

Risicoperceptie bij beleggers

Author(s)

Landman, Willem; Koelewijn, Jaap

Publication date

2009

Document Version

Final published version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Landman, W., & Koelewijn, J. (2009). *Risicoperceptie bij beleggers*. Hogeschool van Amsterdam.

**General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please contact the library: <https://www.amsterdamuas.com/library/contact/questions>, or send a letter to: University Library (Library of the University of Amsterdam and Amsterdam University of Applied Sciences), Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.



Risicoperceptie bij beleggers

Niets menselijks is de belegger vreemd!

Willem Landman – docent beleggingsadvies en beheer,
Hogeschool van Amsterdam
Jaap Koelewijn – hoogleraar corporate finance, Nijenrode

In april 2009 werd binnen het kader van een promotieonderzoek aan de Universiteit van Nijenrode, onder leiding van prof. Jaap Koelewijn, aan alle leden der VEB middels het blad *Effect*, een vragenlijst toegestuurd. Doel van deze vragenlijst was niet alleen het verkrijgen van inzicht in de opbouw van het ledenbestand der VEB, maar vooral om inzicht te verwerven in:

- wat het zelfbeeld van beleggers is;
- hoe hun gemiddelde portefeuille eruit ziet;
- wat hun beleggingsgedrag is;
- wat zij van adviseurs en/of banken verwachten;
- wat beleggers als riskant ervaren;
- of men gewaarschuwd wil worden voor risico's die met beleggen samenhangen en zo ja, op welke wijze men dan gewaarschuwd zou willen worden;
- of de huidige risico waarschuwingen volstaan;
- en – ten slotte – of het opstellen van het risicoprofiel enerzijds en de kredietcrisis anderzijds tot verandering heeft geleid van de wijze waarop banken en adviseurs met hen omgaan?

Via het blad *Effect* werden 46000 vragenlijsten verspreid. Daarbij dient te worden aangetekend dat statistisch gezien dit niet betekent dat de totale populatie uit 46000 ondervraagden zou kunnen gaan bestaan. Immers een groot aantal bladen wordt verspreid onder beleggingsclubs, institutionele beleggers, bibliotheken en onderwijsinstellingen.

Verwerking

In *Effect* nummer 7 van 4 april 2009 werd het onderzoek bijgesloten. Besloten werd om de inzendtermijn op 2 maanden na deze datum te stellen en dan te beginnen met de verwerking. Opvallend was dat veel leden *Effect* blijkaar wel lezen, maar het blad in de krantenmand laten liggen tot een geschikt(er) moment: veel formulieren kwamen pas in juni binnen. Ook nemen lezers hun blad mee op vakantie getuige de redelijk grote hoeveelheid inzendingen (via het gratis antwoordnummer) dat uit verre landen binnenkwam.

Tweeledig doel

In eerste instantie vormt het onderzoek onderdeel van een proefschrift over risicoperceptie onder beleggers in Nederland anno 2009. Maar zoals in de inleiding van de vragenlijst werd gesteld: *“Hecht de VEB-waarde aan het regelmatig in kaart brengen van wat leeft onder beleggers in Nederland?”*. In het kader van dit artikel zullen de uitkomsten van het onderzoek dan ook als zodanig worden gepresenteerd. In het wetenschappelijk onderzoek zullen meer correlaties tussen vragen worden aangebracht, meer vergelijkingen worden gemaakt met bestaande – andere – onderzoeken en literatuurstudies naar risicogedrag en meer aandacht aan de gebruikte methodologie worden besteed.

Waarde van het onderzoek?

Kunnen we op grond van de hoeveelheid inzendingen spreken van een representatieve steekproef?

Ja, statistisch gezien zijn de circa 2600 inzendingen hiervoor voldoende.

Kunnen op grond van de inzendingen uitspraken worden gedaan die gelden voor wat we voor het gemak maar even “beleggend” Nederland noemen? Die vraag is moeilijker te beantwoorden.

In een recent onderzoek van onderzoeksbureau Millward Brown werd vastgesteld dat in het voorjaar van 2008 ongeveer 1,36 miljoen Nederlandse huishoudens op enigerlei wijze belegden (op een totaal van circa 7 miljoen gezinnen betekent dit een *“beleggingsparticipatie”* van circa 19%). Uit vergelijking van vooral de demografische data van het VEB-onderzoek met bestaande gegevens zal moeten blijken of er sprake is van een representatieve populatie of dat het gemiddelde VEB-lid niet representatief is voor de gemiddelde Nederlandse belegger.

In zijn geheel weten we kwantitatief meer over de beleggingsmarkt dan kwalitatief. Ten einde te kunnen bepalen of de samenstelling van de VEB vergelijkbaar is met de samenstelling van de totale beleggingsmarkt zou ook een kwalitatief onderzoek onder geheel beleggend Nederland moeten worden uitgevoerd. Dat is nauwelijks haalbaar. Daarom is de samenstelling van de populatie van dit onderzoek vergeleken met de samenstelling van de klantenpopulatie van een grote Nederlandse beleggingsbank: Alex. Met deze vergelijking kan redelijkerwijs worden geconstateerd of de onderzoekspopulatie wel of niet representatief is. Hierover later meer.

De samenstelling der populatie

Allereerst valt te constateren dat beleggen vooral een mannenzaak is en dan vooral een bezigheid van "oudere" mannen. 92% van de ondervraagden is man en 84% is ouder dan 50 jaar (63% is ouder dan 60). Deze scheve verhouding kan een tweeledige oorzaak hebben.

Er is in ieder geval sprake van een scheve leeftijdsopbouw in de beleggingsmarkt. Pas op oudere leeftijd wordt het voor velen interessant en mogelijk om overtollige gelden te beleggen. In de eerdere fasen van wat demografen en marketeers de "gezinslevenscyclus" noemen, is al het geld nodig voor het draaiende houden van het huishouden en blijft er weinig over om te sparen of te beleggen. Daarnaast zien veel jongere beleggers geen noodzaak om lid te worden van een sterke belangenbehartiger als de VEB. Zij beleggen veelal via het Internet, vaak in tijdgebonden producten als opties en futures en zijn niet of nauwelijks betrokken bij ondernemingen zelf. Zij missen de ervaringen die oudere beleggers in het verleden hebben opgedaan (AHOLD, Fortis, ABN-AMRO, Dexia etc.) en die voor velen de aanleiding vormden om lid te worden en te blijven van de VEB.

Qua opleidingsniveau is er sprake van een evenredige verdeling. Weliswaar is de groep met als hoogste opleiding basisonderwijs sterk ondervertegenwoordigd (3%), maar in de overige categorieën is de verdeling redelijk gelijk, met 37% HBO-opgeleiden als grootste groep. Degenen die niet meer werkzaam zijn (60% van de ondervraagden) en een bruto-inkomen hebben tussen de € 3.2000,- en € 6.4000,- (44% van de ondervraagden) houden zich het meeste bezig met beleggen.

Representatief of niet.

Er bestaan niet veel onderzoeken die inzicht geven in de kwalitatieve samenstelling van de beleggersmarkt. Er wordt met enige regelmaat onderzocht hoe de kwantitatieve verdeling van de markt is. Hoe echter de modale belegger eruit ziet wordt niet of nauwelijks onderzocht. Althans niet serieus.

Na literatuuronderzoek stuit men op bronnen die aangeven dat de gemiddelde belegger (al gauw wordt duidelijk dat men eigenlijk modale belegger bedoeld) een 45-jarige getrouwde man is, met 2 kinderen en een hond, woonachtig in een twee-onder-één kapwoning en in een Volvo rijdt. Ook werden onderzoeken gepubliceerd waaruit de correlatie tussen automerk en beleggingssucces zou moeten blijken. Uit onderzoek, van al weer enige tijd geleden, kwam naar voren dat de modale Nederlandse belegger 48 jaar oud is, 71 procent man is en een gemiddeld belegd vermogen van € 50.000,- heeft.

Aangezien ons onderzoek een gedragsstudie betreft, is het doel van een vergelijking met een andere populatie om te kunnen constateren of de VEB-populatie op significante onderdelen afwijkt. Daarbij dient dan vooral gekeken te worden naar overeenkomsten en verschillen met mogelijke gedragsvariabelen. Ter vergelijking met de VEB-populatie leggen wij deze naast de klantenpopulatie van beleggingsbank Alex. Immers met een marktaandeel van circa 20% van de online beleggersmarkt (700.000 beleggers) vormt deze Alex-populatie een betrouwbaar ijkpunt.

Niet overal zijn bij de bank harde cijfers beschikbaar, zoals over bijvoorbeeld het opleidingsniveau. Maar men schat (de marketingafdeling van een bank heeft vaak een goed beeld van haar klantenbestand) dat dit net zoals bij de VEB-leden HBO+ zal zijn.

Qua leeftijd blijkt onze populatie ouder te zijn. De Alex-populatie is tevens gelijkmatiger verdeeld over de klassen en laat in de groep waarvan wordt verondersteld dat zich hierin de modale belegger bevindt (40 tot 50 jaar) de hoogste frequentie zien.

Leeftijdscategorie	VEB	ALEX
tot 30	1%	14%
30 tot 40	4%	21%
40 tot 50	11%	25%
50 tot 60	21%	21%
60 en ouder	63%	19%

De verdeling over man/vrouw.

Geslacht	VEB	ALEX
Man	92%	86%
Vrouw	8%	14%

Hier wijkt de VEB-populatie niet significant af. Beleggen is in beide groepen een bezigheid van voornamelijk mannen!

Is er een verschil in de gemiddelde omvang van de portefeuille?

Omvang	VEB	ALEX
< € 50.000	21%	96%
€ 50.000 - € 100.000	18%	2%
€ 100.000 - € 500.000	40%	1,8%
€ 500.000 of meer	21%	0,2%

Hier is te constateren dat de VEB-populatie door de jaren heen een groter belegd vermogen heeft opgebouwd. De gemiddelde portefeuille in 2008 bij Alex was € 35.000,- en week af van de modale beleggingsportefeuille.

Indien de ervaringsperceptie van VEB-leden naast die van Alex-klanten wordt gelegd geeft dit het volgende beeld.

Ervaringsperceptie	VEB	ALEX
Onervaren	13%	50%*
Geen mening	30%	**
Ervaren	45%	40%
Zeervaren	12%	10%

* het gebruikte criterium bij Alex luidde: beginnend belegger

** deze mogelijkheid is niet voorgelegd aan de Alex-klanten

Ondanks dat de ALEX-populatie jonger is (en dus minder ervaren) is er een sterke overeenkomst met de VEB-populatie als het gaat om de ervaringsperceptie en het beleggingsgedrag met betrekking tot het (laten) uitvoeren van opdrachten.

Uitvoer van opdrachten	VEB	ALEX
Execution only	55%	56%*

* dit heet bij Alex: *Alex Zelf Beleggen*

Welke belegger is actiever? De VEB-belegger (naar eigen opgaaf) of die van Alex (op grond van metingen in 2008)? Indien dezelfde schaal als in het onderzoek wordt aangehouden komen we tot de volgende vergelijking.

Wijziging van portefeuille	VEB	ALEX
Dagelijks	3%	8%
Wekelijks	13%	4%
Maandelijks	38%	5%
Jaarlijks	28%	13%
(Bijna) nooit	18%	70%

De VEB-belegger is dus veel actiever. Weliswaar is het aantal beleggers dat bij Alex dagelijks de portefeuille wijzigt iets groter maar in grote lijnen is de hoeveelheid wijzigingen van de portefeuille bij VEB'ers groter.

Conclusie.

Ondanks dat de VEB-populatie op een aantal onderwerpen afwijkt, kan vanuit het perspectief van overeenkomsten in gedragsvariabelen zoals:

- opleidingsniveau;
- man/vrouw;
- ervaringsperceptie;
- opdrachtuitvoer, worden geconstateerd dat de VEB-populatie voldoende representatief is voor de Nederlandse beleggingsmarkt.

Zelfbeeld en beleggingsgedrag

Zoals reeds in de inleiding aangegeven zal in het wetenschappelijke proefschrift dieper op een aantal correlaties worden ingegaan. Maar ook in dit kader zal een aantal interessante relaties tussen antwoorden worden gelegd, vooral als het gaat om wat beleggers van zichzelf vinden en dan onderverdeeld naar mannen en – de in de populatie sterk ondervertegenwoordigde – vrouwen.

Het antwoord op de vraag naar de hoeveelheid jaren ervaring als belegger wijst tevens op een redelijk verouderende populatie. 78% van de respondenten heeft meer dan 10 jaar ervaring als belegger. 83% vindt zichzelf een actieve belegger, waarmee bedoeld wordt dat de portefeuille zelfstandig wordt samengesteld. Reageren deze beleggers snel op impulsen vanuit de markt?

Wordt, met andere woorden, de portefeuille met enige regelmaat aangepast? Slechts 3% past de portefeuille *dagelijks* aan. De grootste groep, 66%, doet dit maandelijks dan wel jaarlijks, waaruit geconcludeerd kan worden dat men zich niet al te snel door de waan van de dag laat beïnvloeden. Men wacht over het algemeen af en past



dan de portefeuille aan. In hoeverre dit gebeurt op grond van adviezen en opinies van derden komt in een latere vraag aan de orde. De niet actieve beleggers (en dat zijn 16% van de ondervraagden) kiezen dan voornamelijk voor beleggingsfondsen (34% van deze niet-actief beleggende groep). Opvallend is dat uit eerder uitgevoerd landelijk onderzoek door de DNB naar voren kwam dat bij de verdeling van de Nederlandse effectenportefeuille 44% in beleggingsfondsen is belegd. Dit zou betekenen, dat indien deze cijfers naast elkaar worden gelegd, een naar verhouding klein deel van de beleggers in totaal bijna de helft van de Nederlandse beleggingen bepaalt!

Waarom belegt men? Vanzelfsprekend bestaan er ontelbare motieven om te beleggen. Wij wilden voornamelijk weten of men dit deed om een:

- | | |
|--|-----|
| 1. Pensioen aan te vullen of op te bouwen | 30% |
| 2. Hypotheek af te lossen | 3% |
| 3. Extra bron van inkomsten te ontwikkelen | 44% |
| 4. Vrijtijdsbesteding uit te oefenen | 26% |

(nb enkele respondenten gaven meerder antwoorden waardoor het totaal op een hoger percentage dan 100 uitkomt)

Hoe ziet die zelfstandig vastgestelde portefeuille er dan uit? Aandelen, obligaties, opties of andersoortige producten? Indien men verwacht dat de wat oudere belegger meer zijn heil zoekt in aandelen dan in tijdsgebonden producten dan klopt dit beeld met de uitkomst. Maar liefst 68% heeft enkel en alleen aandelen in de portefeuille.

Kennis en ervaring.

Het wordt steeds belangrijker voor burgers in het algemeen en beleggers in het bijzonder om kennis van zaken te hebben met betrekking tot wat zich afspeelt op de financiële markten. Ten gevolge van de toegenomen welvaart wordt door een steeds groter wordende groep Nederlanders op enigerlei wijze belegd. Tevens wordt de beleggingsmarkt overspoeld met nieuwe en ingewikkelde producten. Instellingen als de AFM, maar ook CentIQ (een initiatief van het Ministerie van Financiën) houden zich bezig met het voorlichten van consumenten. En niet zonder reden. Uit een onderzoek van de Nederlandse Bank (DNB) onder 1500 doorsnee Nederlanders (afgenomen binnen het kader van het DNB Household Survey) is gebleken dat het niet best gesteld is met de kennis over beleggen in Nederland. In het onderzoek werden vragen gesteld over o.a. rente en inflatie en acht vragen over beleggen. Van de 1500 respondenten wist slechts 6% alle acht vragen goed te beantwoorden. Vooral de kennis van vrouwen over beleggen was slecht. Slechts 8% van de vrouwen wist 7 of 8 vragen goed te beantwoorden tegen 35% van alle mannen. Uit andere onderzoeken blijkt echter wel dat vrouwen betere beleggers zijn dan mannen. Is kennis dus een voorwaarde voor beter beleggen kan men zich afvragen? Wat vinden de respondenten over hun eigen kennis en ervaring?

Wij legden ze twee stellingen voor:

a. Ik vind mijzelf een ervaren belegger.

- 45% was het hier redelijk mee eens
- 12% helemaal
- 30% eens noch oneens

b. Ik heb een goede kennis van effecten.

- 50% was het redelijk mee eens
- 11% helemaal en
- 25% eens noch oneens

Geen hoge mate van zelfoverschatting. Terwijl dit wellicht veel te verwachten, gezien de grote hoeveelheid mannelijke respondenten. Wel valt te constateren dat de vrouwen hier voorzichtiger hebben geantwoord. Zij vonden zichzelf zowel minder ervaren en vonden dat zij over minder kennis beschikten, wat weer overeenkomt met het eerder vermelde DNB onderzoek waar vrouwen eveneens op kennisgebied te kort schoten.

Advies en risico

Beleggers worden bij sommige producten gewaarschuwd voor de risico's die met deze producten samenhangen. Vooral de zogenaamde "AFM mannetjes" (zie verder) genieten in deze enige bekendheid. Althans dat veronderstelden wij. Weet de belegger wat deze manier van waarschuwen inhoudt? Wil de belegger wel gewaarschuwd worden of weet hij welke risico's het beleggen met zich meebrengt en vindt hij dat waarschuwen maar sterk bevoogden? Wat vindt de baas van de AFM van dit alles? En heeft de kredietcrisis de belegger in zijn gedrag beïnvloed of belegt hij nog steeds als voorheen? Wat vindt hij van de adviezen die hij krijgt? Bemerkt hij iets van een verandering in de wijze waarop banken hem benaderen?

Om met dit laatste te beginnen, aangezien de laatste tijd in de media veel aandacht wordt besteed aan de inkeer, volgend op zelfreflectie, die bij banken - na de kredietcrisis - zou zijn ontstaan. Ruim 65% van de beleggers zegt recentelijk niets te hebben gemerkt van een verandering in de wijze waarop hun bank hen benaderd. Dit is dus in schril contrast met wat banken zelf vinden. Wellicht is binnen de bancaire wereld wel één en ander veranderd, maar de gemiddelde belegger merkt daar in meerderheid niets van. Is de belegger zelf zich anders gaan gedragen ten gevolge van de kredietcrisis? Ja, zegt 36%, ik ben voorzichtiger geworden en beleg minder actief. 21% is voorzichtiger geworden maar belegt nog even actief. Nee zegt 34%, ik

weet dat beleggen gepaard gaat met risico en beleg nog als voorheen.

Dan de rol van de adviseur. Vooropgesteld dat deze zich manifesteert in allerlei soorten en maten, vroegen we de belegger naar zijn mening over de gemiddelde adviseur. 60% van de beleggers laat zich in zijn beleggingskeuzes beïnvloeden. 56% van deze groep door adviseurs van een bank of beleggingsinstellingen. 40% door opvattingen en meningen van opiniemakers. Laat deze groep hen ook de beleggingskeuzes voorschrijven, met andere woorden mag de adviseur zijn adviezen ook zelfstandig uitvoeren? Nee zegt 55% dat bepaal ik zelf. Slechtst 27% maakt gebruik van belegging- en vermogenadvies.

Samenvattend voor dit deel van het onderzoek: Het merendeel van de beleggers laat zich in zijn of haar keuze beïnvloeden, maar neemt zelfstandig de beslissing en kan en wil dan ook een eventueel risico niet afwentelen op een adviseur. Loopt dit gedrag uiteen als gekeken wordt naar mannen en vrouwen? Uit het onderzoek komt geen duidelijk verschil naar voren.

Wel komt een duidelijk verband naar voren als de omvang van de portefeuille als uitgangspunt wordt genomen. Beleggers met een grotere portefeuille laten zich eerder adviseren. Opvallend is dat er geen verband is met de hoeveelheid jaren ervaring. Dit betekent dat beleggers met veel ervaring zich net zo vaak laten adviseren als beleggers met geen enkele ervaring. Ook beïnvloedt de hoeveelheid ervaring de wijze waarop de portefeuille is samengesteld niet. Wel is er een duidelijk verband tussen gedragsverandering ten gevolge van de kredietcrisis en de mate van ervaring. Beleggers met meer ervaring laten zich door deze crisis minder beïnvloeden in hun gedrag dan minder ervaren beleggers.

Willen beleggers dan eventueel betalen voor een advies indien er tegelijkertijd een soort risicogarantie wordt afgegeven? Dit houdt in dat de belegging in ieder geval niet onder de inleg kan dalen. Hier liggen voor- en tegenstanders dicht bij elkaar. 39% vindt dit wel een interessante mogelijkheid en 40% niet (21% had geen mening). Is er een verband met de mate van kennis die men meent te hebben over effecten en de wens om eventueel betaald advies te krijgen? Ja, dat bleek het geval te zijn. Mensen met minder kennis wilden eerder voor een advies betalen dan beleggers die vinden dat zij over voldoende tot veel kennis beschikken. Het zijn dus de beleggers met minder



kennis die zich onzekerder voelen en eventueel voor een goed en gegarandeerd advies willen betalen.

Juist op deze groep is de door de AFM gebruikte risicomethodiek afgestemd. In een gesprek met Hans Hoogervorst, voorzitter van de Autoriteit Financiële Markten, in het bijzijn van Reinier Pollmann, hoofd strategie, beleid en internationale zaken van de AFM werden de voorlopige resultaten van dit onderzoek besproken. Hoogervorst stelt, geconfronteerd met de uitkomsten van het VEB-onderzoek: *"Ik bagatelliseer de kritiek op de GUISE methodiek op geen enkele wijze. De Financiële Bijsluiter is ontwikkeld om consumenten in een kort tijdsbestek inzicht te verschaffen in de werking van een (complex) product. Ook door het Ministerie van Financiën is een onderzoek gedaan naar de effectiviteit van de Financiële Bijsluiter waaruit bleek dat consumenten die de bijsluiter onder ogen kregen daar veel relevante informatie uit haalden. Op grond van dergelijk onderzoek wordt gewerkt aan verbetering van de wijze waarop consumenten worden geïnformeerd. Ook via onze site informeren we de burger over allerlei zaken zoals lenen en beleggen en de risico's die daarmee samenhangen".* Gevraagd naar waarom de overheid zich eigenlijk als doel heeft gesteld beleggers te waarschuwen, antwoordt Hoogervorst:

"Blijkbaar willen wij niet leven in een samenleving waarin van mensen misbruik gemaakt kan worden als ze van bepaalde zaken wat minder afweten. Door de opkomst van, wat u mijns inziens terecht "het volksbeleggen" noemt, nemen mensen, die vaak niet goed begrijpen om welke risico's het gaat, deel aan het beleggings-circus. Het is onze taak hen daarbij te wijzen op de risico's die daarmee samenhangen en de aanbieders van financiële producten te controleren op de informatie die zij verstrekken. Binnen Europees verband (CESR) wordt gewerkt aan verbetering van de daarbij gebruikte methode voor beleggingsfondsen en beleggingen die onderdeel zijn van

een complex product (waaronder structured products). Dat zal hopelijk tegemoet komen aan een groot aantal bezwaren die kleven aan de huidige methode. De voorstellen die op Europees niveau zijn gedaan gaan uit van een verfijndere indeling in categorieën van beleggingsfondsen. Als deze wordt ingevoerd ligt het in de rede om daarvoor de Nederlandse Financiële Bijsluiter op aan te sluiten. Ook ik zou eerlijk gezegd niet weten wat het verschil is tussen 'zeer groot' en 'groot' als u mij dat op de man afvraagt".

In het VEB-onderzoek beweerde 79% te weten wat de onderstaande grafische weergave inhoudt. 65% wist wat het verschil inhoudt tussen "groot" en "zeer groot".

Klopt dat? Ten grondslag aan deze waarschuwingsmethodiek ligt de zogenaamde GUISE-methodiek, waarover ook Hoogervorst sprak: *Gemiddelde Uitkering In Situaties van Eventualiteiten*. Middels een aantal berekeningen wordt bepaald of een product een zeer klein of een zeer groot risico met zich mee brengt (of vanzelfsprekend één van de andere gradaties tussen deze uitersten). Indien een aantal vragen later in het onderzoek gevraagd wordt of de respondenten deze methodiek kennen antwoordt 97% nee!

Concluderend kan dan worden gesteld dat, indien men niet op de hoogte is van de methodiek die ten grondslag ligt aan het berekenen van de mate van risico, het zeer onwaarschijnlijk is dat men weet wat het verschil is tussen "groot" en "zeer groot" inhoudt.

Later in het onderzoek wordt de respondent gevraagd of men weet waarvoor de AFM waarschuwt. Kort samengevat is het juiste antwoord: het niet behalen van een bepaalde eindsom of het kwijtraken van de totale inleg. Indien 97% aangeeft de onderliggende methodiek niet te kennen zal de uitkomst op deze vraag ontkennend moeten zijn. 65% antwoordt echter te weten waarvoor de AFM waarschuwt!

Gevraagd of men kan aangeven waarvoor, antwoordt maar liefst 92% dat dit het kwijtraken van de totale inleg zal zijn. Slechts 5% geeft de andere mogelijkheid, het niet behalen van een bepaalde eindsom als mogelijkheid en 3% stelt dat het niet behalen van een rendement dat hoger is dan de spaarrente de achtergrond van de waarschuwing is. Beleggers zien het kwijtraken van de inleg dus als grootste risico. Beleggen met als doel een pensioen of hypotheekaflossing op te bouwen is minder belangrijk en wordt als minder riskant beschouwd.

Op grond van het bovenstaande is te concluderen dat beleggers hun eigen interpretatie loslaten op de waarschuwingmethodiek en deze dus niet de door de overheid gewenste objectieve risico-maatstaf is. Als – wederom later in het onderzoek – gevraagd wordt naar de mogelijke positieve correlatie tussen risico en rendement: *Indien bij een beleggingsproduct een groot risico wordt aangegeven, betekent dit dat er een hoog rendement kan worden behaald*” antwoordt 64% dat dit klopt. Hieruit kan worden geconcludeerd dat niet alleen de methodiek niet goed functioneert, maar zelfs contra-productief werkt. Immers de beleggers geven hun eigen invulling aan het begrip risico en een waarschuwing voor groot risico wordt in meerderheid gezien als een indicatie voor een mogelijk hoog rendement.

Vergelijk dit met een situatie waarbij zwemmers ge-waarschuwd worden voor de risico’s van het zwemmen in zee. Met waarschuwingsvlaggen worden in de zomermaanden aan de Nederlandse stranden zwemmers gewaarschuwd. Stelt u zich voor dat alleen degenen die de vlaggen ophangen de betekenis daarvan kennen. Vervolgens kennen zwemmers zelf een betekenis toe aan iedere waarschuwingsvlag en zien in een rode vlag massaal het signaal dat het daar *“leuk zwemmen is”*.....

Aan de Hogeschool van Amsterdam werd onder studenten van de Minor Beleggen een niet representatief voor-onderzoek gehouden over de “AFM mannetjes”. Ook hier was de uitslag: een groot risico betekent automatisch een groot rendement.

Ook de AFM maakt zich op haar eigen site schuldig aan dergelijke *“kromdenken”*. In de door henzelf ontwikkelde vragenlijst waarmee de consument kan testen wat zijn of haar kennis is over bijvoorbeeld beleggen wordt de vraag

gesteld (vraag 8 van 15, afhankelijk van in welke variant van de vragenlijst men terecht komt, dit varieert):

Je verdient met obligaties meestal minder dan met aandelen. Waarom is dat?

- *Obligaties worden uitgegeven door bedrijven die minder winst maken*
- *De belegger heeft minder risico als hij belegt in obligaties*
- *De belegger verdient niet aan het stijgen van de koers van een obligatie*

Aangezien het eerste en laatste antwoord zeer zeker niet klopt, kiest men voor antwoord mogelijkheid 2. Dit blijkt volgens de vragenmakers correct te zijn want het antwoord op het scherm luidt: *Antwoord B is juist. Je verdient met obligaties meestal minder omdat je minder risico hebt. Je kunt meer verdienen als het risico groter is. Het risico van beleggen in aandelen is groter dan bij obligaties. Dat komt vooral door de veranderingen in de koersen van aandelen. Je kunt daarom meer verdienen met aandelen. Maar je hebt ook een groter risico dat je geen winst maakt, maar verlies.*

Weliswaar is het antwoord wat simpel geformuleerd (ook Hoogervorst vindt de populaire tutoyerende toon niet echt prettig, maar heeft zich door communicatiedeskundigen van het nut laten overtuigen) maar het is niet echt fout. Bedenklijk is de relatie die gelegd wordt tussen oorzaak en gevolg. Doordat je kiest voor een product met een lager risico verdien je dus minder: ergo wil je meer verdienen dan kies je voor een hoog risico is de redenering die door de beoogde doelgroep zal worden getrokken.

Terug naar het onderzoek

65% van de respondenten weet tot welke bedrag bij complexe producten gewaarschuwd wordt.

Of deze grens moet worden verhoogd dan wel verlaagd, werd als volgt beantwoord:

Grens verhogen	29%
Zo hoog blijven	20%
Grens verlagen	16%
Onafhankelijk van grens altijd waarschuwen	35%

Het grootste deel van de respondenten vindt dus dat er altijd gewaarschuwd zou moeten worden.

Of beleggers altijd voor de risico's die met beleggen samenhangen gewaarschuwd moeten worden beantwoordt 60% bevestigend. Vinden beleggers dat dit moet gebeuren zoals bij tabaksproducten en medicijnen? 51% vindt dat dit een goede manier is, 37% vindt dit niet en 13% heeft hierover geen mening.

Beleggers stellen het dus op prijs om gewaarschuwd te worden en vinden de wijze waarop dit bij tabaksproducten plaats vindt een redelijke manier van waarschuwen. Overigens wijst onderzoek van STIVORO (het instituut dat zich onder meer bezig houdt met het onderzoek naar de gevolgen van roken) uit, dat angstwaarschuwingen bij tabaksproducten niet goed werken.

Maar hoe willen ze dan gewaarschuwd worden? Onderzoek van de AFM, dat ten grondslag ligt aan de huidige risicometer, wees uit dat beleggers graag op een grafische wijze gewaarschuwd wilden worden en daarom werd de eerder vertoonde risicometer ontwikkeld. Dit staat in schril contrast met de uitkomst van het onderhavige onderzoek. 22% wil op een grafische wijze worden gewaarschuwd en maar liefst 52% via een schriftelijke tekst. Het zou voor de hand liggen om op grond van deze uitkomst te concluderen dat het lezen van de financiële bijsluiter dus een hoge prioriteit heeft onder beleggers. Immers in dit document staat precies beschreven wat de risico's zijn die met het desbetreffende financiële product samenhangen. Toch leest slechts 32% de gehele bijsluiter en 54% geeft aan slechts de relevante delen te lezen, 14% leest de bijsluiter in zijn geheel niet. Indien dit deel van het onderzoek gelegd wordt naast eerder onderzoek door de VEB over de juistheid van de informatie in financiële bijsluiters kan ernstig worden getwijfeld aan het nut van dit instrument.

Nieuwsbericht | 15-08-2008

De VEB onderzocht alle 220 financiële bijsluiters van de in Nederland beursgenoteerde beleggingsfondsen en constateerde dat liefst 60,9 procent van de bijsluiters fouten bevat of op de een of andere manier niet aan de eisen voldoet. Daarnaast gebruiken de verschillende aanbieders in veel gevallen afwijkende termen voor belangrijke zaken als Total Expense Ratio (TER), wordt in 29,6 procent van de bijsluiters geen vergelijkingsmaatstaf (benchmark) genoemd en varieert de lengte van dit 'standaard-document' van 2 tot 8 pagina's.

Er zijn grote verschillen geconstateerd in de vergelijking met de benchmark. Hier gaan bijvoorbeeld verschillende fondsen van ABN Amro en ING Groep in de fout door van de benchmark alleen het koersrendement te noemen, dus zonder het dividend. Bij het fondsrendement wordt het dividend vervolgens wel meegenomen, zodat de vergelijking duidelijk in het voordeel van het fonds uitvalt. Ook het gebruik van de risicometer laat te wensen over. Hier gaat een aantal aandelenfondsen van Centraal Beheer Achmea, Allianz en ABN Amro in de fout. Zo hanteren bijvoorbeeld het Netherlands Fund en AEX index Fund van ABN Amro de middelste risicometer ('vrij groot') en het Allianz Holland Fund de op één na hoogste meter ('groot'). Deze fondsen beleggen echter volledig in aandelen en zouden de risicometer 'zeer groot' moeten hanteren. De VEB heeft de constatering vorige week bij Allianz, Fortis en ING gemeld, alsmede bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). De banken doen er goed aan hun bijsluiters nog eens goed tegen het licht te houden. Daarnaast zou de AFM scherper en actiever moeten toezien op de wijze waarop financiële instellingen dit verplichte document invullen.

In maart 2009 is, in opdracht van het Ministerie van Financiën en op verzoek van de Tweede Kamer, door TNS/NIPO een onderzoek uitgevoerd onder 1.025 financiële beslissers, naar de effectiviteit van de Financiële Bijsluiter (FB).

Conclusie (samengevat):

- de bekendheid is in de afgelopen 5 jaar sterk toegenomen;
- 2 van de 5 consumenten raadplegen de FB;
- consumenten weten niet hoe ze de FB in handen moeten krijgen;
- de vernieuwde en beknoptere versie wordt beter gelezen (vier van de vijf lezers beweert hem helemaal door te nemen);
- de gebruikte risico indicator wordt niet goed begrepen;
- berekeningen die aan deze indicator ten grondslag liggen zijn niet voor iedereen even helder.

Uitgaande van dat er gewaarschuwd moet worden, wie moet dit dan doen? De overheid vindt slechts 35% van de ondervraagden. Een meerderheid van 53% vindt dat iemand anders dit dient te doen. Wie dan?

Onafhankelijk betrouwbare instelling	60%
Financiële sector zelf	28%
Geen mening	12%

Ten slotte, alvorens naar een aantal prikkelende stellingen te kijken, besteden we nog aandacht aan de door WFT (Wet Financieel Toezicht) en de Europese variant daarvan, de MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), voorgeschreven risicoprofielen.

Uit onderzoek van Prof. Van Raaij (Universiteit van Tilburg) en Dr. Loonen (Universiteit van Amsterdam) kwam naar voren dat de vragen die bij het opstellen van dergelijke profielen worden gesteld, tot zeer wisselende uitkomsten kunnen leiden. Bij de ene bank leiden de antwoorden van een zelfde belegger tot een voorzichtig profiel, bij een andere bank tot een offensief-profiel. Vinden beleggers de gestelde vragen relevant en herkennen zij zich in het door hun bank opgestelde profiel? 61% vindt het een goede zaak dat dergelijke profielen worden opgesteld.

De relevantie van de vragen werd als volgt beantwoord:

Ja, zijn relevant	31%
Nee, niet relevant	23%
Sommige vragen zijn relevant	41%
Geen mening	5%

Dit is toch verontrustend. Indien we ervan uitgaan dat het opstellen van een risicoprofiel een belangrijk onderdeel van het huidige beleggingsproces is, en niet alleen een manier van aanbieders om zich in te dekken tegen eventuele claims achteraf, dan is een percentage van 64% dat grote tot gereede twijfels heeft over de relevantie van de gestelde vragen, groot. 81% van de ondervraagden vindt ook dat risicowaarschuwingen niet dienen om te voorkomen dat banken later aansprakelijk gesteld kunnen worden. Beleggers vinden het instrument van een vragenlijst dus een belangrijk onderdeel van het beleggingsproces en de zoektocht naar het vermijden van risico en het verhogen van rendement. Een meerderheid van 52% van de beleggers herkent zich in het profiel dat past bij het risico dat zij wensen te lopen. Een soortgelijk percentage is van mening dat hun adviseur of vermogens-beheerder goed op de hoogte is van hun financiële situatie en een goede inschatting weet te maken van het risicoprofiel (60%).

Door sommigen in de bancaire wereld is naar aanleiding van de kredietcrisis gesuggereerd dat consumenten, alvorens de financiële markt te betreden, een zogenaamd financieel rijbewijs zouden moeten behalen.

Vinden beleggers dat banken rekening dienen te houden met hun (gebrek aan) kennis? Maar liefst 76% vindt dat banken rekening moeten houden met het kennisniveau van de belegger. Op welke wijze banken dit zouden moeten doen zou een onderwerp van een mogelijk vervolg onderzoek kunnen zijn. Zijn beleggers, ten slotte, volledig verantwoordelijk voor hun beleggingsgedrag?

Maar liefst 86% vindt dat deze verantwoordelijkheid niet gedeeld of afgeschoven kan worden.

Conclusie

Niets menselijk is de belegger vreemd. Beleggers koesteren net als iedere consument verwachtingen ten aanzien van door hen aan te schaffen producten. Het maakt niet uit of dit nu ongestructureerde of gestructureerde producten zijn. Op grond van aan hen verstrekte informatie ontwikkelt de consument bepaalde verwachtingen. Hierbij is sprake van een zogenaamd informatiegat tussen aanbieder en afnemer. Dit gat ontstaat omdat aanbieders, adviseurs en toezichthouders zich dagelijks met deze materie bezighouden en zich niet of nauwelijks kunnen voorstellen dat sommige zaken niet begrepen (kunnen) worden. En dit gat wordt soms bewust groter gemaakt middels omfloerst taalgebruik en mooie verkooppraatjes waardoor verwachtingen enkel en alleen groter worden. Deze informatie asymmetrie doet zich voor in vele sectoren maar is in de relatie tussen consumenten en banken uitgebreid bestudeerd door Steven Sharpe.

Hoe hoger de verwachtingen, hoe groter de deceptie als het misgaat. Kijk naar de recentelijk uitbarstingen van aandeelhouders tijdens de AVA's van Fortis in zowel België als Nederland. Nergens werd het gat tussen beide groepen beter in beeld gebracht dan op die momenten dat een vertwijfelde voorzitter (met taalgebruik en oproepen tot fatsoen die er enkel en alleen maar voor zorgden dat de aanwezige beleggers nog woedender werden) de zaal vol met ontevreden in bedwang trachtte te houden. Hen was iets beloofd en die belofte werd niet nagekomen!

Daar staat tegenover dat beleggers zichzelf vaak rijk rekenen waarvan menig aanbieder gretig gebruik maakt. Kansen worden uitvergroot, risico's gebagatelliseerd. Gaat het goed dan is dat aan het scherpzinnige inzicht van de belegger zelf te danken, gaat het fout dan ligt dit aan de aanbieder die de boel bedrogen heeft of valse verwachtingen heeft gecreëerd. Daar komt nog eens bij dat de huidige gemiddelde belegger anders geïnformeerd wordt en anders geïnformeerd wil worden dan de belegger van decennia geleden. Toen was beleggen een bezigheid van *aandeelhouders*. Men kocht een aandeel uit betrokkenheid bij een onderneming en hield dit in portefeuille in goede en slechte tijden. De huidige gemiddelde belegger is doorgaans op de markt actief om met aan- en verkopen snel geld te verdienen. Aangestoken door het succes van anderen doet een ieder, ook al is

men slecht geïnformeerd, aan dit spel mee. Het "*volksbeleggen*" is daarmee een feit. De moderne belegger wil echter vergelijkbare garanties en bescherming zoals dit ook bij andere producten als t.v.'s en koelkasten, het geval is. Men wil parachutespringen, maar met daarbij de garantie dat men nooit neerstort. Dat is in de financiële markt niet mogelijk.

De overheid heeft gemeend sommige groepen tegen zichzelf in bescherming te moeten nemen. De uitspraak van Hoogervorst over de bescherming van zwakkere groepen in de samenleving spreekt daarbij boekdelen. De gekozen risico waarschuwingsmethodiek wekt echter bij beleggers verwachtingen die niet waar gemaakt kunnen worden. Het biedt een zweem van zekerheid die niet in de financiële wereld thuis hoort.

Natuurlijk zeggen beleggers in meerderheid dat zij weten zelf verantwoordelijk te zijn. Dit soort uitlatingen hoort thuis in de categorie "*politiek correct*". Want tegelijkertijd verwacht men bescherming middels correcte informatie en wettelijke regelingen. Daar heeft men ook recht op, maar tegelijkertijd dient de gemiddelde belegger duidelijk te worden gemaakt dat indien belegt wordt met geld dat men niet heeft of tijdelijk niet nodig heeft, het financieel dagelijkse leven in gevaar wordt gebracht. Wil men dit risico niet lopen, dan kan men de beleggingsmarkt beter mijden en risicoloos sparen bij een bank die een dergelijke garantie ook waar kan maken. De wetgever en toezichthouder zouden dan kunnen volstaan met een algemene in plaats van een gedifferentieerde waarschuwing zoals dat momenteel geschiedt bij het lenen van geld.

Een algemene waarschuwing voor beleggers zou kunnen zijn:

Beleggen brengt risico's met zich mee. Stelt u zich goed op de hoogte van de mogelijke gevolgen.

Daarnaast dient toezicht op aanbieders, ongeacht de hoogte van de inleg en betere scholing van burgers ertoe bijdragen dat men zich geen financieel oor laat aannaaien.

September 2009

Willem Landman

Jaap Koelewijn



Hogeschool van Amsterdam
Economie en Management / HES

Weesperzijde 190
1097 DZ Amsterdam
telefoon 020 595 21 52
www.hva.nl