

HANDREIKING

BELEGGINGSBELEID

PARTICULIERE CLIËNTEN



dutch fund and asset
MANAGEMENT ASSOCIATION



vba beleggingsprofessionals

Contactgegevens

DSI

Postbus 3861
1001 AR Amsterdam
Telefoon: 020 620 12 74
Email: info@dsi.nl

DUFAS

Bordewijklaan 8
2591 XR Den Haag
Telefoon: 070 333 87 79
Email: info@dufas.nl

NVB

Postbus 7400
1007 JK Amsterdam
Telefoon: 020 550 2888

VBA

Gustav Mahlerplein 109-111
1082 MS Amsterdam
Telefoon: 020 618 28 12
Email: secretariaat@nvba.nl

VEOV

Zuidwal 4-B
5211 JK 's-Hertogenbosch
Telefoon: 073 3030260

VV&A

Postbus 15245
1001 ME Amsterdam
Telefoon: 06 - 2811 5499
E-mail: info@vvena.nl

Inleiding

De afgelopen maanden hebben verschillende marktpartijen, vertegenwoordigd door hun branche- dan wel beroepsorganisatie, gesprekken gevoerd om de kwaliteit van het beleggingsbeleid gericht op particuliere cliënten te verbeteren en sectorbreed op een hoger kwaliteitsniveau te brengen. Gedeelde constatering bij de betrokken partijen was dat over de breedte gezien transparantie over het beleggingsbeleid bij beleggingsondernemingen beter kan. Ook is geconstateerd dat in een aantal gevallen het geformuleerde beleggingsbeleid onvolledig is. Hiermee worden op hoofdlijnen de conclusies over het beleggingsbeleid uit het onderzoeksrapport Kwaliteit van Beleggingsdienstverlening van de AFM van februari 2014 gedeeld. Een eerste resultaat van deze gesprekken is deze gezamenlijke handreiking vanuit de sector over het beleggingsbeleid.

Doel en reikwijdte

De handreiking geeft aan wat beleggingsondernemingen zien als de kenmerken van een goed beleggingsbeleid en kan beleggingsondernemingen en banken ondersteunen bij het ontwikkelen en formuleren van hun beleggingsbeleid gericht op particuliere cliënten. Het is bedoeld als een intern document dat kan helpen de eigen beleggingspropositie scherp en volledig te krijgen. Beleggingsbeleid is van belang voor zowel vermogensbeheer als beleggingsadvies. Execution-only valt buiten de reikwijdte van deze handreiking.

Om focus aan te brengen en effectiviteit te verhogen richt deze handreiking zich alleen op het beleggingsbeleid van beleggingsondernemingen. Het beleggingsbeleid is immers één van de basisonderdelen van hun beleggingsdienstverlening. De betrokken partijen zijn zich bewust van de centrale plek die de cliënt inneemt, zowel bij inventarisatie van risicoprofiel en doelstellingen, als bij het afleggen van verantwoording. Dit valt echter buiten de reikwijdte van deze handreiking. In het schema in bijlage 1 is weergegeven welke plaats het beleggingsbeleid inneemt in de dienstverleningscyclus als geheel.

In de praktijk van beleggingsdienstverlening is sprake van veel diversiteit in het aanbod. Dit is gedreven door uiteenlopende wensen en behoeftes van cliënten, de uiteenlopende specialismen en omvang van beleggingsondernemingen, en door verschillen in visies en aannames waarop beleggingsondernemingen hun dienstverlening baseren. Dit tekent de innovatieve kracht van de sector. Deze handreiking beoogt die diversiteit en innovatieve kracht te ondersteunen, en toepasbaar te zijn voor zeer uiteenlopende vormen van beleggingsdienstverlening en beleggingsbeleid.

Opzet van de handreiking

Het eerste deel van de handreiking bestaat uit principes c.q. basisonderdelen van een beleggingsbeleid. Aanbieders op het gebied van beleggingsdienstverlening kunnen aan de hand hiervan op hun eigen praktijk reflecteren. De beleggingsonderneming moet een helder beeld hebben ten aanzien van de aangeboden diensten, de gehanteerde aanpak en de *investment beliefs*, ofwel leidende principes, waarop deze zijn gebaseerd. Daarbij moet de beleggingsonderneming bewaken dat er evenwicht is tussen de eigen capaciteiten en het beleggingsbeleid.

Het tweede deel van de handreiking betreft de uitwerking van de principes c.q. basisonderdelen naar een concreet handvat voor beleggingsondernemingen om hun beleggingsbeleid vorm te geven dan wel aan te scherpen. Dit handvat is geformuleerd langs een aantal vragen waarop een beleggingsonderneming voor zichzelf antwoord moet kunnen geven. De mate van relevantie zal verschillen afhankelijk van de vorm van dienstverlening, uitgebreidheid, complexiteit dan wel specialisme van de betreffende beleggingsonderneming.

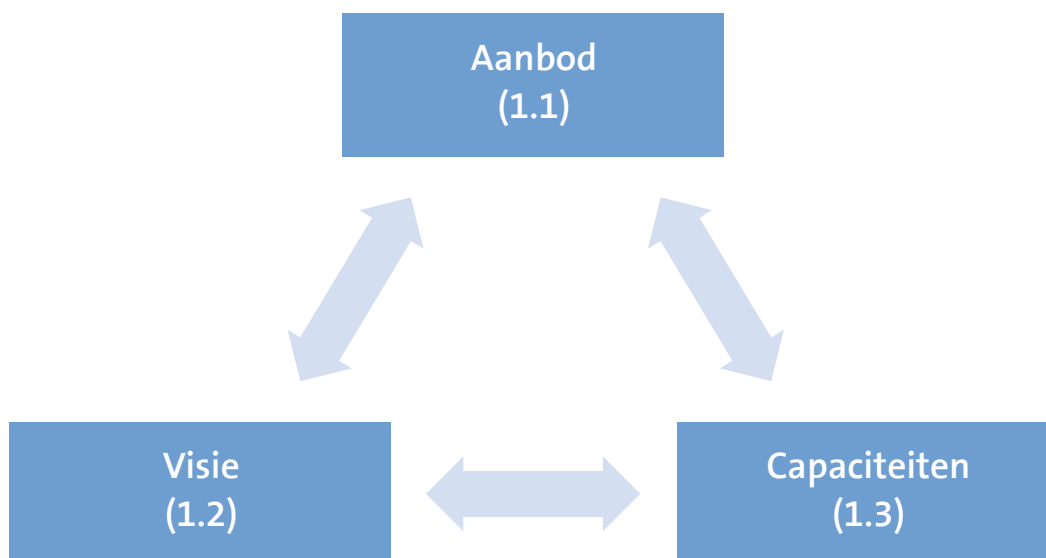
De betrokken marktpartijen beogen met deze handreiking een goede stap te zetten in een continu proces van verbetering van de kwaliteit van het beleggingsbeleid voor particuliere cliënten.

1. Principes/basisonderdelen van beleggingsbeleid

Goede beleggingsdienstverlening start met een goede aansluiting tussen de cliënt aan de ene kant en de dienstverlening van een beleggingsonderneming aan de andere kant. Om te beoordelen of deze aansluiting er is, is een goed beeld van de cliënt alleen onvoldoende. De beleggingsonderneming moet voor zichzelf ook een heel helder beeld hebben van de eigen beleggingsdienstverlening. Het beleggingsbeleid is daarvan een hoeksteen.

Een beleggingsonderneming moet scherp hebben wat voor dienst(en) zij aanbiedt - en wat niet, welke aanpak hierbij wordt gehanteerd en op welke visie en aannames deze aanpak gestoeld is. De beleggingsonderneming zal daarnaast kritisch moeten zijn wat betreft hoe, en in welke mate, haar aanbod en aanpak is gestoeld op haar capaciteiten, bijvoorbeeld qua kennis, systemen en mensen.

Tenaanzien van een goed beleggingsbeleid maken we geen onderscheid tussen vermogensbeheer en beleggingsadvies. Ook aan beleggingsadvisering ligt het beleggingsbeleid van de onderneming ten grondslag. In de implementatie kunnen natuurlijk wel verschillen ontstaan vanwege specifieke cliëntwensen bij een adviesrelatie.



1.1 Aanbod

Het aanbod van de beleggingsonderneming is de dienst of zijn de diensten die de onderneming aanbiedt. Beleggingsondernemingen bieden allerlei vormen van dienstverlening aan. De reikwijdte beperkt zich hier tot beleggen. Beleggingsondernemingen zullen bovendien ieder hun eigen aanpak hanteren. Ook binnen beleggingsondernemingen kunnen verschillen in aanpak bestaan.

Welke stappen moeten worden doorlopen in het beleggingsbeleid is afhankelijk van de vorm van dienstverlening en de gehanteerde aanpak. Een groot aantal stappen beschreven in deze handreiking, is echter voor elke vorm van dienstverlening en voor elke gehanteerde aanpak relevant.

In het kader van de relevantie voor het beleggingsbeleid, zijn als vormen van dienstverlening in ieder geval de volgende twee vormen te onderscheiden:

- A. Dienstverlening gericht op een integrale portefeuille¹
- B. Dienstverlening gericht op een specifiek beleggingsuniversum (bijvoorbeeld categorieën, producten en/of instrumenten).

Van dienstverlening gericht op een integrale portefeuille spreken wij als de beleggingsonderneming de cliënt een integraal portefeuille-advies aanbiedt, vanaf de strategische asset allocatie (SAA)², tot manager- en instrumentselectie.

In de markt zijn ook ondernemingen actief die zich alleen op een deel van dit proces richten, bijvoorbeeld alleen advisering over de strategische asset allocatie. Ook zijn er beleggingsondernemingen die zich richten op een specifiek beleggingsuniversum, beleggingscategorie, -product of -instrument. Hierbij worden geen afwegingen gemaakt ten aanzien van de allocatie naar andere beleggingscategorieën, -producten of -instrumenten.

Beleggingsondernemingen onderscheiden zich niet alleen in de vorm van beleggingsdienstverlening, maar verschillen ook qua aanpak. Het aanbod kan daarom gezien worden als een 'menukaart', van verschillende vormen van beleggingsdienstverlening die de beleggingsonderneming aanbiedt en van de specifieke aanpak die zij hanteert. Gezien de diversiteit in de sector is het hier getoonde overzicht niet uitputtend.

Diensten beleggingsonderneming	Specificatie
Strategisch asset allocatie-advies	Ja/nee; maatwerk SAA dan wel risicoprofielen
Tactisch asset allocatie-advies	Ja/nee; ruimte in dit beleid; horizon
Soorten beleggingscategorieën	Universum van beleggingscategorieën
Portefeuille-invulling	Fondsen of individuele titels
Actief en/of passief beheer	Ruimte t.o.v referentiemaatstaf
Intern danwel extern beheer	
Gehanteerde aanpak beleggingsonderneming	Specificatie
Modelmatige optimalisatie	
Fundamentele analyse	Bottom up en/of topdown
Technische analyse	
Kwantitatieve strategieën	
Marktgevoel	Bottom up en/of topdown

¹ Een integrale portefeuille hoeft niet het gehele vermogen van een cliënt te vormen. Er kan ook een specifieke doelstelling voor een deel van het vermogen bestaan.

² Eventueel kan een totale financiële planning hieraan voorafgaan. Dit valt echter buiten de reikwijdte van deze handreiking.

Een belangrijke keuze binnen elk beleggingsbeleid is of de portefeuille actief, passief of eventueel door een combinatie van beide ingevuld wordt. Afhankelijk van de wijze van beheer van de portefeuille, zullen verschillende afwegingen gemaakt moeten worden. Meer informatie hierover en een aantal aandachtspunten komen terug bij de concrete handvatten in Hoofdstuk 2. Een andere belangrijke keuze is of de onderneming de doelstellingen van de cliënt al dan niet laat doorwerken in de SAA.

1.2 Visie

Iedere beleggingsonderneming maakt bewuste keuzes bij het vaststellen van haar diensten en aanpak. Voor een beleggingsonderneming is het belangrijk te onderkennen op welke *investment beliefs* van de onderneming deze keuzes zijn gebaseerd.

De *investment beliefs* van een onderneming zijn de leidende principes die de basis vormen voor het beleggingsbeleid en de inrichting van beleggingsproces en organisatie. Het is een (beperkte) set van overtuigingen die richting geeft aan de besluitvorming in het beleggingsproces. Enkele voorbeelden van in de praktijk gehanteerde *investment beliefs* zijn:

- Dat het mogelijk is door spreiding van de beleggingen over rendements- danwel risicobronnen het risico van een portefeuille te verlagen;
- Dat het meewegen van ESG-criteria (*Environment, Social, Governance*) bijdraagt aan het verbeteren van het risico-rendementsprofiel van een belegging;
- Dat op lange termijn kwaliteitsaandelen/waarde-aandelen/hoog-dividendaandelen een beter rendement leveren dan de algemene markt;
- Dat markten inefficiënt zijn, gekoppeld aan een idee hoe op basis van analyse het mogelijk is overrendement en/of een lager risico te realiseren;
- Dat risico door de tijd niet constant is, en daarom een dynamische asset allocatie vereist;
- Dat de doelstellingen van de cliënt als ‘verplichtingen’ moeten worden meegenomen in de SAA. (In tegenstelling tot een asset only benadering).

De set van leidende principes leidt tot keuzes in het dienstenpalet en bepaalt hoe de beleggingsonderneming het vermogen van de cliënt tegen deze achtergrond zal beleggen (gehanteerde aanpak).

Startpunt is het doel van de dienst. Veelal is het belangrijkste doel binnen een risico-rendementsdoelstelling van de cliënt een zo goed mogelijk resultaat te behalen op de lange termijn. De beleggingsonderneming dient dan bijvoorbeeld te specificeren welke aannames zij hanteert ten aanzien van rendement, risico, correlatie en kosten, wat haar visie is op diversificatie³ en herbalanceren van de asset allocatie.

³ Diversificatie wordt hier gedefinieerd als het spreiden van middelen over verschillende beleggingscategorieën, instrumenten, e.d. om daarmee het risico van de totale portefeuille te verlagen.

Voor beleggingsondernemingen bestaat er de prikkel om te werken met zo gunstig mogelijke aannames omdat daarmee uiteindelijk een hoger verwacht rendement of lager verwacht risico aan de cliënt geboden kan worden. De beleggingsonderneming dient voor zichzelf scherp te hebben waarop haar aannames gebaseerd zijn en zorg te dragen voor reële verwachtingen⁴.

Veel aandacht moet besteed worden aan het begrip risico. Er bestaan vele verschillende opvattingen over het begrip. Het is cruciaal dat de beleggingsonderneming voor zichzelf heel scherp heeft welk risicobegrip zij hanteert, en hoe dat een plaats krijgt in het beleggingsproces.

Wanneer een (aanvullend) doel het behalen van overrendement is, en/of het verlagen van het risicoprofiel vergeleken met de relevante marktindex (of samengestelde marktindex), zijn aanvullende zaken van belang. De beleggingsonderneming zal bijvoorbeeld voor zichzelf scherp moeten hebben op welke inefficiënties in markten zij zich daarbij baseert, welke beleggingshorizon zij daarbij voor ogen heeft, en welke kosten gepaard gaan met het inspelen op die inefficiënties.

Een beleggingsonderneming dient ook voor zich zelf scherp te hebben waar in haar beleggingsbeleid het gaat om feiten en waar om visies/aannames. Wanneer het visies/aannames betreft kan het zinvol zijn te werken met verschillende scenario's.

Wanneer gestuurd wordt op een zo kostenefficiënt mogelijke invulling van de portefeuille, moet gerealiseerd worden dat kosten nooit als doelstelling op zichzelf kunnen staan. Wanneer hogere kosten gecompenseerd worden door een hoger (verwacht) rendement dan kan dit geoorloofd zijn. De beleggingsonderneming moet de integrale afweging maken tussen rendement, risico en kosten en niet separaat sturen op één van deze factoren.

1.3 Capaciteiten

De beleggingsonderneming moet kritisch beschouwen of haar aanbod is gestoeld op capaciteiten die binnen de onderneming aanwezig zijn of beschikbaar zijn door ze te betrekken van derden. Capaciteiten omvatten organisatorische en functionele processen, kennis en ervaring van medewerkers en systemen:

- De beleggingsonderneming moet met processen borgen dat de beleggingsstrategie op een consistente manier wordt uitgevoerd en dat afspraken met de cliënt worden nagekomen.
- De beleggingsonderneming moet beschikken over adequate kennis en kunde, in-house dan wel uitbesteed, om de aangeboden dienstverlening te kunnen waarmaken.
- De beleggingsonderneming moet beschikken over systemen die de aangeboden dienst ondersteunen.

Deze aspecten zijn zowel belangrijk bij het genereren van ideeën binnen de beleggingsstrategie alsook de implementatie, en de evaluatie en monitoring van de strategie. Hoe uitgebreider, complexer of specialistischer de dienstverlening is, des te meer moeten de capaciteiten worden aangetoond.

⁴ Onderzocht gaat worden of het vaststellen van industriestandaarden of maximumnormen zinvol en haalbaar is.

2. Handvat voor uitwerking principes naar beleggingsbeleid

De principes uit het eerste deel dienen vertaald te worden naar een uitgewerkt en uitgeschreven beleggingsbeleid. Beleggingsondernemingen kunnen de volgende vragen als handvat gebruiken om alle relevante stappen te doorlopen. De relevantie van de vragen verschilt per soort dienstverlening.

2.1 Algemeen

- Heeft u een uitgeschreven beleggingsbeleid?
- Hoe communiceert u intern over het beleggingsbeleid?
- Hoe stelt u uw beleggingsbeleid (voorafgaand aan de dienstverlening) beschikbaar aan klanten?
- Hoe informeert u klanten over uw beleggingsbeleid en eventuele aanpassingen hierop?
- Maakt u in uw beleggingsbeleid onderscheid tussen vormen van dienstverlening (bijvoorbeeld advies en beheer)?

2.2 Aanbod

- Welke vormen van dienstverlening biedt u aan, bijvoorbeeld een strategisch asset allocatie advies, specifieke beleggingscategorie, etc. (de menukaart).
- Welke beleggingsstrategie(ën) hanteert u daarbij?
- Hanteert u een bepaalde beleggingsstijl? Hoe beïnvloedt deze stijl de beleggingsbeslissingen?
- Hoe ziet uw beleggingsuniversum er uit? In welke beleggingscategorieën, sectoren, regio's en (soort) titels wordt wel of juist niet belegd?
- Welke referentiemaatstaven (benchmarks) hanteert u voor de aangeboden vorm van dienstverlening of beleggingscategorieën?
- Voert u spreiding door in de portefeuille? Zo ja, hoe?

2.3 Visie

- Wat zijn uw *investment beliefs* ofwel leidende principes?
- In geval uw dienstverlening strategisch asset allocatie-advies bevat;
 - Hoe komt u aan uw lange termijn aannames en hoe beïnvloeden zij uw beleggingsbeslissingen?
 - Wat zijn de gebruikte overwegingen om tot het universum van beleggingscategorieën te komen?
 - Hoe stelt u de referentiemaatstaf vast?
 - Wat zijn de aannames en wijze (techniek) om te komen tot de verhouding tussen de verschillende beleggingscategorieën die samen de SAA vormen?
 - Welke bandbreedtes hanteert u?
 - Zou de SAA statisch moeten zijn, waarom wel/niet? Zo niet, hoe vaak moet de allocatie worden bijgesteld en op welke gronden?
 - Welke risicomaatstaven worden gehanteerd?
 - Wat is de visie ten aanzien van diversificatie, al dan niet statisch in de tijd?
 - Wat is uw beleid inzake het afdekken van vreemde valuta's en het gebruik van geleend geld?
 - Wat is uw beleid inzake aanvullende portefeuille-overwegingen, zoals bijvoorbeeld de zogenaamde ESG-factoren?
- In geval de dienstverlening zich (ook) richt op het behalen van overrendement ten opzichte van de lange termijn rendementen, het verlagen van het risicoprofiel en/of een zo kostenefficiënt mogelijke invulling van de portefeuille;
 - Waar meent de beleggingsonderneming dat er inefficiënties in de markten zijn, in de waardering van beleggingscategorieën, beleggingsinstrumenten, of bijvoorbeeld bepaalde regio's?
 - Wat is de visie op de mogelijkheden om de inefficiënties door timing te benutten?
 - Waarop zijn aannames gebaseerd, historie, industriestandaards, of bijvoorbeeld eigen verwachtingen?
 - Welke risicomaatstaven worden gehanteerd?
 - Wat is uw visie op correlatie, is deze statisch of dynamisch in de tijd?
 - Formuleert u alternatieve (eventueel kwalitatieve) scenario's?
 - Verwacht de beleggingsonderneming overrendement te kunnen behalen op basis van analyse van de ESG-factoren en/of daarmee risico's in de portefeuille te kunnen reduceren?
 - Wat is de beleggingshorizon waarop de beleggingsonderneming meent overrendement te kunnen behalen?
 - Welke kosten gaan mogelijk gepaard met het inspelen op inefficiënties op beleggingsmarkten?

2.4 Capaciteiten

Capaciteiten hebben betrekking op de organisatie zelf, de wijze waarop de implementatie geborgd is en op welke manier monitoring en evaluatie plaats vinden.

Organisatie

- Hoe borgt de beleggingsonderneming een helder, herhaalbaar beleggingsproces voor het ontwikkelen van ideeën, analyse en implementatie om de geclaimde doelen van de dienst te realiseren?
- Welke processtappen onderscheidt u in uw beleggingsproces (en hoe hangen deze met elkaar samen)?
- Waar in het beleggingsproces worden de beleggingsbeslissingen genomen?
- Op basis van welke informatie geschiedt dit, en hoe wordt deze informatie aangeleverd en vastgelegd?
- Is de rolverdeling van de diverse betrokkenen bij de portefeuille (cliënt, analist, adviseur, portefeuillemanager, *chief investment officer*, eindverantwoordelijke) en de beslisbevoegdheid duidelijk beschreven wanneer er sprake is van meerdere betrokkenen?
- Welke kennis en kunde is volgens u nodig voor het uitvoeren van uw beleggingsbeleid?
- Hoe is de kennis en kunde voor het uitvoeren van uw beleggingsbeleid geborgd?
 - Hoe borgt de beleggingsonderneming voldoende kennis (researchcapaciteit) en kunde om bijvoorbeeld actief beheer te voeren, integraal portefeuille-advies te geven en/of haar specifieke beleggingscategorie, - product of actief beheer intern te voeren?
 - Hebben de beleggingsprofessionals binnen de beleggingsonderneming een DSI registratie?
- Wijzen de resultaten uit het verleden (track-record, lengte van track-record, behaalde absolute rendementen, consistentie behaalde resultaten, resultaten in neergaande markten) op de aanwezigheid van de geclaimde capaciteiten?
- Beschikt de beleggingsonderneming over de benodigde systemen om de gevoerde diensten te administreren, monitoren en er over te rapporteren?

Implementatie

- Besteedt de beleggingsonderneming een deel van de werkzaamheden uit? Aan wie en op welke voorwaarden?
- Wanneer gebruikt u individuele titels en wanneer beleggingsfondsen?
- Wanneer gebruikt u actief beheerde beleggingen en/of wanneer passief beheerde beleggingen?
- Welke kwantitatieve parameters worden gehanteerd om de meest passende instrumenten te selecteren (parameters met betrekking tot rendement, risico en kosten, in samenhang met de strategie)?
- Welke kwalitatieve parameters worden gehanteerd om de meest passende instrumenten te selecteren (denk hierbij onder andere aan de kwaliteit van het beheerteam (bij fondsen), beleid van fondshuis en benodigde historie)?

- Van welke informatiebronnen maakt u gebruik bij de selectie van financiële instrumenten (researchrapporten, data-providers, etc.)?
- Welke criteria kent u voor het uitsluiten van financiële instrumenten: wanneer wordt niet in een bepaalde titel geïnvesteerd? Denk aan liquiditeit, governance, etcetera.
- Welke andere selectiecriteria spelen een rol bij het vergelijken van verschillende alternatieven (zoals hun rol in de portefeuille)?
- Worden de besluiten om af te wijken van de afgesproken portefeuille en/of aanpassingen vastgelegd? Zo ja, hoe?

Monitoring

- Hoe wordt de portefeuille gemonitord op risico?
- Hoe wordt de portefeuille gemonitord op rendement?
- Hoe wordt de portefeuille gemonitord op kosten?
- Hoe is de risk management functie adequaat (bij voorkeur onafhankelijk) ingevuld?
- Hoe is het risicoraamwerk vastgelegd?
- Hoe worden alle relevante risico's in kaart gebracht en gemonitord?
- Hoe sluiten de risicomanagementsystemen aan op de portefeuillesystemen?
- Wat is/zijn de aanleiding(en) om met de klant in gesprek te gaan over de gemaakte afspraken en haalbaarheid van de vastgestelde doelstelling?

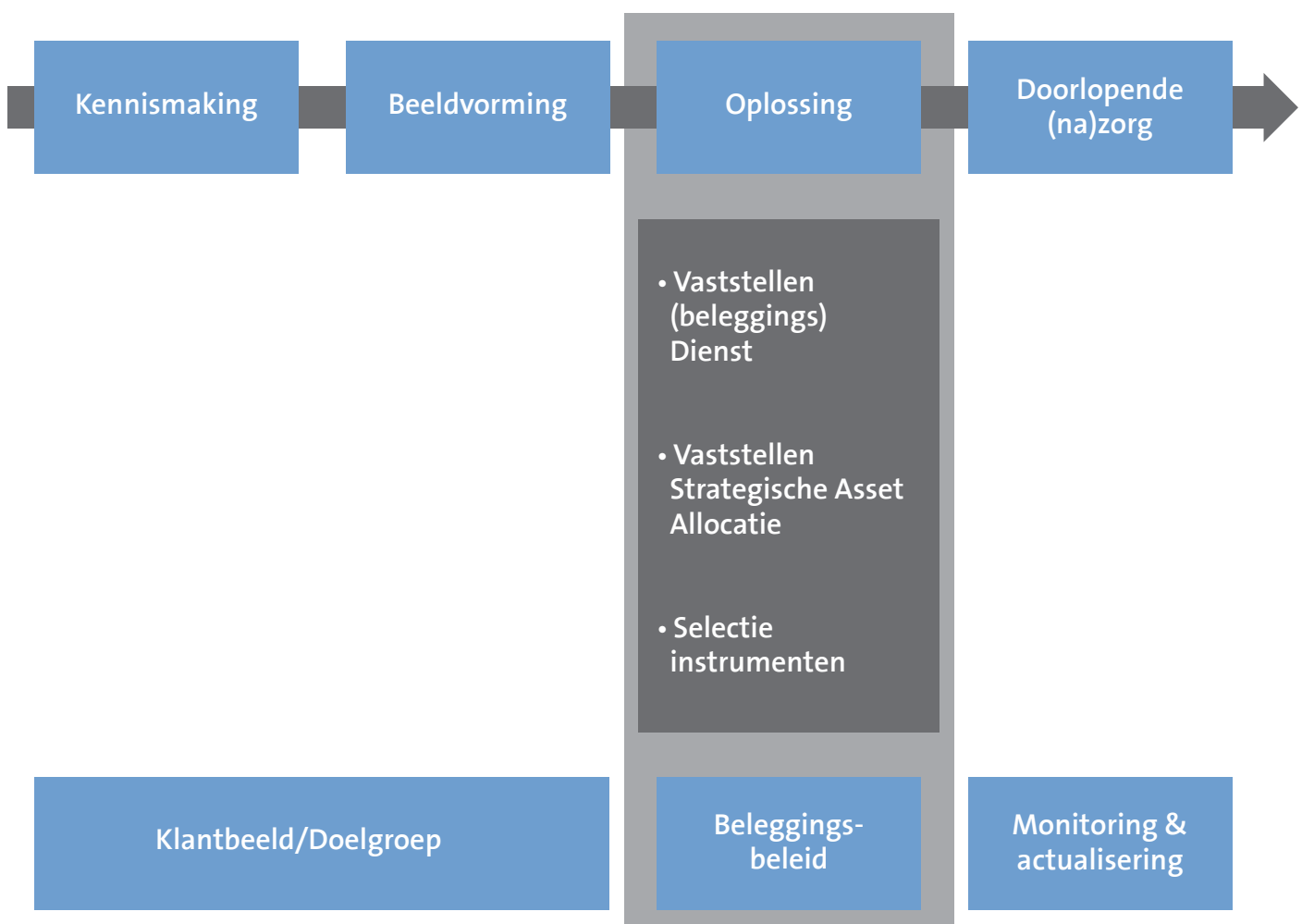
Evaluatie

- Hoe evalueert de beleggingsonderneming de performance van de individuele titels? (oftewel het selectiebeleid)
- Hoe evalueert de beleggingsonderneming de performance van de gehele portefeuille?
- Welke parameters hanteert de beleggingsonderneming bij het evalueren van beleggingsfondsen?
- Welke informatiebronnen gebruikt de beleggingsonderneming voor het toetsen van de toegevoegde waarde van de individuele titels en de gehele portefeuille. Dit betreft in ieder geval:
 - Performance attributie
 - Resultaat van tactische allocatie beslissingen
 - Overige afwijkingen van benchmarks en de afgesproken portefeuille
- Op welke wijze toetst u de toegevoegde waarde van uw beleggingsstrategie?
- Welke informatiebronnen gebruikt de beleggingsonderneming hiervoor?

Bijlage 1

De dienstverleningscyclus

In de dienstverlening neemt de cliënt vanzelfsprekend een centrale plaats in. Deze handreiking richt zich alleen op het beleggingsbeleid. In onderstaande figuur is weergegeven hoe het beleggingsbeleid zich verhoudt tot de cliënt (en het inventarisatietraject).



Bron: Charco & Dique

Januari 2015

VBA | DSI | DUFAS | NVB | VEOV | VV&A