

Consultatiedocument modelportefeuilles binnen zelfbeleggen

In het kort – Dit consultatiedocument gaat over het aanbieden van modelportefeuilles met automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw binnen zelfbeleggen. Het is nadrukkelijk geen standpunt van de AFM over de toelaatbaarheid. De reacties op deze consultatie betrekken we bij de bepaling van ons definitieve standpunt.

Inhoudsopgave

1.	Achtergrond	3
1.1	Status consultatiedocument	3
2.	Modelportefeuilles onder zelfbeleggen	5
2.1	Voorwaarden voor het aanbieden van modelportefeuilles binnen zelfbeleggen	5
3.	Wijzigingen binnen de modelportefeuille	7
3.1	Voorwaarden voor automatisch herbalanceren en risicoafbouw binnen zelfbeleggen	7
3.2	Overige wijzigingen gedurende de looptijd van de dienstverlening	9
4.	Casussen en onze vragen aan de sector	10
4.1	Casus A: basismodelportefeuille	10
4.2	Casus B: automatische wijzigingen in de modelportefeuille	11
4.3	Casus C: wijzigingen in de modelportefeuille gedurende de dienstverlening	12
4.4	Casus D: modelportefeuille met vooraf vastgelegde beslisregels	15
4.5	Overige vragen	16

1. Achtergrond

Het samenstellen en onderhouden van een beleggingsportefeuille vraagt om keuzes over risico, spreiding en beleggingshorizon. Om beleggers te faciliteren bij het beleggen, bieden beleggingsondernemingen verschillende vormen van dienstverlening aan, waaronder modelportefeuilles binnen zelfbeleggen. Onder zelfbeleggen verstaat de AFM het ontvangen en doorgeven en uitvoeren van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten zoals gedefinieerd in artikel 1:1 Wft.

Bij het aanbieden van modelportefeuilles stelt de beleggingsonderneming een aantal standaardportefeuilles met verschillende risicoprofielen samen. De retailbelegger kan vervolgens kiezen welk risicoprofiel het beste bij hem of haar past. Modelportefeuilles ondersteunen de retailbelegger bij het aanbrengen van spreiding, het beheersen van risico's en het vasthouden aan een beleggingsstrategie op de lange termijn. Door retailbeleggers te ondersteunen bij het maken van beleggingskeuzes, kunnen modelportefeuilles drempels voor beleggen verlagen en bijdragen aan meer investeringen in de Europese economie. Deze dienstverlening sluit aan bij bredere Europese initiatieven, zoals de *savings and investments union* (SIU), waarmee een grotere deelname van niet-professionele retailbeleggers aan de kapitaalmarkten wordt beoogd.

Modelportefeuilles kunnen bijdragen aan een toegankelijker deelname van retailbeleggers aan de kapitaalmarkten. De AFM ziet binnen het bestaande wettelijke kader ruimte voor innovatie die hieraan kan bijdragen, mits het belang van de retailbelegger daarbij voorop blijft staan.

Het aanbieden van modelportefeuilles roept in de praktijk echter vragen op over de kwalificatie van de dienstverlening. In het bijzonder bestaat bij marktpartijen behoefte aan duidelijkheid over de omstandigheden waaronder het aanbieden van een modelportefeuille binnen zelfbeleggen past. Die behoefte bestaat ook voor aanvullende functionaliteiten. Bijvoorbeeld modelportefeuilles waarbij de beleggingsonderneming de portefeuille periodiek automatisch herbalanceert en/of het risico van de portefeuille afbouwt naarmate de beleggingshorizon nadert. Marktpartijen hebben de AFM gevraagd hierover meer duidelijkheid te geven.

1.1 Status consultatiedocument

Marktpartijen hebben de AFM gevraagd om meer duidelijkheid over de vraag of modelportefeuilles en aanvullende functionaliteiten, zoals automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw, kunnen worden aangeboden binnen dienstverlening op basis van zelfbeleggen. In beginsel ziet de AFM hiervoor onder voorwaarden ruimte, maar we constateren tegelijkertijd dat bepaalde inrichtingsvormen kunnen raken aan de grenzen tussen zelfbeleggen, beleggingsadvies en vermogensbeheer. We wijzen er nadrukkelijk op dat het altijd de verantwoordelijkheid van de beleggingsonderneming blijft om te waarborgen dat haar dienstverlening in overeenstemming is met de toepasselijke wet- en regelgeving en of de door de AFM geschetste voorwaarden toepasbaar zijn op de specifieke situatie van de beleggingsonderneming.

Dit consultatiedocument heeft als doel inzicht te verkrijgen in de wijze waarop marktpartijen aankijken tegen het aanbieden van modelportefeuilles binnen zelfbeleggen, de risico's die zij hierbij zien en de praktische vraagstukken die hierbij komen kijken. De in hoofdstuk 2 en 3 beschreven denkrichtingen vormen het vertrekpunt voor deze consultatie. Hierin beschrijven wij een mogelijke lijn die binnen de reikwijdte van zelfbeleggen zou kunnen vallen. Hoofdstuk 4 bevat aanvullend hierop praktijkvoorbeelden en alternatieve oplossingsrichtingen waarmee de AFM de verschillende denkrichtingen wil toetsen en nader inzicht wil verkrijgen in de wijze waarop marktpartijen in de praktijk

omgaan met verschillende vraagstukken rondom het aanbieden van modelportefeuilles. De AFM benadrukt dat het schetsen van de alternatieve oplossingsrichtingen in hoofdstuk 4 niet impliceert dat de we deze verenigbaar vinden met dienstverlening op basis van zelfbeleggen.

Wij nodigen marktpartijen, consumentenorganisaties en overige belanghebbenden uit om van **30 september 2026 tot 12 november 2026** te reageren op de in hoofdstuk 4 beschreven situaties en consultatievragen. De AFM is daarbij in het bijzonder geïnteresseerd in:

- de mate waarin de beschreven situaties zich in de praktijk voordoen, en een omschrijving van eventuele aanvullende situaties of (praktische) vraagstukken die niet in het document worden behandeld;
- de knelpunten die marktpartijen hierbij ervaren;
- de omvang en urgentie van de vraagstukken die zich voordoen bij het aanbieden van modelportefeuilles binnen zelfbeleggen;
- de gevolgen van verschillende interpretaties van het normenkader voor de bescherming van retailbeleggers en de uitvoerbaarheid van de dienstverlening voor beleggingsondernemingen; en
- mogelijke alternatieve oplossingsrichtingen, rekening houdend met het toepasselijke regelgevend kader.

Na afloop van de consultatie zal de AFM de ontvangen reacties zorgvuldig analyseren en betrekken bij de verdere standpuntbepaling omtrent het aanbieden van modelportefeuilles. Vervolgens zullen wij een terugkoppeling op de consultatie publiceren, dat ons definitieve standpunt over het aanbieden van modelportefeuilles zal verduidelijken.

Intrekken Leidraad kwalificatie innovatieve dienstverlening (2016)

Deze consultatie raakt tevens aan de bestaande Leidraad kwalificatie innovatieve dienstverlening (2016). De AFM is voornemens deze leidraad in te trekken en gebruikt deze consultatie om hierover input van marktpartijen op te halen. Onderdelen van die leidraad zijn inmiddels niet langer actueel door latere publicaties van ESMA. Zo wordt de kwalificatie van beleggingsadvies nader behandeld in de [*ESMA Supervisory Briefing on the definition of investment advice under MiFID II*](#) en komt het onderwerp over automatisch uitgevoerde actieve handelsstrategieën uitvoerig aan bod in de [*ESMA Supervisory Briefing on supervisory expectations in relation to firms offering copy trading services*](#).

De bestaande leidraad bevat daarnaast een verduidelijking over de voorwaarden waaronder een beleggingsonderneming een beleggingsportefeuille eenmalig kan beoordelen. De AFM hoort in deze consultatie graag van marktpartijen of zij nog behoefte hebben aan het behoud van deze verduidelijking, of dat ook dit onderdeel van de leidraad kan worden ingetrokken.

2. Modelportefeuilles onder zelfbeleggen

Modelportefeuilles bevinden zich op het grensvlak van zelfbeleggen, beleggingsadvies en vermogensbeheer. Zoals ESMA in haar *Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II* aangeeft, hangt de kwalificatie van dienstverlening rondom modelportefeuilles uiteindelijk af van de specifieke feiten en omstandigheden, waaronder de wijze waarop de dienstverlening is ingericht.

Dit hoofdstuk beschrijft de voorwaarden waaronder het aanbieden van modelportefeuilles als zelfbeleggen kwalificeert en lichten wij toe hoe deze voorwaarden moeten worden toegepast.

2.1 Voorwaarden voor het aanbieden van modelportefeuilles binnen zelfbeleggen

Het aanbieden van modelportefeuilles kan onder omstandigheden passen binnen dienstverlening op basis van zelfbeleggen. Bij de beoordeling of modelportefeuilles passen binnen zelfbeleggen, hanteert de AFM de volgende drie voorwaarden:

1. De retailbelegger neemt zelfstandig de beleggingsbeslissing.
2. De beleggingsonderneming heeft geen discretionaire beslisruimte. De samenstelling en beslisregels van de modelportefeuille worden vooraf vastgesteld op het niveau van de onderliggende financiële instrumenten.
3. De beleggingsonderneming geeft geen persoonlijke aanbevelingen.

Voorwaarde 1: de retailbelegger neemt zelfstandig de beleggingsbeslissing.

De retailbelegger neemt zelfstandig de beslissing om in een bepaalde modelportefeuille te beleggen.

Met die keuze geeft de retailbelegger de beleggingsonderneming een (doorlopende) opdracht om overeenkomstig de vooraf vastgestelde samenstelling en beslisregels van de modelportefeuille te beleggen.

Gelet op de kenmerken van modelportefeuilles en eventuele aanvullende functionaliteiten, zoals automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw, kunnen bij retailbeleggers verwachtingen ontstaan die aansluiten bij kenmerken van beleggingsadvies of vermogensbeheer. De AFM acht het daarom van belang dat de beleggingsonderneming aan de retailbelegger duidelijk maakt welke dienst wordt verleend, dat de retailbelegger de beleggingsbeslissing neemt, en dat de dienstverlening niet is gebaseerd op de persoonlijke omstandigheden van de retailbelegger.

Voorwaarde 2: de beleggingsonderneming heeft geen discretionaire beslisruimte. De samenstelling en beslisregels van de modelportefeuille worden vooraf vastgesteld op het niveau van de onderliggende financiële instrumenten.

Voor iedere modelportefeuille binnen zelfbeleggen bepaalt de beleggingsonderneming vooraf welke financiële instrumenten deel uitmaken van de portefeuille en wat de weging is van ieder financieel instrument binnen de portefeuille. De modelportefeuilles zijn gestandaardiseerd en worden niet afgestemd op de persoonlijke omstandigheden van de individuele retailbelegger. Ook de beslisregels voor automatisch herbalanceren, automatische risicoafbouw en de vervanging van een financieel instrument

dat niet langer beschikbaar is, liggen vooraf vast op het niveau van de onderliggende financiële instrumenten (hoofdstuk 3 gaat hier nader op in).

Een voorwaarde voor de kwalificatie van modelportefeuilles onder zelfbeleggen is dat de beleggingsonderneming bij het doorgeven of uitvoeren van een order geen discretionaire beslissruimte heeft. De beleggingsonderneming voert uitsluitend de transacties uit die benodigd zijn om de door de retailbelegger gekozen modelportefeuille te kopen of om vooraf vastgestelde beslisregels uit te voeren.

Voorwaarde 3: de beleggingsonderneming geeft geen persoonlijke aanbevelingen.

Ook verstrekt de beleggingsonderneming geen persoonlijke aanbevelingen. De

beleggingsonderneming doet geen uitspraken over welke modelportefeuille voor een individuele retailbelegger aanbevolen, passend of geschikt is. De verschillende modelportefeuilles worden op neutrale wijze gepresenteerd, waarbij de retailbelegger zelf bepaalt of en in welke modelportefeuille hij of zij belegt. Zie voor een nadere toelichting om te bepalen of er sprake is van een persoonlijke aanbeveling de vijf cumulatieve vereisten zoals beschreven in *ESMA's Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II*.

De beleggingsonderneming kan wel informatie verstrekken over de kenmerken, risico's en werking van modelportefeuilles. Ook kan zij gebruikmaken van (digitale) hulpmiddelen om informatie, risico's, rendementsscenario's of mogelijke portefeuille-uitkomsten inzichtelijk te maken. Deze informatie en hulpmiddelen mogen de retailbelegger ondersteunen bij diens beleggingsbeslissing, maar mogen niet neerkomen op een persoonlijke aanbeveling aan een individuele retailbelegger. Zie voor een nadere toelichting nrs. 61-62 van *ESMA's Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II*.

3. Wijzigingen binnen de modelportefeuille

Bij modelportefeuilles binnen zelfbeleggen kiest de retailbelegger zelf voor een modelportefeuille met een bepaald risicoprofiel. De dienstverlening kan daarbij voorzien in aanvullende functionaliteiten, zoals automatisch periodiek herbalanceren en automatische risicoafbouw, zodat de portefeuille blijft aansluiten bij de vooraf gekozen kenmerken.

De modelportefeuille bestaat uit een vooraf vastgestelde verdeling van verschillende financiële instrumenten die aansluit bij dat risicoprofiel. Na verloop van tijd kunnen de wegingen binnen een modelportefeuille afwijken van de oorspronkelijke doelverdeling, bijvoorbeeld door verschillen in waardeontwikkeling van de onderliggende financiële instrumenten. Om het risico van de portefeuille in overeenstemming te houden met het gekozen risicoprofiel, moet de portefeuille periodiek worden geherbalanceerd. Daarbij wordt de portefeuille teruggebracht naar de oorspronkelijke en vooraf vastgestelde verdeling van de modelportefeuille.

Daarnaast kan behoefte bestaan aan een geleidelijke afbouw van het risico van de portefeuille, bijvoorbeeld wanneer de pensioendatum nadert. Daarbij wordt het risico van de modelportefeuille bijvoorbeeld 15 of 10 jaar voorafgaand aan de beleggingshorizon jaarlijks stapsgewijs afgebouwd.

Beleggingsondernemingen kunnen retailbeleggers hierbij helpen door op basis van een eenmalige toestemming van de retailbelegger jaarlijks of bij het overschrijden van bepaalde grenzen automatisch de portefeuille te herbalanceren en/of vanaf een bepaalde datum automatisch stapsgewijs het risico van de portefeuille af te bouwen.

Dit hoofdstuk gaat in op de voorwaarden waaronder automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw binnen zelfbeleggen mogelijk zijn (paragraaf 3.1). Hierbij worden dezelfde voorwaarden gehanteerd als in hoofdstuk 2. Verder gaat dit hoofdstuk in op de kwalificatie van de dienstverlening wanneer zich gedurende de looptijd omstandigheden voordoen die aanleiding geven tot wijzigingen in de modelportefeuille (paragraaf 3.2).

3.1 Voorwaarden voor automatisch herbalanceren en risicoafbouw binnen zelfbeleggen

Ook bij automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw zijn de drie voorwaarden uit hoofdstuk 2 bepalend voor de kwalificatie van de dienstverlening onder zelfbeleggen.

Voorwaarde 1: de retailbelegger neemt zelfstandig de beleggingsbeslissing.

De retailbelegger beslist zelf of hij of zij gebruikmaakt van automatisch herbalanceren of automatische risicoafbouw. Deze beslissing kan zowel bij aanvang als gedurende de dienstverlening worden genomen. Door voor automatisch herbalanceren en/of risicoafbouw te kiezen, geeft de retailbelegger de beleggingsonderneming opdracht om toekomstige transacties uit te voeren op basis van vooraf vastgestelde beslisregels.

Om deze beslissing zelfstandig te kunnen nemen, moet de retailbelegger vooraf duidelijke informatie ontvangen over de werking, kenmerken, risico's en gevolgen van deze functionaliteiten.

Voorwaarde 2: de beleggingsonderneming heeft geen discretionaire beslissruimte. De samenstelling en beslisregels van de modelportefeuille worden vooraf vastgesteld op het niveau van de onderliggende financiële instrumenten.

Ook bij de uitvoering van automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw heeft de beleggingsonderneming geen discretionaire beslissruimte. De beleggingsonderneming voert uitsluitend de transacties uit op basis van de vooraf vastgestelde beslisregels die deel uitmaken van de gekozen modelportefeuille.

Onder beslisregels verstaat de AFM regels die bepalen wanneer en hoe transacties in de onderliggende financiële instrumenten van de modelportefeuille plaatsvinden. Voor zover deze regels zodanig vooraf zijn vastgelegd dat de beleggingsonderneming bij de uitvoering van de transacties geen ruimte heeft voor eigen afwegingen, kunnen zij worden beschouwd als de uitvoering van een vooraf door de retailbelegger gemaakte beleggingsbeslissing. Zij moeten dus waarborgen dat als een vooraf gedefinieerde situatie zich voordoet, de beleggingsonderneming te allen tijde een specifieke transactie of transacties dient uit te voeren.

Voor automatisch herbalanceren legt de beleggingsonderneming vooraf vast wanneer herbalancering plaatsvindt en hoe de portefeuille wordt teruggebracht naar de beoogde verdeling van de modelportefeuille. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gekozen voor herbalancering op vooraf vastgestelde momenten, zoals ieder kwartaal of jaarlijks, of wanneer een financieel instrument in de modelportefeuille een vooraf vastgestelde afwijking van de doelverdeling bereikt, bijvoorbeeld meer dan 5%. De beleggingsonderneming legt daarnaast vooraf dat alle financiële instrumenten van de portefeuille volledig worden teruggebracht naar de doelallocatie. Daarmee staat vooraf vast 1) welke financiële instrumenten bij herbalancering worden verkocht (het instrument of de instrumenten waarvan het relatieve gewicht zich boven de doelallocatie bevindt, 2) welke instrumenten worden gekocht (het instrument of instrumenten waarvan het relatieve gewicht zich onder de doelallocatie bevindt) en 3) naar welke verdeling wordt geherbalanceerd (de vastgestelde doelallocatie van de modelportefeuille).

Voor automatische risicoafbouw binnen zelfbeleggen staat vooraf vast wanneer de risicoafbouw start, op welke momenten het risico wordt afgebouwd (bijvoorbeeld jaarlijks) en hoe de portefeuillevetdeling op instrumentniveau op deze momenten wordt aangepast. Het volledige afbouwschema ligt vooraf vast en wordt gedurende de looptijd van de dienstverlening niet aangepast door de beleggingsonderneming.

De beleggingsonderneming maakt geen zelfstandige afwegingen over het moment van uitvoering, de samenstelling van de portefeuille of de financiële instrumenten die worden gekocht of verkocht. Deze keuzes volgen uitsluitend uit de vooraf vastgestelde samenstelling van de modelportefeuille en de beslisregels. Indien de beleggingsonderneming tijdens de dienstverlening alsnog keuzes moet maken buiten de vooraf vastgestelde beslisregels, kan de dienstverlening niet langer als zelfbeleggen kwalificeren.

Voorwaarde 3: de beleggingsonderneming geeft geen persoonlijke aanbevelingen.

Net als bij het aanbieden van modelportefeuilles als zodanig verstrekt de beleggingsonderneming geen persoonlijke aanbevelingen over automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw. Zij kan wel algemene informatie verstrekken over de werking, kenmerken, risico's en gevolgen van deze functionaliteiten en andere aspecten van de dienstverlening, zoals algemene informatieverstrekking over de voor- en nadelen van periodiek herbalanceren en risicoafbouw. Ook kan zij de retailbelegger informeren over gebeurtenissen die van invloed zijn op een modelportefeuille of de daarin opgenomen financiële instrumenten. Deze informatie mag de retailbelegger ondersteunen bij zijn of haar beleggingsbeslissingen, maar mag niet neerkomen op een persoonlijke aanbeveling voor een individuele retailbelegger.

3.2 Overige wijzigingen gedurende de looptijd van de dienstverlening

Zoals in paragrafen 2.1 en 3.1 is verduidelijkt, kunnen de benodigde wijzigingen in de portefeuille van de retailbelegger in het kader van automatisch periodiek herbalanceren en risicoafbouw vooraf op basis van beslisregels op het niveau van het individuele financiële instrument worden vastgesteld. In de praktijk kunnen zich echter gedurende de looptijd van de dienstverlening omstandigheden voordoen die gevolgen hebben voor de uitvoering van de doorlopende order van de retailbelegger ten aanzien van een bepaalde modelportefeuille, bijvoorbeeld doordat een bepaald financieel instrument niet langer beschikbaar is of omdat de beleggingsonderneming een bepaald instrument om een andere reden moet vervangen.

Ook wanneer zich een situatie als deze voordoet, moet de beleggingsonderneming rekening houden met de in paragraaf 2.1 genoemde voorwaarden om te waarborgen dat de dienstverlening blijft kwalificeren als zelfbeleggen.

De beleggingsonderneming kan in dat geval niet zelfstandig een wijziging aanbrengen in de bestaande modelportefeuille van een retailbelegger of in een doorlopende klantorder (zie voorwaarde 2). Als de beleggingsonderneming zelf bepaalt welke wijziging nodig is en deze vervolgens voor rekening van de retailbelegger uitvoert, beschikt zij over ruimte voor eigen beleggingsafwegingen en daarmee over discretionaire beslisruimte. Wel kan de beleggingsonderneming vooraf beslisregels opstellen en afstemmen met de retailbelegger wanneer onderliggende instrumenten niet langer beschikbaar zijn. Bijvoorbeeld door vooraf te bepalen dat ETF Y ETF X vervangt wanneer ETF X niet langer beschikbaar is, of dat de portefeuille (tijdelijk) overstapt naar geldmarktfonds Z wanneer ETF X wegvalt.

Ook het voorstellen van een specifiek alternatief financieel instrument aan een retailbelegger kan gevolgen hebben voor de kwalificatie van de dienstverlening (zie voorwaarde 3). Wanneer een beleggingsonderneming een klant benadert met een concrete aanbeveling om een financieel instrument dat deel uitmaakt of uitmaakte van diens portefeuille te vervangen door een ander financieel instrument, is sprake van beleggingsadvies (indien is voldaan aan de cumulatieve vereisten voor een persoonlijke aanbeveling als bedoeld in *ESMA's Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II*). Ook wanneer geen sprake is van een expliciete aanbeveling, kan relevant zijn in hoeverre de communicatie een retailbelegger in een bepaalde richting stuurt, bijvoorbeeld doordat een specifiek alternatief financieel instrument als aantrekkelijk of passend alternatief wordt gepresenteerd (zie paragrafen 61-62 van *ESMA's Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II*).

Wel kan een beleggingsonderneming retailbeleggers algemene informatie verstrekken dat een of meerdere modelportefeuilles zijn gewijzigd, en bijvoorbeeld aangeven dat meer informatie over deze wijzigingen op de website te vinden is. De beleggingsonderneming laat het vervolgens aan de retailbelegger over om een nieuwe beleggingsbeslissing te nemen en een eventuele gewijzigde opdracht te verstrekken.

De wijze waarop informatie wordt gepresenteerd, is relevant voor de beoordeling of sprake is van een persoonlijke aanbeveling. Naarmate een beleggingsonderneming nadrukkelijker stuurt richting een specifiek financieel instrument, neemt het risico toe dat de grens met beleggingsadvies wordt overschreden.

4. Casussen en onze vragen aan de sector

In dit hoofdstuk schetsen wij enkele casussen. Iedere casus betreft een fictief praktijkvoorbeeld, gevolgd door een duiding van de relevante aandachtspunten en het daarbij behorende spanningsveld. Aan het eind van elke casus staan onze vragen aan de partijen: hoe kijkt u aan tegen het toepassen van automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw op basis van vooraf vastgestelde doelwelingen en beslisregels? Welke aandachtspunten ziet u daarbij? Ook hebben we wat meer algemene vragen. Zo willen wij inzicht krijgen in de wijze waarop marktpartijen en andere belanghebbenden tegen wijzigingen binnen modelportefeuilles aankijken, welke risico's en knelpunten zij daarbij signaleren en welke alternatieve oplossingsrichtingen zij zien.

4.1 Casus A: basismodelportefeuille

Een beleggingsonderneming biedt vier modelportefeuilles aan: defensief, neutraal, offensief en zeer offensief. De dienstverlening vindt uitsluitend online plaats.

De dienstverlening richt zich op retailbeleggers die geen beleggingsadvies wensen, maar wel op een eenvoudige wijze gespreid willen beleggen via een vooraf samengestelde portefeuille. De modelportefeuilles zijn voor alle retailbeleggers die voor dezelfde modelportefeuille kiezen identiek. De beleggingsonderneming presenteert de kenmerken van de dienstverlening. Ook verstrekt zij informatie over de risico's van beleggen in financiële instrumenten.

Vervolgens toont de beleggingsonderneming alle vier modelportefeuilles. Per portefeuille verstrekt zij informatie over de samenstelling, kosten en risico's. Daarnaast toont zij informatie over mogelijke rendementen bij verschillende marktomstandigheden en beleggingshorizons. De retailbelegger kiest zelf voor een modelportefeuille waarvan vooraf duidelijk is welke wegen binnen de portefeuille worden nagestreefd. De onderliggende financiële instrumenten waarmee deze wegen worden ingevuld, staan echter niet vooraf vast. De beleggingsonderneming bepaalt zelfstandig welke financiële instrumenten worden geselecteerd om invulling te geven aan de gekozen modelportefeuille.

De beleggingsonderneming gebruikt verder geen klantinformatie om een specifieke modelportefeuille te selecteren of aan te bevelen, maar presenteert alle vier modelportefeuilles op gelijkwaardige manier. De onderneming voert vervolgens transacties met betrekking tot de gekozen modelportefeuille uit volgens de vooraf vastgestelde samenstelling.

Duiding

In deze situatie kiest de retailbelegger zelfstandig voor een modelportefeuille. De beleggingsonderneming gebruikt geen klantinformatie om een specifieke modelportefeuille aan te wijzen en presenteert de verschillende modelportefeuilles op neutrale wijze. Er is geen sprake van een persoonlijke aanbeveling aan de retailbelegger.

De spanning in deze casus ligt bij de voorwaarde dat de beleggingsonderneming geen discretionaire beslisruimte heeft. Hoewel de retailbelegger zelf een modelportefeuille kiest, staan de onderliggende financiële instrumenten waarmee invulling wordt gegeven aan die modelportefeuille niet vooraf vast. Daardoor moet de beleggingsonderneming zelfstandig bepalen welke financiële instrumenten worden aangekocht, verkocht of aangehouden om uitvoering te geven aan de gekozen modelportefeuille. De

uitvoering van de dienstverlening volgt daarmee niet uitsluitend uit vooraf vastgestelde financiële instrumenten en beslisregels.

De beleggingsonderneming neemt op deze manier zelfstandig beleggingsbeslissingen over de samenstelling van de portefeuille. Daarmee beschikt zij over discretionaire beslisruimte en neemt zij beleggingsbeslissingen namens de retailbelegger. Deze omstandigheden wijzen op vermogensbeheer.

Vragen

1. Welke voordelen, nadelen en aandachtspunten brengt een dergelijke inrichting volgens u mee, vanuit het perspectief van retailbeleggersbescherming, operationele uitvoerbaarheid en de kwalificatie van de dienstverlening?

4.2 Casus B: automatische wijzigingen in de modelportefeuille

Een beleggingsonderneming biedt vier modelportefeuilles aan: defensief, neutraal, offensief en zeer offensief. De dienstverlening vindt uitsluitend online plaats. De modelportefeuille voor het offensieve risicoprofiel bestaat uit vier fondsen: Fonds A: 50%, Fonds B: 20%, Fonds C: 19% en Fonds D: 11%. Bij het aangaan van de dienstverlening kiest de retailbelegger zelfstandig voor deze modelportefeuille. Ook kiest de retailbelegger ervoor om gebruik te maken van automatisch herbalanceren en risicoafbouw.

De beleggingsonderneming heeft vooraf vastgelegd onder welke voorwaarden herbalancering plaatsvindt. De portefeuille wordt automatisch geherbalanceerd zodra de feitelijke weging van een financieel instrument meer dan 5 procentpunt afwijkt van de vooraf vastgestelde weging binnen de portefeuille. De beleggingsonderneming brengt de portefeuille vervolgens overeenkomstig de vooraf vastgestelde beslisregels terug naar de oorspronkelijke doelallocatie van de modelportefeuille. Uit deze beslisregels volgt op instrumentniveau welke acties de beleggingsonderneming moet ondernemen om de portefeuille weer in balans te brengen. Dat wil zeggen dat de vrijgekomen middelen als gevolg van het terugbrengen van naar de doelallocatie van het financieel instrument dat de bandbreedte overschrijdt, altijd volgens een vaste verdeling worden besteed aan de aankoop van de resterende drie financiële instrumenten (en vice versa als de waarde van het instrument door de ondergrens zakt). De beleggingsonderneming kan hierin geen zelfstandige keuzes maken.

Door marktontwikkelingen ontstaat na verloop van tijd een afwijking van meer dan 5 procentpunt voor fonds A ten opzichte van de oorspronkelijke doelverdeling. Hierdoor wordt de vooraf vastgelegde drempel voor het herbalanceren bereikt en voert de beleggingsonderneming de daarvoor benodigde transacties uit volgens de overeengekomen beslisregels.

Daarnaast bevat de modelportefeuille een vooraf vastgesteld schema voor de risicoafbouw. Vanaf vijftien jaar voor de einddatum wordt jaarlijks 10% van de aandelenallocatie omgezet naar obligaties. Vooraf staat vast op welke momenten de risicoafbouw plaatsvindt, welke doelallocatie daarbij worden nagestreefd en welke beslisregels op instrumentniveau worden toegepast. De beleggingsonderneming voert de risicoafbouw overeenkomstig deze vooraf vastgestelde beslisregels uit vanaf vijftien jaar voor de einddatum.

Duiding

In deze situatie kiest de retailbelegger zelfstandig voor een modelportefeuille en voor de functionaliteiten automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw. De beleggingsonderneming heeft vooraf vastgelegd onder welke voorwaarden deze functionaliteiten worden toegepast, welke doelallocatie worden nagestreefd en welke beslisregels daarbij worden gevolgd.

Bij automatisch herbalanceren zijn het moment waarop de drempel wordt bereikt en de omvang van de benodigde transacties afhankelijk van marktontwikkelingen. Bij automatische risicoafbouw staan het afbouwschema, de momenten van afbouw en de beoogde doelverdeling vooraf vast. In beide gevallen liggen de financiële instrumenten, doelallocatie en beslisregels vooraf vast.

De beleggingsonderneming voert uitsluitend deze vooraf vastgestelde beslisregels uit. Hoewel het moment van uitvoering en de omvang van de benodigde transacties niet steeds vooraf vaststaan, maakt de beleggingsonderneming daarbij geen zelfstandige afweging over de vraag of een aanpassing plaatsvindt of naar welke verdeling wordt toegewerkt. Deze omstandigheden zijn relevant voor de beoordeling of sprake is van zelfbeleggen.

Vragen

2. Hoe kijkt u aan tegen het toepassen van automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw op basis van vooraf vastgestelde doelwegingen en beslisregels? Welke aandachtspunten ziet u daarbij?
3. Welke betekenis kent u toe aan het feit dat het moment van herbalanceren en de omvang van de benodigde transacties afhankelijk zijn van toekomstige marktontwikkelingen en daarom niet vooraf vaststaan? Heeft dit volgens u nog gevolgen voor het uitvoeren van deze activiteiten binnen zelfbeleggen?
4. Welke risico's en aandachtspunten vanuit het perspectief van beleggersbescherming ziet u bij automatisch herbalanceren en automatische risicoafbouw binnen zelfbeleggen?
5. Beoordeelt u automatisch herbalanceren anders dan vooraf vastgelegde automatische risicoafbouw? Waarom wel of niet?
6. Ziet u alternatieve manieren om automatisch herbalanceren of risicoafbouw vorm te geven binnen zelfbeleggen? Zo ja, welke?

4.3 Casus C: wijzigingen in de modelportefeuille gedurende de dienstverlening

Een beleggingsonderneming biedt retailbeleggers vier modelportefeuilles aan: defensief, neutraal, offensief en zeer offensief. De dienstverlening vindt uitsluitend online plaats. De modelportefeuille voor het offensieve risicoprofiel bestaat uit vier fondsen: Fonds A: 50%, Fonds B: 20%, Fonds C: 19% en Fonds D: 11%.

Tijdens de dienstverlening wordt Fonds B geliquideerd. Hierdoor kan de modelportefeuille niet langer in haar oorspronkelijke vorm worden aangeboden. Er zijn vooraf geen beslisregels vastgesteld. De beleggingsonderneming moet bepalen hoe zij met deze situatie omgaat. Zij overweegt daarbij verschillende handelingsopties:

Optie 1: Automatische vervanging

De beleggingsonderneming vervangt Fonds B direct door Fonds E en past alle bestaande modelportefeuilles automatisch aan. Retailbeleggers worden achteraf geïnformeerd over de wijziging.

Optie 2: automatische vervanging met beslistermijn voor de klant

De beleggingsonderneming informeert retailbeleggers vooraf dat, indien zij niet binnen de gestelde termijn aangeven bezwaar te hebben tegen de vervanging van Fonds B door Fonds E, de wijziging automatisch wordt doorgevoerd. Daarbij licht de beleggingsonderneming toe welke gevolgen een bezwaar heeft voor het voortzetten van de modelportefeuille en de daaraan gekoppelde functionaliteiten.

Retailbeleggers die binnen de gestelde termijn bezwaar maken tegen de wijziging behouden de resterende financiële instrumenten in hun portefeuille. Vanaf dat moment wordt de portefeuille niet langer onderhouden als modelportefeuille en worden de functionaliteiten van automatisch herbalanceren en risicoafbouw stopgezet. De retailbelegger kan de bestaande instrumenten aanhouden, verkopen of zelfstandig aanvullende transacties uitvoeren.

Optie 3: Vervangingsvoorstel

De beleggingsonderneming informeert retailbeleggers dat Fonds B vervalt en stelt Fonds E als alternatief voor. Retailbeleggers kunnen vervolgens zelf besluiten dit voorstel al dan niet over te nemen; de beleggingsonderneming voert de transactie alleen uit zodra de retailbelegger hiertoe de opdracht geeft.

Retailbeleggers die Fonds E accepteren beleggen vervolgens verder volgens een aangepaste versie van de modelportefeuille waarin Fonds B is vervangen door Fonds E. Retailbeleggers die het voorstel niet overnemen behouden hun bestaande positie in de resterende financiële instrumenten. Hierdoor kunnen verschillende versies van de modelportefeuille naast elkaar bestaan, afhankelijk van de keuzes van individuele retailbeleggers. De beleggingsonderneming kan er vervolgens voor kiezen deze varianten naast elkaar te blijven aanbieden of de oorspronkelijke modelportefeuille uit het aanbod te verwijderen.

Optie 4: Keuze uit meerdere alternatieven

De beleggingsonderneming informeert retailbeleggers dat Fonds B vervalt en presenteert een aantal mogelijke vervangende fondsen.

“Fonds B wordt geliquideerd. Wij hebben op basis van algemene kenmerken, zoals kosten, rendement en liquiditeit, meer mogelijke vervangende fondsen geselecteerd.”

De retailbelegger kiest vervolgens zelf welk fonds wordt toegevoegd aan de portefeuille.

Optie 5: Nieuwe modelportefeuille

De beleggingsonderneming introduceert een nieuwe modelportefeuille "Offensief 2.0", waarin Fonds B is vervangen door Fonds E. Retailbeleggers kunnen ervoor kiezen over te stappen naar deze nieuwe modelportefeuille en ontvangen daarover de volgende communicatie:

“Offensief wordt beëindigd. Indien u verder wilt beleggen in een modelportefeuille, kunt u kiezen uit de beschikbare modelportefeuilles.”

Retailbeleggers die niet overstappen behouden de resterende financiële instrumenten in hun portefeuille. Vanaf dat moment wordt de portefeuille niet langer onderhouden als modelportefeuille en de functionaliteiten van automatisch herbalanceren en risicoafbouw worden stopgezet. De retailbelegger kan de bestaande instrumenten aanhouden, verkopen of zelfstandig aanvullende transacties uitvoeren. Dit wordt vooraf aan de retailbelegger gecommuniceerd.

Duiding

Deze casus verschilt van de voorgaande casussen doordat niet alleen de uitvoering van de modelportefeuille ter discussie staat, maar ook een wijziging van de modelportefeuille zelf. Het oorspronkelijke financiële instrument vervalt en de beleggingsonderneming moet bepalen hoe zij hiermee omgaat.

Bij optie 1 selecteert de beleggingsonderneming zelfstandig het vervangende financiële instrument.

Daarmee ontstaat spanning met de voorwaarde dat de beleggingsonderneming geen discretionaire beslissruimte heeft en geen beleggingsbeslissingen namens de retailbelegger neemt.

Bij optie 2 selecteert de beleggingsonderneming eveneens zelfstandig het vervangende financiële instrument. Het opt-outmechanisme neemt niet weg dat de beleggingsonderneming de wijziging initieert. Daardoor ontstaat spanning met de voorwaarde dat de beleggingsonderneming geen discretionaire beslissruimte heeft. Daarnaast kan relevant zijn of het actief voorleggen van een vervangend financieel instrument aan de retailbelegger moet worden beschouwd als een persoonlijke aanbeveling.

Bij optie 3 beslist de retailbelegger zelf of het voorgestelde vervangende financiële instrument wordt aangekocht. Daarmee verschuift het aandachtspunt van discretionaire beslissruimte naar de vraag of het aanwijzen van één concreet alternatief kwalificeert als een persoonlijke aanbeveling.

Bij optie 4 kiest de retailbelegger zelf uit meerdere alternatieven. Ook hier blijft relevant in hoeverre de selectie en presentatie van de alternatieven kan worden opgevat als een persoonlijke aanbeveling.

Bij optie 5 beslist de retailbelegger zelf of wordt overgestapt naar een nieuwe modelportefeuille. Het aandachtspunt verschuift daarmee naar de vraag in hoeverre het aanbieden van een opvolgende modelportefeuille materieel verschilt van het vervangen van een financieel instrument binnen een bestaande modelportefeuille. Daarbij kan relevant zijn hoe de nieuwe modelportefeuille wordt gepresenteerd, welke gevolgen het niet overstappen heeft voor het voortzetten van de dienstverlening en in hoeverre de retailbelegger een reële keuze heeft.

Vragen

7. Hoe gaan beleggingsondernemingen momenteel om met situaties waarin een financieel instrument binnen een modelportefeuille vervalt of gewijzigd moet worden? Hoe beoordeelt u de verschillende opties die de AFM heeft geschetst? Ziet u andere mogelijkheden, rekening houdend met het regelgevend kader en de praktische uitvoerbaarheid?
8. In welke mate doen de beschreven situaties zich in de praktijk voor? Kunt u aangeven hoe relevant het vraagstuk is van het aanpassen van modelportefeuilles als gevolg van het wegvallen of wijzigen van financiële instrumenten?
9. In dit voorbeeld moet een instrument worden vervangen omdat het niet langer beschikbaar is. In de praktijk zou het ook kunnen voorkomen dat een beleggingsonderneming een wijziging in de modelportefeuilles om een bepaalde reden wenst door te voeren, bijvoorbeeld vanwege veranderende marktomstandigheden of vanwege het beschikbaar komen van alternatieve instrumenten die meer in het belang van de klant zijn (bijvoorbeeld vanwege een betere *value for money*). Ziet u dit als een relevante praktijksituatie bij het aanbieden van modelportefeuilles? En zo ja, wat zouden volgens u mogelijkheden zijn om met deze situatie om te gaan, rekening houdend met het regelgevend kader en de praktische uitvoerbaarheid?
10. In hoeverre acht u optie 5 uitvoerbaar in de praktijk wanneer retailbeleggers zelf beslissen of zij overstappen naar een opvolgende modelportefeuille? Welke gevolgen ziet u voor het aanbieden en onderhouden van modelportefeuilles, met name indien verschillende groepen retailbeleggers verschillende keuzes maken?
11. Welke gevolgen ziet u vanuit het perspectief van beleggersbescherming bij de beschreven handelingsopties? Zijn er opties die volgens u beter of slechter aansluiten bij de belangen van retailbeleggers? Waarom?

4.4 Casus D: modelportefeuille met vooraf vastgelegde beslisregels

Een beleggingsonderneming biedt binnen haar execution-only dienstverlening modelportefeuilles aan. De retailbelegger kiest zelf een modelportefeuille op basis van kenmerken zoals risicoprofiel, beleggingshorizon en gewenste portefeuillekarakteristieken.

De onderliggende financiële instrumenten van de modelportefeuille worden vooraf vastgesteld.

Daarnaast bevat de modelportefeuille vooraf vastgelegde beslisregels voor toekomstige situaties waarin een financieel instrument niet langer deel kan uitmaken van de modelportefeuille, bijvoorbeeld als gevolg van een liquidatie of fusie van een fonds. Deze gelden voor alle retailbeleggers die voor dezelfde modelportefeuille kiezen en zijn niet toegespitst op de persoonlijke omstandigheden van de individuele retailbelegger.

De modelportefeuille bevat onder meer beslisregels ten aanzien van: risicoklasse, spreiding, liquiditeit, kredietkwaliteit, ESG-kenmerken, valutabeleid, maximaal concentratierisico, herbalanceringsbeleid, kosten etc.

Wanneer een fonds binnen de modelportefeuille vervalt, bepalen de vooraf vastgelegde beslisregels welk vervangend instrument wordt opgenomen in de modelportefeuille. De keuze voor het vervangende instrument vloeit volledig voort uit deze vooraf vastgelegde regels, zonder dat de beleggingsonderneming op het moment van vervanging nog een afzonderlijke beoordeling of selectie maakt. De retailbelegger kiest daarmee niet uitsluitend voor specifieke financiële instrumenten, maar ook voor de beslisregels die deel uitmaken van de modelportefeuille. De beleggingsonderneming past gedurende de looptijd van de dienstverlening uitsluitend deze vooraf vastgestelde beslisregels toe.

Duiding

De kenmerken en beslisregels van de modelportefeuille worden vooraf vastgesteld en gelden voor alle retailbeleggers die voor dezelfde modelportefeuille kiezen. De beleggingsonderneming verstrekt geen persoonlijke aanbevelingen aan individuele retailbeleggers.

Een belangrijke vraag is in hoeverre de werking en gevolgen van dergelijke beslisregels voor retailbeleggers voldoende begrijpelijk en inzichtelijk kunnen worden gemaakt, zodat zij de gevolgen van hun keuze voor een modelportefeuille kunnen overzien. Daarnaast ligt het spanningsveld in deze casus bij de voorwaarde dat de beleggingsonderneming geen discretionaire beslisruimte heeft. De onderliggende financiële instrumenten van de modelportefeuille worden vooraf vastgesteld. De casus ziet echter op de situatie waarin een van deze instrumenten gedurende de looptijd van de dienstverlening vervalt en moet worden vervangen.

De vooraf vastgestelde beslisregels bepalen in dat geval welk vervangend instrument wordt opgenomen in de modelportefeuille. De beleggingsonderneming maakt op het moment van vervanging geen afzonderlijke beoordeling of selectie. De vraag is in hoeverre een dergelijke vooraf vastgestelde en mechanische vervanging verschilt van het vooraf vaststellen van de onderliggende financiële instrumenten zelf, en of hiermee voldoende wordt voorkomen dat de beleggingsonderneming gedurende de looptijd van de dienstverlening discretionaire beslisruimte verkrijgt. Bovendien is de vraag of de beslisregels dermate nauwkeurig kunnen worden opgeschreven, dat de beleggingsonderneming daadwerkelijk geen discretionaire beslisruimte heeft bij het vervangen van een financieel instrument dat niet langer leverbaar is.

Deze casus raakt daarmee aan de vraag in hoeverre een modelportefeuille vooraf kan worden ingericht voor toekomstige wijzigingen in de portefeuille, zonder dat de beleggingsonderneming op het moment van die wijziging een nieuwe beleggingsbeslissing neemt namens de retailbelegger.

Vragen

12. Hoe kijkt u aan tegen het gebruik van vooraf vastgestelde beslisregels voor toekomstige wijzigingen binnen een modelportefeuille? Welke aandachtspunten ziet u daarbij?
13. Welke aandachtspunten ziet u vanuit het perspectief van beleggersbescherming en informatieverstrekking bij modelportefeuilles waarin toekomstige wijzigingen worden geregeld door vooraf vastgestelde beslisregels?
14. In hoeverre acht u deze inrichting van modelportefeuilles praktisch uitvoerbaar voor beleggingsondernemingen? Welke operationele, administratieve of technische aandachtspunten ziet u daarbij?
15. Kan een modelportefeuille zodanig vooraf worden ingericht, dat ook toekomstige vervangingen van financiële instrumenten volledig kunnen worden vastgelegd of basis van beslisregels en de beleggingsonderneming geen discretionaire ruimte heeft als een instrument daadwerkelijk moet worden vervangen?
16. Ziet u alternatieve manieren om toekomstige vervangingen binnen modelportefeuilles vorm te geven, waarbij de retailbelegger zelfstandig de beleggingsbeslissing neemt en de beleggingsonderneming geen discretionaire beslissruimte heeft noch een persoonlijke aanbeveling verstrekt?

4.5 Overige vragen

17. In paragraaf 3.2 is een voorbeeld opgenomen waarbij vooraf wordt vastgelegd dat ETF Y ETF X vervangt wanneer ETF X niet langer beschikbaar is. In hoeverre acht u een dergelijke inrichting wenselijk en uitvoerbaar in de praktijk? Welke aandachtspunten, beperkingen of alternatieve oplossingen ziet u voor situaties waarin financiële instrumenten binnen een modelportefeuille niet langer beschikbaar zijn?
18. In hoeverre ziet u alternatieven voor modelportefeuilles binnen zelfbeleggen, zoals beleggen via een afzonderlijk financieel instrument in de vorm van een profielfonds of multi-assetfonds? Welke voor- en nadelen biedt het aanbieden van modelportefeuilles op basis van zelfbeleggen volgens u ten opzichte van dergelijke alternatieven?
19. In het huidige consultatiedocument heeft de AFM het toepassen van concrete beslisregels binnen zelfbeleggen toegespitst op de situatie van herbalanceren en het afbouwen van het risico bij het aanbieden van modelportefeuilles. Indien de AFM het hanteren van dergelijke concrete beslisregels door beleggingsondernemingen zou toestaan binnen zelfbeleggen in deze specifieke context, zijn er dan volgens u andere situaties denkbaar – wenselijk en onwenselijk - waarvoor deze interpretatie kan worden toegepast?