



# Risicoprofielen onderling weinig consistent

Financiële ondernemingen zijn verplicht hun cliënt te kennen. Informatie over de financiële kennis, ervaring en risicobereidheid van de cliënt dient te worden ingewonnen. De risicobereidheid wordt meestal vastgesteld met risicovragenlijsten. Een onderzoek onder particuliere beleggers toont aan dat de uitkomsten van deze risicovragenlijsten sterk verschillen tussen banken. Dit leidt tot grote verschillen in geadviseerde vermogensverdelingen en potentiële beleggingsopbrengsten.

**F**inanciële ondernemingen, zoals banken, beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen zijn verplicht om hun cliënt te kennen. Er dient voldaan te worden aan het Ken-Uw-Cliënt-beginsel (kader 1). In de praktijk betekent dit dat een financiële onderneming gegevens inwint over een cliënt en deze combineert met een risicovragenlijst met meerkeuzevragen. Ieder antwoord kent een puntentoekening. Op basis van een totaalstelling van de punten wordt een risicoprofiel toegekend aan de belegger en zijn beleggingen. Een risicoprofiel leidt tot een door de bank aanbevolen vermogensverdeling, een combinatie van bijvoorbeeld

aandelen, obligaties, liquiditeiten en onroerend goed. Zowel het risicoprofiel als de vermogensverdeling kan voor elke bank anders zijn en is niet wettelijk voorgeschreven. Het doel van deze risicovragenlijst is om het voor financiële ondernemingen mogelijk te maken op een gestandaardiseerde manier informatie in te winnen die relevant is voor het goed adviseren over of het beheren van vermogen. Zo kunnen de risico's van de geadviseerde vermogensverdeling beter worden afgestemd op de risicobereidheid van de particuliere belegger. Een ander doel van de risicovragenlijst is de particuliere belegger inzicht te geven in zijn eigen risicobereidheid.

## Onderzoeksvraag en methodologie

De centrale vraag van dit onderzoek is: Krijgt eenzelfde particuliere belegger op basis van risicovragenlijsten bij de diverse banken gelijke risicoprofielen en daaraan gekoppelde vermogensverdelingen geadviseerd of zijn er grote verschillen tussen de banken? Er zijn drie subvragen gesteld: Hoe verhouden de percentages geadviseerde vermogenscategorieën (aandelen, obligaties, alternatieve beleggingen en liquide middelen) zich tot elkaar bij de diverse banken?

**TOM LOONEN EN  
FRED VAN RAAIJ**

Deeltijd DSI-research fellow  
aan de Universiteit van  
Amsterdam en hoogleraar  
Economische Psychologie  
aan de Universiteit van  
Tilburg

Zijn de adviezen die particuliere beleggers krijgen op basis van de uitkomsten van de risicovragenlijsten consistent tussen de diverse banken?

Welke verschillen in opbrengsten vertonen deze vermogensverdelingen?

Om tot een antwoord op deze vragen te komen zijn zes risicovragenlijsten met meerkeuzevragen van zes verschillende banken voorgelegd aan 53 particuliere beleggers. Er is bij de werving van beleggers om aan het onderzoek deel te nemen (aselecte steekproef) geen onderscheid gemaakt in beleggingservaring, kennis of geselecteerd op andere criteria. Deze beleggers is gevraagd om binnen een uur de zes risicovragenlijsten in te vullen. Dit om te voorkomen dat externe omstandigheden, zoals nieuwsberichten of het beursklimaat, van invloed kunnen zijn op de wijze van beantwoorden van de vragen. Daarbij waren de respondenten niet op de hoogte van welke banken de risicovragenlijsten afkomstig waren. In totaal hebben 45 beleggers de risicovragenlijsten volledig ingevuld. Bij het onderzoek is er geen rekening gehouden met selecties op fondsniveau van individuele banken. Deze selectie kan van invloed zijn op het uiteindelijke rendement. Ook met kosten en fiscale druk, die van invloed kunnen zijn, is geen rekening gehouden. Met de mogelijkheid dat een bank in een persoonlijk gesprek nadere informatie verzamelt om zo tot het uiteindelijke risicoprofiel te komen wordt evenmin rekening gehouden. Alleen de vragenlijsten die gebruikt worden om een risicoprofiel vast te stellen, zijn onderzocht.

#### Kader 1

### Het Ken-Uw-Cliënt-beginsel

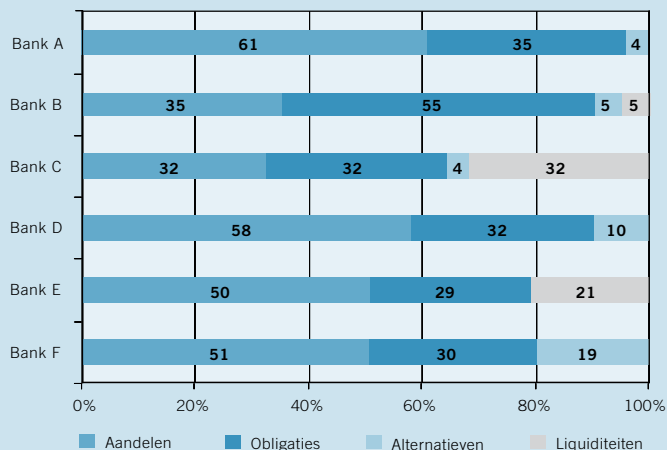
**Een financiële onderneming die de cliënt adviseert of zijn vermogen beheert, dient informatie in te winnen over de financiële positie van de cliënt, diens kennis en ervaring, diens doelstellingen en diens risicobereidheid (art. 4:23 lid 1, sub 1 Wft). De hoeveelheid in te winnen informatie is afhankelijk van het soort cliënt, de aard en omvang van de beleggingsdienst, het beoogde soort financiële instrument, de complexiteit ervan en de daarmee samenhangende risico's (art. 80c lid 1 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgif)).**

**Ditzelfde besluit schrijft voor dat de in te winnen informatie gegevens dient te bevatten over het soort beleggingsdiensten en financiële instrumenten waarmee de cliënt vertrouwd is, de aard, het volume en de frequentie van de transacties in financiële instrumenten van de cliënt en de periode waarin deze verricht zijn, en de opleiding en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep of vorige beroepen van de cliënt.**

SINDS 1916

Figuur 1

Gemiddelde percentages van de vier vermogenscategorieën, afgerond op gehele percentages. (N=45 beleggers; voor bank C geldt N=44 beleggers).



Deze informatie is van de betrokken banken verkregen.

### Geadviseerde vermogensverdeling

Met de verkregen antwoorden op de risicovragenlijsten is per bank een risicoprofiel vastgesteld. Dit risicoprofiel leidt per bank tot een vermogensverdeling. Allereerst zijn de vermogensverdelingen van de verschillende banken vergeleken. Het blijkt dat de betrokken banken, behoudens banken B en C, het meest in aandelen beleggen. Bank B is de enige bank die het hoogste percentage in obligaties adviseert. Bij bank C is het percentage aandelen even hoog als de percentages obligaties en liquide middelen. Alternatieve beleggingen, veelal onroerendgoed- en hedgefondsen, worden door alle banken in de geadviseerde profielen als laagste percentage geadviseerd. De bevindingen zijn weergegeven in figuur 1. Hieruit blijkt dat banken, behalve de banken E en F onderling, sterk verschillen in de geadviseerde vermogensverdeling. Er zijn slechts positieve, maar niet altijd significante correlaties gevonden tussen de geadviseerde percentages aandelen bij de zes banken (tabel 1). Het percentage aandelen bij bank F correleert significant met de percentages aandelen bij alle andere banken, terwijl voor de banken A tot en met E een gemengd patroon van significante en niet-significante correlaties te zien is. Alle correlaties zijn positief en negen van de vijftien correlaties in tabel 1 zijn significant. Dit betekent dat de percentages aandelen van de zes banken onderling samenhangen en er een patroon is dat banken redelijk consistent zijn in hun advisering van aandelen. Dit wil overigens niet zeggen dat hun advisering over alle vermogenscategorieën consistent is.

### Interactie tussen vermogenscategorieën

Om de onderlinge dynamiek te beschrijven wordt de complementariteit en substitutie van de vermogenscategorieën geanalyseerd. Daarom zijn de correlaties tussen de vier categorieën voor elke bank apart (tabel 2) berekend. Een significante positieve correlatie wijst op een complementair verband tussen twee vermogenscategorieën: als een bank een hoog percentage van de ene categorie adviseert, zal deze bank ook een hoog percentage van de andere categorie

Tabel 1

Correlatiepatroon van de geadviseerde percentages aandelen bij de zes banken.

	Bank A	Bank B	Bank C	Bank D	Bank E
Bank B	0,075				
Bank C	0,175	0,477**			
Bank D	0,388**	0,068	0,160		
Bank E	0,122	0,542**	0,664**	0,279	
Bank F	0,338**	0,383**	0,611**	0,358*	0,509**

\* significant met  $p < 0,05$ . \*\* significant met  $p < 0,01$

Tabel 2

## Correlaties tussen de vier vermogenscategorieën bij de zes banken.

		Aandelen	Obligaties	Alternatieven
Bank A	Obligaties	-0,998**		
	Alternatieven	-0,806**	0,771**	
	Liquiditeiten	-	-	-
Bank B	Obligaties	-1,000**		
	Alternatieven	-	-	
	Liquiditeiten	-0,340*	0,340*	-
Bank C	Obligaties	-0,058		
	Alternatieven	0,779**	0,255	
	Liquiditeiten	-0,757**	-0,606**	-0,814**
Bank D	Obligaties	-1,000**		
	Alternatieven	-	-	
	Liquiditeiten	-	-	-
Bank E	Obligaties	-0,236		
	Alternatieven	-	-	
	Liquiditeiten	-0,834**	-0,340*	-
Bank F	Obligaties	-0,981**		
	Alternatieven	-0,518**	0,343*	
	Liquiditeiten	-	-	-

\* significant met  $p < 0,05$ . \*\* significant met  $p < 0,01$ .

adviseren. Een significante negatieve correlatie wijst op een substitutieverband tussen twee vermogenscategorieën: als een bank een hoog percentage van de ene categorie adviseert, zal deze bank juist een laag percentage van de andere categorie adviseren. Omdat de totalen op honderd procent moeten uitkomen, ligt substitutie (negatieve correlatie) meer voor de hand dan complementariteit (positieve correlatie). In tabel 2 staan dan ook meer negatieve dan positieve correlaties. Zo adviseert bank A haar cliënten om op basis van het risicoprofiel geen liquide middelen aan te houden. Het percentage alternatieve beleggingen is bij bank A vrijwel altijd vijf procent. Het percentage aandelen is significant negatief gecorreleerd met obligaties en met alternatieve beleggingen, terwijl obligaties en alternatieve beleggingen onderling positief gecorreleerd zijn. Bank A heeft een substitutie tussen aandelen enerzijds en obligaties en alternatieve beleggingen anderzijds. Uit tabel 2 blijkt dat banken A, B, D en F een bijna perfecte substitutie hebben tussen aandelen en obligaties, terwijl dat bij banken C en E niet het geval is. Bank C gebruikt alle vier vermogenscategorieën; de vermogensverdelingen worden hier gedifferentieerd ingevuld. Bank C past blijkbaar een gedifferentieerde keuzeregule toe waarbij alle mogelijkheden worden gebruikt. Aandelen zijn hier complementair aan alternatieve beleggingen. Bank C heeft een substitutie tussen liquiditeiten en de drie andere categorieën (aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen). Voor bank E geldt een substitutie tussen aandelen en obligaties enerzijds en liquiditeiten anderzijds.

### Gevolgen voor de particuliere belegger

Nu er duidelijke verschillen zijn vastgesteld tussen de zes banken, zowel in de gemiddelde percentages (figuur 1) als in de substitutie en complementariteit van de vermogenscategorieën (tabel 2), worden de gevolgen van deze verschillen voor de particuliere belegger, de cliënt van de banken, nader belicht. De gevolgen hebben betrekking op de verwachte eindopbrengsten voor de particuliere beleggers. Allereerst is beken in hoeverre de geadviseerde vermogensverdelingen tussen de banken enigszins consistent zijn. Dit is gedaan door de percentages aandelen die geadviseerd zijn te vergelijken. De reden hiertoe is dat doorgaans

aandelen een dominante factor zijn in het bepalen van het te behalen rendement. Het is algemeen geaccepteerd dat in de meeste gevallen aandelen op een lange termijn een hoger rendement bieden dan bijvoorbeeld obligaties. Indien het verschil tussen het hoogste en het laagste percentage aandelen dat bij een particuliere belegger geadviseerd is, kleiner of gelijk is aan veertig procent, wordt dit beschouwd als een redelijk consistent advies. In drie van de 45 gevallen (zes procent) blijken de geadviseerde vermogensverdelingen van de zes banken redelijk consistent te zijn. In de eerste rij van tabel 3 is aangegeven hoe groot de intervallen van de aanbevolen vermogensverdelingen bij een consistent advies zijn. In 42 van de 45 gevallen (94 procent) hebben de uitkomsten van de risicovragenlijsten en de hierop gebaseerde vermogensverdelingen van de zes banken echter een grote tot zeer grote variatie ten opzichte van elkaar. Zo komt het veelvuldig voor dat een particuliere belegger met in beginsel één risicobereidheid sterk verschillende vermogensverdelingen geadviseerd krijgt. In 24 gevallen zijn zeer grote variaties in de adviezen aangetroffen. Daarbij zijn alleen de variaties in adviezen in aandelen beken. Deze kunnen per particuliere belegger variëren met het percentage in aandelen van 13-45 procent, 44-70 procent, maar ook meer extreme verschillen komen voor zoals 20-100 procent, 20-70 procent, 10-70 procent en 0-70 procent. Een belegger krijgt dus op basis van zijn antwoorden op de risicovragenlijsten vermogensverdelingen geadviseerd die een grote inconsistentie vertonen. In de tweede rij van tabel 3 is aangegeven hoe groot de spreiding van de aanbevolen vermogensverdeling bij een inconsistent advies is. Voorts is onderzocht welke financiële gevolgen deze verschillende geadviseerde vermogensverdelingen hebben op de verwachte eindopbrengsten, de beleggingsresultaten voor de particuliere beleggers. Om deze eindopbrengsten te berekenen zijn de vermogensverdelingen per profiel in een *Asset Liability Management* (ALM)-model geplaatst. De rekenkundige rendementen zijn gebaseerd op het verleden, waarbij voor de kansberekening rekening is gehouden met de standaarddeviatie en autocorrelatie uit het verleden van relevante indices. Op grond van de vermogensverdelingen van de zes banken zijn vervolgens voor alle deelnemende beleggers in dit onderzoek de verwachte eindopbrengsten na tien jaar berekend. Uitgangspunt is een initiële investering van tienduizend euro. De hoogst verwachte eindopbrengst blijkt te variëren tussen 18.000 en 22.000 euro met een gemiddelde van 19.841 euro. De laagst verwachte eindopbrengst blijkt te variëren tussen 14.000 en 20.000 euro met een gemiddelde van 16.346 euro. Het verschil tussen de hoogst en de laagst verwachte eindopbrengst blijkt te variëren tussen 157 en 6.230 euro met een gemiddeld verschil van eindopbrengst van 3.495 euro. Dit betekent dat het voor particuliere beleggers veel uitmaakt welke bank het risicoprofiel vaststelt en op grond daarvan de vermogensverdeling bepaalt.

Tabel 3

## Voorbeelden van consistente en inconsistente adviezen aan twee particuliere beleggers (aandeel in de geadviseerde portefeuille in procenten).

	aandelen	obligaties	alternatieven	liquiditeiten
consistent	60-70	10-25	0-20	0-23
inconsistent	20-100	0-70	0-10	0-21



Tabel 4

Verwachte eindopbrengst bij een consistent en een inconsistent advies (in euro's).

	Bank A	Bank B	Bank C	Bank D	Bank E	Bank F	Gemiddelde	Meest verdienende vermogensverdeling	Minst verdienende vermogensverdeling
Verwachte eindopbrengst bij een consistent advies	19.838	19.806	19.145	20.014	19.599	19.681	19.681	20.014	19.145
Verwachte eindopbrengst bij een inconsistent advies	20.971	16.377	17.923	20.014	19.599	19.681	19.094	20.971	16.377

## Variatie in eindopbrengsten

Voor beleggers gaat een hoge hoogste eindopbrengst vaak samen met een hoge laagste eindopbrengst, want er is een significant positieve correlatie tussen de hoogste en laagste eindopbrengst. Particuliere beleggers zitten dus als het ware met hun interval tussen hoogste en laagste eindopbrengst systematisch hoger of lager. Voor beleggers gaat een hoge hoogste eindopbrengst vaak samen met een groot verschil tussen hoogste en laagste eindopbrengst, want er is een significant positieve correlatie (0,39) tussen de hoogste eindopbrengst en het verschil tussen hoogste en laagste eindopbrengst. Hoe hoger de hoogste eindopbrengst is, hoe groter het verschil is tussen hoogste en laagste eindopbrengst. Een hoge hoogste eindopbrengst brengt een hoog risico met zich mee op lagere uitkomsten. Voor beleggers gaat een lage laagste eindopbrengst vaak samen met een groot verschil tussen hoogste en laagste eindopbrengst, want er is een significant negatieve correlatie (-0,66) tussen de laagste eindopbrengst en het verschil tussen hoogste en laagste eindopbrengst. Hoe lager de laagste eindopbrengst is, hoe groter het verschil is tussen hoogste en laagste eindopbrengst. Een lage laagste eindopbrengst brengt een hoog risico met zich mee. De laagste en hoogste, eindopbrengst berekend voor alle deelnemers aan het onderzoek, is gecorreleerd met percentages die de zes banken gaven aan de vier vermogenscategorieën. In een aantal gevallen konden de correlaties niet worden berekend, omdat de banken geen variatie vertoonden in de desbetreffende percentages. Dit was vooral het geval bij liquiditeiten en alternatieve beleggingen. Uit de analyse blijkt dat de percentages aandelen voor alle zes banken significant positief gecorreleerd zijn met de hoogste en laagste eindopbrengst. Het percentage aandelen bepaalt dus in positieve zin het voorspelde rendement. Beleggers bij wie een hoog percentage aandelen is geadviseerd, zitten aan de bovenkant bij zowel de hoogste als de laagste eindopbrengst. Aandelen hebben dus inderdaad een relatief hoog rendement en een hoog risico. Bij vier van de zes banken geldt dat de percentages obligaties negatief gecorreleerd zijn met de hoogste en laagste eindopbrengst. Voor banken C en E zijn obligaties niet significant gecorreleerd met de eindopbrengst. Het percentage obligaties bepaalt dus voor vier banken in negatieve zin het voorspelde rendement. Beleggers bij wie een hoog percentage obligaties is geadviseerd, zitten aan de onderkant bij zowel de hoogste als

de laagste eindopbrengst. Obligaties hebben dus inderdaad een relatief laag rendement en een laag risico.

## Beleidsimplicaties

Standaardisatie van de door de banken gebruikte risicovragenlijsten zal meer consistentie geven in de adviezen. Daarmee wordt informatie die van belang is in het kader van het Ken-Uw-Cliënt-beginsel eenduidiger vastgesteld en kan de informatie consistentier worden geïnterpreteerd. Op deze wijze wordt voorkomen dat particuliere beleggers worden geconfronteerd met inconsistente risicoprofielen en daarop gebaseerde adviezen en vermogensverdelingen. Het nader onderzoeken van de methodiek van vragenstellen en waarden van de antwoorden, om zo te komen tot een *best practice* in de financiële sector, kan een eerste stap zijn in het verder standaardiseren van risicovragenlijsten ('t Hart en Loonen, 2008). De uiteindelijke invulling van de vermogensverdeling met bijvoorbeeld aandelen en obligaties kan per financiële onderneming verschillend zijn. Financiële ondernemingen kunnen zich zo onderscheiden in hun advisering van cliënten, maar de variatiebreedte van geadviseerde vermogensverdelingen en eindopbrengsten zal waarschijnlijk minder groot zijn. Standaardisatie van vragenlijsten en de hieruit voortvloeiende consistentere adviezen helpen vooral de particuliere belegger die lijdt aan informatieoverdaad en die door de grote hoeveelheid mogelijkheden het overzicht verliest (Van Raaij, 2008). Het is in feite een vorm van libertair paternalisme (Sunstein en Thaler, 2003) om cliënten een consistent advies te geven dat het best bij hen past, terwijl ze de vrijheid behouden om van het gegeven advies af te wijken.

## Conclusie

Weliswaar is in de wet vastgelegd welke informatie in het kader van het Ken-Uw-Cliënt-beginsel door de bank dient te worden ingewonnen, maar de vorm waarin dit gebeurt is vrijgelaten. Deze vormvrijheid draagt niet bij tot consistentie binnen de financiële sector. Vergelijking tussen in dit geval banken wordt voor de particuliere belegger niet eenvoudiger gemaakt. Het blijkt voor particuliere beleggers een groot verschil uit te maken bij welke bank ze een risicoprofiel en vervolgens een vermogensverdeling laten opstellen. Van een consistente uitkomst, als het gaat om de risicoprofielen en daaraan gekoppelde vermogensverdelingen, is nauwelijks sprake. Terwijl de particuliere belegger in dit onderzoek toch één risicobereidheid zou moeten vertonen en een consistent advies zou moeten krijgen. De verschillen in vermogensverdeling tussen de verschillende banken kan bestaan uit een aanzienlijk hoger of lager percentage aandelen of obligaties, en dus een meer of minder riskante vermogensverdeling. Het blijft wenselijk dat banken vanuit concurrentieoverwegingen verschillen maken in de invulling van de vermogensverdelingen in termen van specifieke aandelen en obligaties.

### LITERATUUR

- Hart, F. 't en A. Loonen (2008) Het ken-uw-cliënt-beginsel bezien. In: *Beleggingsdienstverlening in het MiFID-tijdperk*, A. Loonen (red.), Amsterdam: NIBE-SVV.
- Raaij, W. van (2008) Financieel toezicht en de consument. *ESB*, 93(4543S), 29-33.
- Sunstein, C. en R. Thaler (2003) Libertarian paternalism is not an oxymoron. *University of Chicago Law Review*, 70(4), 1159-1202.