de bus komen lopen uiteen van zeer defensief tot zeer offensief. Een risicoprofiel is een risico-/rendementscategorisatie van de cliënt.

Met andere woorden: wat is het maximaal toegestane risico door de cliënt? En welk verwacht rendement hoort daarbij? In de praktijk hanteert iedere maatschappij helaas zijn eigen vragenlijst. Hierdoor verschilt de inventarisatie door de financieel adviseur per maatschappij. Gelukkig worden op dit moment de eerste universele of generieke risicoprofielen in de markt geïntroduceerd.

2. *Bepalen strategische asset-allocation.* Als de financieel adviseur het risicoprofiel van zijn cliënt heeft vastgesteld, moet hij vervolgens

een strategische asset-allocation selecteren die daarbij past. Het gaat daarbij om een verdeling van het vermogen van de cliënt over verschillende beleggingscategorieën die aansluit bij het risicoprofiel. Gedurende de looptijd van de belegging dient de strategische asset-allocation als leidraad voor de vermogensverdeling. Tevens ontstaat een benchmark voor de beleggingsportefeuille. Per beleggingscategorie kunnen we immers een representatieve index (een mandje van specifieke effecten) selecteren. Een actieve belegger zal vervolgens trachten het gewogen rendement van de verschillende indices te verslaan.

3. *Bepalen tactische asset-allocation.* Tussentijds kan het wenselijk zijn licht af te wijken van de strategische asset-allocation. Dit doet zich voor als bepaalde beleggingscategorieën aantrekkelijker lijken dan andere. Middels lichte afwijkingen van de strategische asset-allocation kan het rendement van de portefeuille dan hoger uitpakken dan het rendement van de benchmark. Uiteraard moet daarvoor de inschatting van de belegger met betrekking tot het rendement van de verschillende beleggingscate-

gorieën wel correct zijn. Bij een verkeerde inschatting blijft het rendement van de portefeuille juist achter bij dat van de benchmark. Grote afwijkingen van de strategische asset-allocation zijn per definitie niet toegestaan, omdat de portefeuille dan niet meer aansluit bij het risicoprofiel.

4. *Bepalen operationele asset-allocation.* Als de belegger het risicoprofiel, de strategische- en de tactische asset-allocation heeft bepaald, zal hij vervolgens per beleggingscategorie individuele effecten moeten aankopen. Deze laatste stap is cruciaal. Immers een belegger kan het bij het rechte eind hebben wat betreft de beleggingscategorie, de regio en de sector die goed gaan scoren, maar als hij net de verkeerde aandelen koopt stelt het rendement alsnog teleur. Banken en vermogensbeheerders besteden deze stap van het beleggingsadvies vaak uit aan zogeheten multi-manager specialisten.

5. *Rebalancing.* De samenstelling van een beleggingsportefeuille verandert continu. Ook als een belegger zelf niet ingrijpt. Dit komt doordat de verschillende beleggingen verschillend renderen, waardoor de gewichten van de beleggingen continu aan wijziging onderhevig zijn. Het is dus nodig om een portefeuille eens in de zoveel tijd te herbalanceren ('rebalancing') om deze weer in de buurt te brengen van de oorspronkelijke strategische asset-allocation. Hiermee wordt aansluiting behouden bij het risicoprofiel van de cliënt.

De beleggen A adviseur werkt met kant-en-klare producten (modelportefeuilles). Hij bepaalt het risicoprofiel van zijn cliënt en koppelt deze aan een passende strategische asset-allocation die door de maatschappij in modelportefeuilles wordt aangeleverd. De maatschappij kan in haar modelportefeuilles tevens zorgen voor de tactische- en de operationele asset-allocation en de 'rebalancing'. In de praktijk blijken echter lang niet alle maatschappijen ook deze laatste stappen voor hun rekening te nemen.



Walter Jans.

Beleggen A adviseur

BEMIDDELING EN ADVIES

De beleggen A adviseur heeft de keuze uit twee type relaties die hij met zijn cliënt kan aangaan: execution only (bemiddeling) of advies. In het geval van execution only dienstverlening bemiddelt de financieel adviseur slechts. De cliënt zelf is verantwoordelijk voor de keuze van een beleggingsproduct dat past bij zijn wensen en verwachtingen. In het geval van advies bepaalt de financieel adviseur welk beleggingsproduct past bij de wensen en verwachtingen van zijn cliënt.

In het geval van advies is de zorgplicht veel uitgebreider en bevat onder meer een inventarisatie, een analyse, een advies- en een motiveringsplicht. De financieel adviseur zal in dit geval moeten werken met modelportefeuilles. In het geval van execution only kunnen ook losse beleggingsfondsen worden aangeboden. Belangrijk is wel dat de financieel adviseur in het geval van execution only de cliënt nadrukkelijk wijst op de aard van de dienstverlening. De Wfd gaat namelijk uit van een 'vermoeden van advies'. Als de cliënt niet expliciet is gewezen op de execution only aard van de dienstverlening, ontstaat er automatisch een adviesrelatie met de cliënt met alle gevolgen (een uitgebreidere zorgplicht) van dien.

DESKUNDIGHEIDSEISEN

In bijlage 6 van het Besluit Financiële Dienstverlening (Bfd) vinden we 22 expliciete deskundigheidseisen voor Beleggen A. Een belangrijk deel van de eisen heeft betrekking op de 'strategische asset-allocatie' en de 'modelportefeuilles'. Hieruit komt duidelijk naar voren dat de Beleggen A-adviseur adviseert over kant-en-klare producten en dat hij zelf niet mag adviseren over individuele effecten (tactische- en operationele asset-allocatie).

De deskundigheidseis met de grootste gevolgen is artikel 4.b. Dit artikel stelt het volgende: "De financiële dienstverlener inzake effec-

ten is in staat, ten aanzien van het beheer en mutatie van de overeenkomst inzake effecten vast te stellen of bijsturing van de portefeuille nodig is, gegeven het eerder vastgestelde risicoprofiel." Deze deskundigheidseis maakt de financieel adviseur verantwoordelijk voor het 'rebalancen' van de modelportefeuille! De financieel adviseur wordt als het ware op de stoel van de vermogensbeheerder gezet. Dit is een onwenselijke situatie, omdat de adviseur onmogelijk op ieder moment kan zorgen dat de portefeuilles van al zijn cliënten nog steeds aansluiten bij het eerder vastgestelde risicoprofiel. Bovendien krijgt hij geen vergoeding voor dit onderhoud ('het rebalancen') van modelportefeuilles.

Op twee manieren kan men toch voldoen aan deze zware deskundigheidseis. In de eerste plaats kan de adviseur kiezen voor execution only. De cliënt zelf is dan verantwoordelijk voor de match tussen beleggingsportefeuille en risico. Daarnaast kan hij kiezen voor modelportefeuilles waarin de aanbieder zorgt voor het onderhoud. Het profiel van de modelportefeuille staat door de 'rebalancing' vast en hoeft dus niet door de financieel adviseur zelf bewaakt te worden. In de praktijk blijken helaas lang niet alle aanbieders van modelportefeuilles te 'rebalancen', waardoor er een grote last bij de financieel adviseur komt te liggen.

LOSSE BELEGGINGSFONDSEN

Alle aanbieders van modelportefeuilles zorgen bij aanvang van de beleggingen voor een bepaalde strategische asset-allocatie. Lang niet alle aanbieders zorgen echter ook voor de tactische- en operationele asset-allocatie en het 'rebalancen' van de portefeuille. Om deze taken wel op zich te nemen hebben de aanbieders twee opties. Of zij gaan een vermogensbeheerrelatie met de eindklant aan. Of zij maken gebruik van modelfondsen waarvan het profiel (de strategische asset-allocatie) door de tijd vaststaat.

Het probleem ontstaat bij aanbieders die werken met losse beleggingsfondsen (in veel gevallen aanbieders van beleggingshypotheken en -verzekeringen). De financieel adviseur moet dan namelijk zelf een modelportefeuille opstellen door losse beleggingsfondsen te combineren. Na verloop van tijd is de onderlinge verhouding van de beleggingsfondsen niet meer hetzelfde en is actie (door de adviseur) benodigd! In het geval van losse beleggingsfondsen kan de adviseur dan ook beter kiezen voor een execution only relatie met zijn cliënt. Hiermee beperkt hij zijn eigen aansprakelijkheid. In de praktijk houden met name de producten van verzekeraars nog onvoldoende rekening met deze gevolgen en komt er een grote last bij de adviseur te liggen.

WAAKZAAMHEID GEBODEN

Samenvattend kunnen we stellen dat de Beleggen A adviseur alert moet zijn op twee zaken. Allereerst moet hij nauwkeurig de gewenste vorm van dienstverlening (execution only of advies) vaststellen. In het geval van advies moet hij daarna weloverwogen modelportefeuilles selecteren. De financieel adviseur is verantwoordelijk voor het continue evenwicht tussen de beleggingsportefeuille en het risicoprofiel van zijn cliënt. Hij moet daarom met modelportefeuilles werken waarvan het risicoprofiel vaststaat. Werkt de adviseur met modelportefeuilles waarvan het risicoprofiel niet vaststaat, dan is het verstandig deze producten aan te bieden op execution only-basis. Uiteraard kunnen er in dat laatste geval wel vraagtekens worden gezet bij de kwaliteit van dienstverlening. De cliënt krijgt in de toekomst dan immers te maken met een beleggingsportefeuille die niet meer aansluit bij zijn risicoprofiel. De beste dienstverlening komt dan ook tot stand wanneer de financieel adviseur een modelportefeuille selecteert, die door de aanbieder wordt onderhouden ('rebalanced'). ■