

Datum 3 februari 2021  
Ons kenmerk  
Pagina 1 van 4  
Betreft Reikwijdte individueel vermogensbeheer

Geacht bestuur,

Op 10 december 2019 heeft de AFM het rapport *'MiFID II-onderzoek naar dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's in 2018 en 2019'* op de website gepubliceerd. In het rapport deelt de AFM de uitkomsten en observaties van haar onderzoek naar de naleving van MiFID II-verplichtingen.

Een van deze observaties in het rapport heeft betrekking op 'fiduciair beheer' door beleggingsondernemingen. Het begrip fiduciair beheer kent geen eenduidige definitie en heeft geen oorsprong in de Wet op financieel toezicht (**Wft**). Wel stelt de AFM vast dat onder fiduciair beheer door ondernemingen een veelheid aan diensten wordt verstaan, variërend van diensten die niet kwalificeren als het verlenen van een beleggingsdienst (zoals advisering over strategische assetallocatie) tot diensten die wel kwalificeren als het verlenen van een beleggingsdienst (zoals advisering over individuele financiële instrumenten).

De AFM licht in haar rapport toe dat, wanneer beleggingsondernemingen fiduciair beheer verlenen waarbij er sprake is van het verlenen van (een combinatie van) beleggingsdiensten<sup>1</sup>, zij naar het oordeel van de AFM over een vergunning voor het verlenen van (al) deze (afzonderlijke) diensten dienen te beschikken. Tijdens haar onderzoek heeft de AFM geconstateerd dat dit niet altijd het geval is. Met name de reikwijdte van het beheren van een individueel vermogen (**vermogensbeheer**) werd te ruim geïnterpreteerd. De AFM acht het daarom van belang dat beleggingsondernemingen vaststellen welke van de door hen verleende diensten onder de reikwijdte vallen van vermogensbeheer, en welke buiten deze reikwijdte vallen.

Hieronder licht de AFM haar standpunt ten aanzien van deze reikwijdte nader toe, welke zij verduidelijkt aan de hand van een aantal praktijkvoorbeelden die zij heeft opgenomen in bijlage 1. Aan de hand van deze verduidelijkingen wordt het voor marktpartijen inzichtelijk in hoeverre hun vergunning past bij de beleggingsdiensten die verricht worden.

---

<sup>1</sup> Zoals het beheren van een individueel vermogen, beleggingsadvies en ontvangen en doorgeven (en/of uitvoeren) van orders.

Datum 3 februari 2021

Ons kenmerk

Pagina 2 van 4

### **Reikwijdte vermogensbeheer**

De definitie in artikel 1:1 Wft stelt dat er bij het beheren van individueel vermogen sprake dient te zijn van het *'[...] op discretionaire basis voeren van het beheer over financiële instrumenten [...] op grond van een door deze persoon gegeven opdracht'*. De interpretatie van de AFM is dat de beleggingsbeslissing bij vermogensbeheer te allen tijde bij de beleggingsonderneming dient te liggen, ook al wordt deze beslissing genomen in het kader van een door de cliënt gegeven opdracht. De cliënt en beleggingsonderneming leggen deze discretionaire ruimte voorafgaand aan de dienstverlening vast, bijvoorbeeld in een beleggingsmandaat.

Zodra een beleggingsbeslissing ten aanzien van een individuele transactie bij de cliënt ligt, ook al gebeurt dit op incidentele basis, dan valt deze transactie niet onder de reikwijdte van vermogensbeheer. In die situatie is er geen sprake van een discretionaire basis die noodzakelijk is voor vermogensbeheer. Dat de beleggingsonderneming na de opdracht van de cliënt de ruimte heeft om de details van de transactie verder in te vullen (zoals de optimale prijs, timing, tegenpartij en omvang) maakt niet uit voor de vraag of sprake is van discretionair vermogensbeheer. Het ligt in de ogen van de AFM voor de hand dat de beleggingsonderneming ruimte heeft om de details van de transactie in te vullen, immers stelt het haar in staat om het best mogelijke uitvoeringsresultaat te behalen. De AFM beoordeelt dit niet als het op discretionaire basis voeren van het beheer over financiële instrumenten.

Bij transacties waarvoor de beleggingsbeslissing bij de cliënt ligt, zal er doorgaans sprake zijn van beleggingsadvies, ontvangen en doorgeven (en/of uitvoeren) van orders of een combinatie van beide. Dit betekent dus dat de beleggingsonderneming naast vermogensbeheer, ook deze beleggingsdienst(en) verleent aan de cliënt.

In bijlage 1 licht de AFM bovengenoemd standpunt nader toe aan de hand van een drietal door beleggingsondernemingen aangedragen voorbeelden uit de praktijk.

### **Tot slot**

De AFM verwacht van beleggingsondernemingen dat zij aan de hand van deze brief en de voorbeelden in de bijlage toetsen of zij haar dienstverlening op juiste wijze kwalificeert en over de juiste (deel)vergunningen beschikt. Daarnaast dienen beleggingsondernemingen zich ervan te vergewissen dat zij bij het verlenen van meerdere beleggingsdiensten voldoen aan alle daarop van toepassing wettelijke vereisten, bijvoorbeeld ten aanzien van de vastlegging van het tot stand komen van de transactie.

Hoogachtend,  
Autoriteit Financiële Markten

## **Bijlage 1: voorbeelden van reikwijdtevraagstukken**

*De voorbeelden in deze bijlage dienen ter verduidelijking van het in de brief opgenomen standpunt, maar de AFM zal in een voorkomend geval altijd aan de hand van feiten en omstandigheden een oordeel vellen over de kwalificatie van de verleende dienst.*

### *Voorbeeld 1: afsluiten van derivaten*

Onderdeel van individueel vermogensbeheer is vaak het afsluiten van derivaten. De cliënt geeft vaak opdracht dan wel een instructie aan de vermogensbeheerder om een derivaat af te sluiten, met name voor hedging doeleinden. De opdracht wordt gegeven in het kader van het individueel beheer en ziet op de in beheer gegeven portefeuille. De vermogensbeheerder heeft bij een dergelijke opdracht discretie ten aanzien van o.a. (i) timing (deadline), (ii) counterparty, (iii) prijs (range), en (iv) hoeveelheid.

In bovengenoemd voorbeeld geeft de cliënt een opdracht (dan wel instructie) aan de beleggingsonderneming (vermogensbeheerder) om een derivaat af te sluiten. De beleggingsbeslissing ligt in dit voorbeeld dus volledig bij de cliënt, niet bij de beleggingsonderneming. Dat de beleggingsonderneming na de opdracht van de cliënt de ruimte heeft om de details van de transactie verder in te vullen, maakt niet dat de AFM zich hier op het standpunt stelt dat gesproken kan worden van discretionair vermogensbeheer. Deze transactie valt buiten de reikwijdte van vermogensbeheer. In dit geval is in ieder geval sprake van het ontvangen en doorgeven van orders door de beleggingsonderneming.

### *Voorbeeld 2: vermogensbeheerrelatie verzekeraar & asset manager*

Verzekeraars en (captive) asset managers leggen hun vermogensbeheerrelatie vaak vast in een zgn. Investment Management Agreement (IMA) waarin de verzekeraar het mandaat heeft bepaald waarbinnen de asset manager het discretionaire vermogensbeheer mag uitvoeren. Voor het grootste deel van het mandaat heeft de asset manager volledige discretie in de uitvoering van het mandaat. Voor sommige beleggingen, zoals beleggingen in structured credits, vindt vooraf wel afstemming plaats tussen de verzekeraar en de vermogensbeheerder in het investeringscomité van de verzekeraar. Maar de afstemming voor dergelijke type investeringen heeft met name als doel om het kapitaalsbeslag van een dergelijke belegging onder Solvency II te bepalen. Het investeringscomité besluit voor deze type beleggingen of de vermogensbeheerder deze kan uitvoeren, mede gelet op het kapitaalsbeslag. In de uitvoering heeft de vermogensbeheerder discretie ten aanzien van o.a.: (i) timing (deadline), (ii) counterparty, (iii) de voorwaarden, (iv) de prijs (range) en de (v) SCR (solvency capital requirement) charge. Dit geldt ook voor beleggingen in 'direct lending' beleggingsfondsen. Maar daar is ook van belang dat het beleggingsfonds aan de rapportage vereisten van de verzekeraar kan voldoen en de daarvoor benodigde informatie kan aanleveren.

In dit voorbeeld vindt er bij ‘sommige beleggingen’ afstemming plaats tussen de cliënt (verzekeraar) en de beleggingsonderneming (vermogensbeheerder). De afstemming heeft ‘met name’ als doel om het kapitaalsbeslag van deze beleggingen onder Solvency II te bepalen. Dat het afstemmen van transacties een specifiek doel dient, betekent op zichzelf niet dat deze transacties onder de reikwijdte van vermogensbeheer vallen. De kern is dat deze transacties met de cliënt worden afgestemd waarbij de beleggingsbeslissing, via het investeringscommittee uiteindelijk bij de cliënt ligt. Deze transacties vallen daarmee buiten de reikwijdte van vermogensbeheer.

*Voorbeeld 3: afstemmen in het kader van de beleggingsstrategie van de cliënt*

De vermogensbeheerder heeft op grond van het gegeven mandaat van de cliënt volledige discretie. Toch stemt de vermogensbeheerder incidenteel transacties af met de cliënt met het doel om te beoordelen of een bepaalde transactie overeenstemt met het door de cliënt geformuleerde beleggingsbeleid. De afstemming vindt dan plaats niet om goedkeuring van de cliënt te vragen voor een specifieke transactie, maar meer een check of een bepaalde transactie binnen het door de cliënt gevoerde beleggingsbeleid valt.

In dit voorbeeld worden er ‘incidenteel’ transacties afgestemd tussen de cliënt en de vermogensbeheerder. De afstemming heeft als doel om te beoordelen of deze transacties overeenstemmen met het door de cliënt geformuleerde beleggingsbeleid. De AFM kan zich voorstellen dat individuele transacties op incidentele basis worden besproken met de cliënt, indien een beleggingsonderneming er zich van wil verzekeren dat bepaalde transacties passen binnen het door de cliënt geformuleerde beleggingsbeleid. Echter, indien er afstemming plaatsvindt tussen de beleggingsonderneming en de cliënt *voorafgaand* aan de transactie waardoor de uiteindelijke beleggingsbeslissing bij de cliënt ligt, dan vallen deze transacties buiten de reikwijdte van vermogensbeheer.