

# Hart Advocaten: AFM wil invloed op verwachte rendementen

Christian Wulf

21 september 2022

...



**De AFM heeft geconcludeerd dat de gehanteerde verwachte rendementen op neutrale portefeuilles flink uiteen lopen. De AFM wil dat het concrete doelvermogen wordt ingewonnen en dat gedurende de relatie moet worden nagaan of dit doelvermogen wordt behaald. Via een aanvullende bijlage bij een leidraad wil de AFM invloed uitoefenen op rendementsverwachtingen. Hoe toekomstig rendement berekend dient te worden staat er echter niet in.**

De AFM heeft in 2021 bij 18 beleggingsondernemingen onderzoek verricht naar de geprognoseerde rendementen bij een neutraal risicoprofiel. Of en in welke mate deze onderzochte risicoprofielen dezelfde asset-allocation hadden blijkt niet uit het onderzoek. Waarschijnlijk is de invulling van de diverse effectenportefeuilles niet gelijklopend, te meer het begrip 'neutraal risicoprofiel' niet wettelijk gedefinieerd is. Beleggingsondernemingen zijn vrij om dit begrip wel of niet te gebruiken en zijn dus vrij in de concrete betekenis daarvan.

Tom Loonen concludeerde eerder dit jaar in ESB dat er tussen risicoprofielen grote verschillen waarneembaar zijn. Zo werd er bij zes banken voor hetzelfde risicoprofiel

een verschillende asset-allocatie aangehouden. Dit kan tot aanzienlijke verschillen in risico en rendement leiden, aldus Loonen.

Uit het onderzoek van de AFM volgt dat het verwachte bruto jaarrendement op de lange termijn voor een portefeuille met een neutraal profiel uiteen loopt tussen de 2,7 en 7 procent op jaarbasis. Het gevolg hiervan is dat er grote verschillen ontstaan in uitkomsten in de haalbaarheidsanalyse. De AFM rekent voor dat bij een inleg van 50.000 euro en een beleggingshorizon van 20 jaar het verwachte eindkapitaal bij 1,2 procent nettorendement neerkomt op 63.472 euro.

Bij een verwacht nettorendement van 5,5 procent komt het verwacht eindkapitaal op meer dan het dubbele, namelijk 145.888 euro. Uit het onderzoek van de AFM volgt verder dat de spreiding grotendeels voortkomt uit het feit dat beleggingsondernemingen andere verwachte rendementen hanteren voor de verschillende beleggingscategorieën.

## **Aanvulling leidraad**

De uitkomsten van dit onderzoek hebben ertoe geleid dat de AFM heeft besloten tot een aanvulling op de leidraad 'Leidraad Advies- en vermogensbeheerdienstverlening' die tot eind september geconsulteerd wordt. Directe aanleiding voor het opstellen van de aanvulling is dat de AFM vermoedt dat een deel van de rendementsverwachtingen niet realistisch is. Waarop dat vermoeden gebaseerd is, blijkt niet uit het onderzoek. Met deze aanvulling op de leidraad geeft de AFM beleggingsondernemingen handvatten bij het bepalen van verwachte rendementen als onderdeel van de geschiktheidstoets.

## **Kenmerken van goede berekeningsmethode:**

In de aanvullende bijlage bij de 'Leidraad Advies- en vermogensbeheerdienstverlening' heeft de AFM negen kenmerken van een goede berekeningsmethode voor verwacht rendement opgenomen. Deze zijn de volgende:

1. De berekening is navolgbaar en wordt vastgelegd
2. Verantwoordelijkheid bij uitbesteding
3. Representatieve referentie-index per beleggingscategorie
4. Voldoende historie
5. Rekening houden met de actuele rentestand bij het berekenen van obligatierendement
6. Extra check bij het gebruik van historische rendementen
7. Terughoudendheid met individuele outperformance
8. Minimaal jaarlijks actualiseren
9. Transparantie over de berekening en de uitkomst

De AFM schrijft niet één bepaalde berekeningsmethode voor, maar volstaat met het benoemen van enkele kenmerken van een goede berekeningsmethode. Deze kenmerken zijn niet perse concreet te noemen aangezien deze alsnog verschillend te interpreteren zijn. Hoe toekomstig rendement berekend dient te worden staat dus niet in deze leidraad.

## **Kritische kanttekeningen**

Hoewel het een goede zaak is dat de AFM waakt dat aan beleggers geen onrealistische rendementen worden voorgehouden dienen er wel een paar kritische kanttekeningen worden geplaatst ten aanzien van de wijze waarop de AFM dit wenst te bereiken.

1. De eerste kanttekening is dat uit het onderzoek niet blijkt hoe de asset-allocation van de onderzochte neutrale profielen was en de concrete invulling van de (model-)portefeuilles. Hierdoor ontstaat het risico dat appels met peren worden vergeleken. Denkbaar is verder dat de verwachte rendementen om plausibele redenen uiteenlopen gelet op de verschillen in de portefeuilles zelf en dus ook de te verwachten risico's.
2. De tweede is dat het consultatiedocument niet vermeldt dat het presenteren van in het verleden behaalde beleggingsresultaten en geprognoseerde rendementen Europees rechtelijk is gereguleerd. De Gedelegeerde MiFID II Verordening bevat diverse voorschriften teneinde een misleidende voorstelling van zaken te voorkomen. Hoe geprognoseerd rendement moet worden berekend is echter niet wettelijk voorgeschreven. De vraag is of het de AFM toestaat dit op nationaal niveau alsof te reguleren. Een leidraad van de AFM wordt veelal ervaren en toegepast als 'wet'.
3. De derde is dat de AFM in haar persbericht behorend bij de publicatie van het consultatiedocument aangeeft dat het noodzakelijk is dat beleggingsondernemingen een realistisch verwacht rendement vaststellen om te kunnen voldoen aan de geschiktheidstoets. Dat is opmerkelijk, omdat er geen wettelijke norm bestaat op grond waarvan een beleggingsonderneming begrippen als 'neutraal' of 'offensief' dient te hanteren en evenmin bestaat een wettelijke grondslag om aan klanten het verwachte rendement op een effectenportefeuille te tonen. De beleggingsonderneming die dit alles niet doet, handelt niet in strijd met de wet.
4. De vierde is de vraag hoe deze aanvulling op de leidraad moet worden begrepen. In de leidraad (ook haar voorganger 'Klant in beeld') en het in februari 2014 gepubliceerde onderzoek naar de kwaliteit van beleggingsdienstverlening geeft de AFM aan dat beleggingsondernemingen zoveel mogelijk het concrete doelvermogen aan het einde van de beleggingshorizon van hun klanten moeten inwinnen als onderdeel van het ken-uw-cliënt beginsel. De combinatie van deze verplichting, de wens om beleggingsondernemingen te bewegen om meer vergelijkbare risicoprofielen te hanteren en om een meer uniforme wijze rendementen te berekenen heeft een serieuze impact op de werkwijze en het verdienmodel van beleggingsondernemingen.

De vraag die opkomt is waarom de AFM - bij onrealistische rendementen - niet handhaaft via de open norm van artikel 4:19 Wft waarin staat dat informatie correct, duidelijk en niet misleidend moeten zijn. De gedachte van de informatieplichten is dat een cliënt daarmee inzicht krijgt in de relevante kernmerken van een financieel instrument en in het bijzonder kosten en risico's (en daarmee omvat het dus ook een correcte en niet misleidende rendementsverwachting).

***Christian Wulf is advocaat en know how manager bij Hart Advocaten, één van de kennisexperts van Investment Officer die maandelijks een bijdrage levert.***

