

# DE BESCHERMING VAN DE BELEGGER BIJ GEAUTOMATISEERD BELEGGINGSADVIES

Lien Verhelle

Studentennummer: 01204573

Promotor: Prof. Reinhard Steennot

Commissaris: Julie Goetghebuer

Masterproef voorgelegd voor het behalen van de graad master in de Rechten

Academiejaar: 2018 – 2019





Deze pagina is niet beschikbaar omdat ze persoonsgegevens bevat.  
Universiteitsbibliotheek Gent, 2021.

This page is not available because it contains personal information.  
Ghent University, Library, 2021.



## **VOORWOORD**

Met dit schrijven leg ik de laatste hand aan mijn masterproef en aan mijn opleiding Rechten. Hiermee wordt de laatste bouwsteen gelegd aan een lang en omvangrijk parcours waar ik met veel trots kan op terugblikken. Met dit voorwoord zou ik graag enkele mensen willen bedanken

Vooraf wil ik mijn promotor, Professor Steennot, bedanken voor het aanreiken van dit heel interessant en uitdagend onderwerp dat mij heel wat nieuwe inzichten heeft geboden in de wereld van het beleggen. Bij het schrijven van deze masterproef werd mij tevens voldoende vrijheid gegeven en kon ik steeds rekenen op snelle en grondige feedback. Daarnaast wil ik ook graag mijn familie en vrienden bedanken, in het bijzonder mijn ouders, mijn vriend en mijn studiegenoten voor de vele steun en motivatie.

Lien Verhelle

Gent, 15 mei 2019



## SAMENVATTING

De laatste jaren zijn heel wat digitale innovaties gelanceerd binnen de financiële wereld. Deze masterproef behandelt het geautomatiseerd beleggingsadvies, beter bekend onder de benaming ‘robo-advies’. Dit is een ontwikkeling die momenteel nog niet bekend in de oren klinkt, maar in de toekomst vast en zeker aan populariteit zal winnen. Meer concreet wordt in deze masterproef nagegaan hoe de belegger bij het geautomatiseerd beleggingsadvies dezelfde bescherming kan krijgen als de belegger bij het klassiek beleggingsadvies. Er wordt meer bepaald de nadruk gelegd op de gedragsregelen zoals bepaald in de MiFID-regulering, de aansprakelijkheid en het toezicht.

Momenteel is nog geen specifiek wettelijk kader omtrent het geautomatiseerd beleggingsadvies uitgewerkt. Dit is logisch gezien het miniem aantal robo-adviseurs dat vandaag actief is in België. Bijgevolg moet beroep worden gedaan op het bestaand wettelijk kader dat van toepassing is op het klassiek beleggingsadvies. Aangezien dit niet altijd voldoende duidelijkheid biedt, wordt in deze masterproef af en toe eens over het muurtje gekeken bij onze noorderburen. De Nederlandse toezichthouder staat immers reeds veel verder met de regeling inzake het geautomatiseerd beleggingsadvies dan de Belgische.

Eerst en vooral geniet de belegger bescherming door de gedragsregelen die worden opgelegd door MiFID. Deze gedragsregelen zijn tevens van toepassing indien het beleggingsadvies wordt verschaft door een robo-adviseur, maar blijken onvoldoende te zijn om te leiden tot een adequate bescherming. Bijgevolg wordt de toezichthouder, de FSMA, geacht specifieke richtlijnen op te stellen die vervolgens verplicht kunnen worden opgelegd aan de gereglementeerde ondernemingen. Wat betreft de aansprakelijkheid van de robo-adviseur zal blijken dat de bal hier volledig in het kamp wordt gelegd van de belegger. Deze laatste moet immers heel wat ‘onderzoek’ verrichten om te kunnen vaststellen waar, wanneer en door wie de fout werd gemaakt. Hierbij kan de belegger op heel wat toepassingsproblemen stuiten. Vervolgens moet de belegger nog bewijs leveren van fout en schade. Dit alles komt niet ten goede van diens bescherming. Ten slotte wordt het toezicht behandeld. Daar waar de FSMA bij het klassiek beleggingsadvies heeft voorzien in een aantal initiatieven waarvan sommigen een echt succesverhaal blijken te zijn, stelt de toezichthouder zich bij het geautomatiseerd beleggingsadvies zeer terughoudend op. Dit blijkt uit een vergelijking met initiatieven die reeds werden gelanceerd op Europees niveau en in de door België omringende landen. Algemeen kan worden geconcludeerd dat de bescherming van de belegger bij geautomatiseerd beleggingsadvies nog niet helemaal op punt staat. Het zal hoofdzakelijk aan de FSMA zijn om hier werk van te maken.



# INHOUDSOPGAVE

|                    |    |
|--------------------|----|
| INHOUDSOPGAVE..... | IX |
|--------------------|----|

|                 |   |
|-----------------|---|
| INLEIDING ..... | 1 |
|-----------------|---|

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| HOOFDSTUK 1: HET BELEGGINGSADVIES..... | 4 |
|----------------------------------------|---|

|                                                |   |
|------------------------------------------------|---|
| 1.1 Het <i>klassiek</i> beleggingsadvies ..... | 4 |
|------------------------------------------------|---|

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 1.1.1 Begrip en wetgevend kader ..... | 4 |
|---------------------------------------|---|

|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| 1.1.2 Onderscheid met vermogensbeheer ..... | 5 |
|---------------------------------------------|---|

|                                                       |   |
|-------------------------------------------------------|---|
| 1.2 Het <i>geautomatiseerd</i> beleggingsadvies ..... | 5 |
|-------------------------------------------------------|---|

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 1.2.1 Begrip en werking..... | 5 |
|------------------------------|---|

|                     |   |
|---------------------|---|
| 1.2.2 Ontstaan..... | 7 |
|---------------------|---|

|                                                                  |   |
|------------------------------------------------------------------|---|
| 1.2.3 Voor- en nadelen van geautomatiseerd beleggingsadvies..... | 8 |
|------------------------------------------------------------------|---|

|                    |   |
|--------------------|---|
| a) Voordelen ..... | 8 |
|--------------------|---|

|                    |   |
|--------------------|---|
| (i) De cliënt..... | 8 |
|--------------------|---|

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| (ii) De geregementeerde onderneming ..... | 10 |
|-------------------------------------------|----|

|                  |    |
|------------------|----|
| b) Nadelen ..... | 11 |
|------------------|----|

|                    |    |
|--------------------|----|
| (i) De cliënt..... | 11 |
|--------------------|----|

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| (ii) De geregementeerde onderneming ..... | 13 |
|-------------------------------------------|----|

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1.2.4 In de praktijk..... | 15 |
|---------------------------|----|

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1.3 De five key tests door de CESR..... | 16 |
|-----------------------------------------|----|

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 1.4 Beleggingsadvies in vier stappen ..... | 18 |
|--------------------------------------------|----|

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| HOOFDSTUK 2: DE MIFID-REGULERING ..... | 21 |
|----------------------------------------|----|

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 2.1 Ontstaan en evolutie ..... | 21 |
|--------------------------------|----|

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 2.1.1 Van ISD naar MiFID ..... | 21 |
|--------------------------------|----|

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 2.1.2 Van MiFID I naar MiFID II ..... | 22 |
|---------------------------------------|----|

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 2.2 Toepassingsgebied Belgische MiFID-regels ..... | 23 |
|----------------------------------------------------|----|

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 2.2.1 Personeel toepassingsgebied ..... | 23 |
|-----------------------------------------|----|

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| a) De verstrekkers van beleggingsdiensten ..... | 23 |
|-------------------------------------------------|----|

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| b) De ontvangers van beleggingsdiensten ..... | 24 |
|-----------------------------------------------|----|

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 2.2.2 Materieel toepassingsgebied ..... | 25 |
|-----------------------------------------|----|

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 2.2.3 Territoriaal toepassingsgebied ..... | 26 |
|--------------------------------------------|----|

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 2.2.4 Temporeel toepassingsgebied..... | 27 |
|----------------------------------------|----|

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 2.3 De gedragsregelen ..... | 27 |
|-----------------------------|----|

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 2.3.1 Het loyauteitsbeginsel ..... | 29 |
|------------------------------------|----|

|                  |    |
|------------------|----|
| a) Algemeen..... | 29 |
|------------------|----|

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| b) Wijziging na MiFID II..... | 30 |
|-------------------------------|----|

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 2.3.2 De informatieplicht..... | 31 |
|--------------------------------|----|

|                  |    |
|------------------|----|
| a) Algemeen..... | 31 |
|------------------|----|

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| (i) Kwaliteit van de informatie..... | 31 |
|--------------------------------------|----|

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| (ii) Inhoud van de informatie ..... | 32 |
|-------------------------------------|----|

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| b) Wijziging na MiFID II..... | 33 |
|-------------------------------|----|

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| c) Toepassing op het geautomatiseerd beleggingsadvies ..... | 34 |
|-------------------------------------------------------------|----|

|                                                                                                                                             |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.3.3 Het ken-uw-cliënt-beginsel .....                                                                                                      | 35        |
| a) Algemeen.....                                                                                                                            | 35        |
| (i) Het verzamelen van de informatie .....                                                                                                  | 36        |
| (ii) De geschiktheidsbeoordeling .....                                                                                                      | 37        |
| b) Wijziging na MiFID II.....                                                                                                               | 39        |
| c) Toepassing op het geautomatiseerd beleggingsadvies .....                                                                                 | 39        |
| (i) Maatregelen om de cliënt te begrijpen .....                                                                                             | 39        |
| (ii) Betrouwbaarheid van de informatie van de cliënt .....                                                                                  | 41        |
| (iii) Het regelmatig updaten van de informatie van de cliënt .....                                                                          | 41        |
| (iv) Het koppelen van het geschikte product aan de cliënt .....                                                                             | 41        |
| 2.3.4 Het best-execution-beginsel .....                                                                                                     | 42        |
| <b>2.4 Andere toepasselijke richtlijnen voor het geautomatiseerd beleggingsadvies .....</b>                                                 | <b>43</b> |
| 2.4.1 De fase na de dienstverlening .....                                                                                                   | 43        |
| 2.4.2 Richtlijnen omtrent het onderhoud van de robo-adviseur .....                                                                          | 44        |
| <b>2.5 Voorstel voor de Belgische regelgeving.....</b>                                                                                      | <b>45</b> |
| <br><b>HOOFDSTUK 3: DE AANSPRAKELIJKHEID .....</b>                                                                                          | <b>46</b> |
| <b>3.1 Contractuele aansprakelijkheid.....</b>                                                                                              | <b>47</b> |
| <b>3.2 Buitencontractuele aansprakelijkheid.....</b>                                                                                        | <b>49</b> |
| 3.2.1 Gronden van aansprakelijkheid.....                                                                                                    | 49        |
| a) Foutaansprakelijkheid op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek .....                                            | 50        |
| b) De foutloze of objectieve aansprakelijkheid.....                                                                                         | 52        |
| (i) Aansprakelijkheid van de producent van een gebrekkig product .....                                                                      | 53        |
| (ii) Aansprakelijkheid van aanstellers voor schade veroorzaakt door aangestelden.....                                                       | 57        |
| (iii) Aansprakelijkheid van de bewaarder van een gebrekkige zaak .....                                                                      | 59        |
| c) De prospectusaansprakelijkheid .....                                                                                                     | 62        |
| 3.2.2 Schade .....                                                                                                                          | 63        |
| 3.2.3 Oorzakelijk verband.....                                                                                                              | 65        |
| a) Algemeen aansprakelijkheidsrecht .....                                                                                                   | 65        |
| b) Artikel 30ter Wet Financieel recht.....                                                                                                  | 65        |
| 3.2.4 Aansprakelijkheidsstelling.....                                                                                                       | 67        |
| <b>3.3 Bevrijding of beperking van de aansprakelijkheid.....</b>                                                                            | <b>68</b> |
| 3.3.1 Exoneratiebedingen.....                                                                                                               | 68        |
| 3.3.2 Chinese Walls .....                                                                                                                   | 70        |
| <b>3.4 Andere acties die de belegger kan ondernemen .....</b>                                                                               | <b>71</b> |
| <b>3.5 Conclusie en voorstel voor de Belgische regelgeving .....</b>                                                                        | <b>72</b> |
| <br><b>HOOFDSTUK 4: HET TOEZICHT .....</b>                                                                                                  | <b>74</b> |
| <b>4.1 Toezicht op het klassiek beleggingsadvies door de FSMA .....</b>                                                                     | <b>74</b> |
| 4.1.1 Algemeen .....                                                                                                                        | 74        |
| 4.1.2 De bescherming van de belegger op basis van de MiFID-reglementering.....                                                              | 75        |
| 4.1.3 Bescherming op basis van het vrijwillig moratorium op gestructureerde producten .....                                                 | 76        |
| 4.1.4 Bescherming op basis van het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten gericht aan niet professionele cliënten ..... | 78        |
| <b>4.2 Toezicht bij robo-advies.....</b>                                                                                                    | <b>80</b> |
| 4.2.1 Initiatief op Europees niveau: rol van de drie ESA's .....                                                                            | 80        |
| 4.2.2 Initiatief op Nederlands niveau: rol van de AFM .....                                                                                 | 82        |

|                                                           |           |
|-----------------------------------------------------------|-----------|
| 4.2.3 Initiatief op Brits niveau: Regulatory sandbox..... | 83        |
| 4.2.4 Voorstel voor de Belgische regelgeving .....        | 85        |
| <b>EINDBESLUIT .....</b>                                  | <b>87</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIE.....</b>                                  | <b>91</b> |
| 1. Wetgeving .....                                        | 91        |
| 2. Rechtspraak .....                                      | 93        |
| 3. Rechtsleer.....                                        | 94        |



## INLEIDING

1. In een continu veranderend digitaal tijdperk waarin snelheid de sleutel tot succes is, kan ook de financiële wereld niet achterop blijven hinken. Na geslaagde digitale lanceringen waaronder het onlinebankieren en de betaalapps voor smartphones, is het tijd voor het digitaal verstrekken van beleggingsadvies en vermogensbeheer. Deze twee geautomatiseerde diensten worden in het vakjargon ook wel ‘robo-advies’ genoemd. Robo-advies is een technologische ontwikkeling die is ontstaan in de Verenigde Staten en stilaan zijn intrede begint te maken in Europa. Onder meer Groot-Brittannië, Duitsland en Nederland zijn er al enkele jaren mee vertrouwd, maar in België staat deze ontwikkeling nog in zijn kinderschoenen. Meer zelfs, meer dan de helft van de Belgen lijkt het concept robo-advies niet te kennen en slechts één op de zeven Belgen begrijpt wat het concept precies inhoudt.<sup>1</sup>

2. De laatste jaren is de bescherming van de belegger enorm toegenomen in die zin dat de wetgever beseft dat het niet meer voldoende is om de belegger enkel te informeren, maar dat het tevens van belang is dat er voldoende gegevens worden ingezameld van de belegger zelf om op die manier tot een geschikt advies te komen. Daarnaast heeft de toezichthouder, de FSMA, belangrijke bevoegdheden gekregen inzake productinterventie waardoor de commercialisatie van (bijzonder) ingewikkelde financiële instrumenten, die de doorsneebelegger gewoonlijk niet begrijpt, kan worden verboden. De vraag rijst of de belegger bij een geautomatiseerd beleggingsadvies op deze zelfde manier bescherming kan genieten als de belegger bij een klassiek beleggingsadvies.

3. De term ‘belegger’ omvat verschillende categorieën van beleggers. Zo kunnen institutionele beleggers, zoals bijvoorbeeld kredietinstellingen, de staat of grote ondernemingen worden gekwalificeerd als een belegger. Deze masterproef legt voornamelijk de focus op de consument of KMO als belegger. Deze laatste zijn de zogenoemde retailbeleggers of niet-professionele cliënten en hebben, gezien hun zwakke positie in de beleggingswereld, meer nood aan bescherming. Vervolgens gaat deze masterproef over de bescherming bij geautomatiseerd beleggingsadvies. Zoals in de eerste paragraaf wordt duidelijk gemaakt bestaat het robo-advies uit enerzijds het geautomatiseerd beleggingsadvies en anderzijds uit het (semi)geautomatiseerd vermogensbeheer. Deze masterproef zal zich enkel toespitsen op het

---

<sup>1</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 2. (voorlopig onuitg.)

geautomatiseerd beleggingsadvies. Ten slotte gaat het over de bescherming op Belgisch niveau. Er wordt weliswaar vertrokken vanuit de Europese regelgeving, maar de *scope* van dit onderzoek omvat de reglementering van het geautomatiseerd beleggingsadvies op het Belgisch niveau.

**4.** Wat betreft de bescherming zal deze masterproef zich concentreren op de MiFID-reglementering, de aansprakelijkheidsregelen en het toezicht. Telkens zal worden uiteengezet hoe de wetgeving *de lege lata* is bij het beleggingsadvies in de klassieke zin en hoe het *de lege ferenda* zou kunnen zijn bij het geautomatiseerd beleggingsadvies. Hiervoor wordt af en toe beroep gedaan op de Nederlandse reglementering aangezien het robo-advies in Nederland reeds enorm geëvolueerd is en deze reglementering zeer nauw aansluit bij de Belgische.

In het eerste hoofdstuk wordt uiteengezet wat het klassiek beleggingsadvies precies inhoudt. Daarnaast wordt besproken hoe het geautomatiseerd beleggingsadvies werkt, hoe het is ontstaan en wat de belangrijkste voor- en nadelen ervan zijn. Tevens wordt hierbij de nadruk gelegd op hoe het (geautomatiseerd) beleggingsadvies in de praktijk bestaat.

Vervolgens wordt in het tweede hoofdstuk het toepasselijk wetgevend kader, beter gekend als de MiFID-regulering<sup>2</sup>, behandeld. Onder meer wordt besproken hoe MiFID is ontstaan en waaruit het toepassingsgebied bestaat. In deze masterproef komen de belangrijkste gedragsregelen aan bod die van toepassing zijn op de beleggingsadviseur en welke de belangrijkste wijzigingen zijn na de inwerkingtreding van MiFID II. Tevens wordt onderzocht hoe deze gedragsregelen van toepassing zouden kunnen zijn indien het beleggingsadvies wordt verstrekt door een robot. Hierbij wordt beroep gedaan op richtlijnen verstrekt door de ESMA<sup>3</sup> en de Nederlandse financiële toezichthouder, de AFM<sup>4</sup>.

In het derde hoofdstuk wordt nagegaan over welke middelen de belegger beschikt indien de beleggingsadviseur de gedragsregelen miskent en de belegger bijgevolg schade oploopt. Hierbij wordt onderzocht of het bestaand wetgevend kader rond de aansprakelijkheid van de beleggingsadviseur toepassing kan vinden in het geval van geautomatiseerd beleggingsadvies. Daarbij wordt aandacht

---

<sup>2</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees parlement en de raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349.

<sup>3</sup> European Securities and Market Regulation

<sup>4</sup> Autoriteit Financiële Markten

besteed aan de mogelijke toepassingsproblemen die zich kunnen vormen in de praktijk. Deze masterproef behandelt enkel de burgerlijke aansprakelijkheid. De administratiefrechtelijke en strafrechtelijke aansprakelijkheid komen met andere woorden niet aan bod.

In het vierde en laatste hoofdstuk wordt besproken hoe de FSMA toezicht uitoefent op het beleggingsadvies. Hierbij wordt de nadruk gelegd op het vrijwillig moratorium op gestructureerde producten en het commercialiseringsverbod op bepaalde financiële producten. Wat betreft het toezicht op het robo-advies wordt beroep gedaan op de Europese toezichthouders en de initiatieven van de toezichthouders uit de omliggende buurlanden, meer bepaald uit Nederland en Groot-Brittannië.

# HOOFDSTUK 1: HET BELEGGINGSADVIES

## 1.1 Het *klassiek* beleggingsadvies

### 1.1.1 Begrip en wetgevend kader

5. Wanneer een belegger doordacht wil investeren is het voor hem interessant om beroep te doen op een beleggingsadviseur die hem zal voorzien van het nodige beleggingsadvies. Een beleggingsadviseur kan worden gedefinieerd als “een persoon die als hoofd- of bijberoep tegen vergoeding aan het publiek beleggingsadvies verleent of aanbiedt, met betrekking tot één of meer financiële instrumenten”.<sup>5</sup>

6. Het begrip beleggingsadvies werd voor het eerst wettelijk gedefinieerd onder MiFID I – thans gewijzigd naar MiFID II. Tot voor MiFID I werd het beleggingsadvies gezien als een nevendienst waardoor het niet werd onderworpen aan de gedragsregelen die samenhangen met het statuut van de financiële tussenpersoon. Onder MiFID I werd het beleggingsadvies omgevormd tot een eigenlijke beleggingsdienst met als gevolg dat het beleggingsadvies sindsdien wordt onderworpen aan de gedragsregelen (*Infra*: nr. 66 e.v.).<sup>6</sup> De Belgische wetgever heeft de definitie opgenomen in de Wet van 25 oktober 2016. Onder het begrip “beleggingsadvies” moet worden begrepen: “het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer transacties die met financiële instrumenten verband houden”.<sup>7</sup>

7. Er dient te worden duidelijk gemaakt dat de wetgever, met deze ruime definitie, getracht heeft om alle soorten adviesverleningen te vatten. Of het nu gaat om een spontane adviesverlening of een advies door de belegger gevraagd, een kosteloos of een vergoed advies, het feit of er al dan niet formeel een overeenkomst is gesloten, allen vallen ze onder het hetzelfde beschermingsregime bepaald in de MiFID-regulering.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> S. DEJONGHE, “De burgerrechtelijke aspecten van vermogensbeheer en beleggingsadvies”, *T. Fin. R.* 2004, 901.

<sup>6</sup> O. STEVENS, “Het begrip beleggingsadvies “gescreend”: Post-versus Pre-MiFID” (noot onder Rb Brussel 21 november 2011), *TBH* 2013, 647.

<sup>7</sup> Art. 2, 9° van de Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies (hierna: Wet van 25 oktober 2016).

<sup>8</sup> O. STEVENS, “Het begrip beleggingsadvies “gescreend”: Post-versus Pre-MiFID” (noot onder Rb Brussel 21 november 2011), *TBH* 2013, 647.

### 1.1.2 Onderscheid met vermogensbeheer

8. Naast het beleggingsadvies maakt ook het vermogensbeheer een andere belangrijke beleggingsdienst uit. Aangezien beide diensten nauw met elkaar verwant zijn, is het van belang om goed het onderscheid tussen beide te kennen. Vermogensbeheer wordt volgens de wet van 25 oktober 2016 gedefinieerd als: “het per cliënt op discretionaire basis beheren van portefeuilles op grond van een door de cliënten gegeven opdracht, voor zover die portefeuilles één of meer financiële instrumenten bevatten”<sup>9</sup>. Hét grote onderscheid tussen beide diensten is dat de vermogensbeheerder daden van beschikking stelt waar de beleggingsadviseur dit niet doet.<sup>10</sup> Om belangenconflicten te vermijden, is het belangrijk dat vermogensbeheer en beleggingsadvies gescheiden worden van andere departementen binnen een financiële instelling. Dit wordt in de praktijk aangeduid met de “Chinese Wall” (*infra*: nr. 155 e.v.).<sup>11</sup>

9. In het kader van het onderzoek dat wordt gevoerd in deze masterproef is het relevant om beide beleggingsdiensten goed van elkaar te kunnen onderscheiden. Robo-advies omvat zowel het geautomatiseerd beleggingsadvies als het (semi-)geautomatiseerd vermogensbeheer. Aangezien deze masterproef zich beperkt tot het beleggingsadvies is het belangrijk om in het achterhoofd te houden of het robo-advies beleggingsadvies of vermogensbeheer uitmaakt.

## 1.2 Het *geautomatiseerd* beleggingsadvies

### 1.2.1 Begrip en werking

10. Zoals in de vorige alinea werd uiteengezet, maakt het geautomatiseerd beleggingsadvies deel uit van het robo-advies. Van de begrippen “robo-advies” of “robo-adviseur” bestaan momenteel nog geen wettelijke definities. Deze volgende beschrijving schept echter enigszins wat duidelijkheid: “*Robo advisers provide financial advice to customers without human intervention. Robo advisers interact with their customers over the internet, obtaining customer information and then using computer algorithms to match that information to appropriate asset allocation models. The algorithms enable robo advisers*

---

<sup>9</sup> Art. 2, 8° Wet van 25 oktober 2016.

<sup>10</sup> R. STEENNOT, “Bescherming van de consument als belegger”, *TPR* 2009, 501 – 502.

<sup>11</sup> L. CORNELIS en J. PEETERS, “De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur: inhoud en draagwijdte van zijn informatie- en adviesverplichtingen”, in *Centrum voor beroepsvorming in de rechten, actuele ontwikkelingen in de rechtsverhouding tussen bank en consument*, Antwerpen-Appeldoorn, Maklu, 1994, 200 – 202.

*to provide their customers with a portfolio that presumably meets their needs in terms of asset allocation and diversification. Robo advisers typically also manage that portfolio.”* Meer in het bijzonder kunnen de robo-adviseurs hun cliënten niet alleen via het internet, maar ook via een smartphone-applicatie bereiken.

**11.** Wat betreft de werking van zo’n robo-adviseur dient de (potentiële) belegger zich naar de website of de smartphone-applicatie van de robo-adviseur te begeven waar zij de nodige informatie kunnen terugvinden en een vragenlijst kunnen invullen. Technisch gezien bestaat deze robo-adviseur uit algoritmen. Deze algoritmen gaan op dezelfde manier te werk als een “menselijke” beleggingsadviseur. Meer bepaald zal de vragenlijst peilen naar de kennis en ervaring van de belegger, diens financiële toestand en beleggingsdoeleinden. Dit gebeurt aan de hand van factoren zoals het vermogen van de belegger, zijn inkomen, zijn beleggingsdoeleinden en zijn risicodraagkracht. Deze informatie wordt door de *tool* verwerkt en bijgevolg zal het algoritme een financieel product aanreiken dat geschikt is voor deze belegger. Hoe dit precies in zijn werk gaat en welke de wetgeving is die hierop van toepassing is, wordt in hoofdstuk twee grondig uiteengezet (*infra*: nr. 66 e.v.).<sup>12</sup>

**12.** Robo-advies kan worden verstrekt door financiële instellingen zoals kredietinstellingen of de beursvennootschappen, maar ook door de zogenoemde *FinTech*-bedrijven. Een combinatie van beiden is eveneens mogelijk onder de vorm van een partnerschap tussen de *FinTech*s en de kredietinstellingen.<sup>13</sup> De *FinTech*-bedrijven die als beleggingsonderneming fungeren zijn onderworpen aan de vergunningsvoorwaarden wat bijgevolg een grote financiële kost met zich meebrengt. Dit is voor vele *FinTech*-spelers geen evidentie. Vandaar is een partnerschap met een bestaande kredietinstelling of beleggingsonderneming die reeds over een vergunning beschikt vaak een interessante optie.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 3; ESMA, Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice, 4 december 2015, 12 – 14, [esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Discussion%20Paper/20151204\\_JC\\_2015\\_080\\_discussion\\_paper\\_on\\_Automation\\_in\\_Financial\\_Advice.pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Discussion%20Paper/20151204_JC_2015_080_discussion_paper_on_Automation_in_Financial_Advice.pdf).

<sup>13</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 4. (voorlopig onuitg.)

<sup>14</sup> *Ibid.*, 8.

### 1.2.2 Ontstaan

**13.** De technologische ontwikkeling “robo-advies” is ontstaan in de Verenigde Staten. De eerste robo-adviseurs waren Wealthfront en Betterment. Zij zijn hiermee gestart in 2008 met het idee financieel advies te verstrekken aan de technologiewereld. Later, in 2010, beseften ze dat ze met deze software het beleggingsadvies toegankelijker konden maken voor meer mensen en hebben ze hun doelgroep verlegd naar het grote publiek. Hun bedoeling was voornamelijk om het proces van het beleggingsadvies te automatiseren en het beleggen eenvoudiger te maken en dit tegen een lage prijs. Daarna is de ontwikkeling enorm beginnen *boomen* en is zij overgewaaid naar Europa.<sup>15</sup> Onder andere Duitsland raakte hier snel mee vertrouwd en telde in 2016 al meer robo-adviseurs dan de Verenigde Staten.<sup>16</sup> Ook in het Verenigd Koninkrijk<sup>17</sup> en Italië<sup>18</sup> hebben zich in de afgelopen vijf jaar een aanzienlijk aantal robo-adviseurs gevestigd. Verder is de technologie ook enorm ontwikkeld in Nederland.<sup>19</sup>

Enkel België lijkt hier achter te komen. Momenteel zijn er in België een klein aantal robo-adviseurs actief. Ze worden ingedeeld in twee groepen: de specifieke *fintech*-spelers en de algemene technologiespelers. De specifieke *fintech*-spelers zijn: KeyPrivate, Pritle, Birdee, Dexxi, Easyvest en Treetop. Daarnaast zijn er nog een aantal algemene technologiespelers die bijkomend, naast hun diensten, beleggingsdiensten aanbieden. Onder andere het sociale-netwerkbedrijf SnapChat is reeds sinds 2016 bezig met het ontwikkelen van algoritmen om zijn gebruikers beleggingsadvies te kunnen verschaffen. Verder zijn ook Google en Facebook hiermee bezig<sup>20</sup>. Naast de typische robo-adviseurs zijn ook de grote spelers op de financiële markt ondertussen reeds vertrouwd geraakt met het fenomeen robo-advies. Onder meer KBC maakt het sinds kort mogelijk om zijn cliënten van geautomatiseerd beleggingsadvies te voorzien.<sup>21</sup> Ook Belfius heeft eind 2018 de *Belfius Track* gelanceerd. Het gaat in dit geval echter niet over beleggingsadvies of vermogensbeheer in de eigenlijke zin van het woord, maar eerder over een beleggingsadvies *ad hoc* waarbij slechts eenmaal en dus niet periodiek beleggingsadvies wordt verleend<sup>22</sup>.

---

<sup>15</sup> *Ibid.*, 8 – 9.

<sup>16</sup> DELOITTE, The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management, augustus 2016, 2.

<sup>17</sup> DELOITTE, The next frontier: The future of automated financial advice in the UK, 20 april 2017, 1.

<sup>18</sup> PWC, Robo Advisory moves forward in Italy, 23 september 2016, 17.

<sup>19</sup> [www2.afm.nl/nl-nl/over-afm/blog/7-speerpunten/2](http://www2.afm.nl/nl-nl/over-afm/blog/7-speerpunten/2).

<sup>20</sup> [www.robo-advisor.be/](http://www.robo-advisor.be/).

<sup>21</sup> [www.kbc.be/particulieren/nl/product/beleggen/mobiel-beleggen-met-advies.html](http://www.kbc.be/particulieren/nl/product/beleggen/mobiel-beleggen-met-advies.html).

<sup>22</sup> [www.belfius.be/about-us/dam/corporate/press-room/press-articles/downloads/nl/2018/Persbericht\\_Belfius\\_Track\\_17122018.pdf](http://www.belfius.be/about-us/dam/corporate/press-room/press-articles/downloads/nl/2018/Persbericht_Belfius_Track_17122018.pdf).

### 1.2.3 Voor- en nadelen van geautomatiseerd beleggingsadvies

#### a) Voordelen

**14.** Geautomatiseerd beleggingsadvies kan zowel voordelen voor de cliënt als voor de gereguleerde onderneming teweegbrengen. Hieronder volgt een uitgebreid overzicht van deze voordelen.

##### (i) De cliënt

**15.** Een heel belangrijk voordeel voor de cliënt is dat de kosten bij robo-advies veel lager zullen liggen dan bij een beleggingsadvies verleend door menselijke tussenkomst.<sup>23</sup> Dit is onder meer te wijten aan het feit dat er geen personeelskosten meer moeten worden betaald daar de menselijke adviseur zal worden uitgeschakeld<sup>24</sup> en men gebruik maakt van technologie en algoritmen die veel minder kostelijk zijn.<sup>25</sup> Op deze manier kan de *advice gap* worden overbrugd. De *advice gap* is de situatie waarin het voor de consument niet mogelijk is om het nodige advies en begeleiding te verkrijgen tegen een prijs die de consument bereid is te betalen.<sup>26</sup>

**16.** Aangezien de toegangsdrempel voor robo-advies lager ligt dan bij een beleggingsadvies verleend door menselijke tussenkomst zal robo-advies zorgen voor een hoop nieuwe spelers op de beleggingsmarkt. In tegenstelling tot de *private bankers* en de andere grote banken die soms een minimum vermogen van 100.000 EUR tot 1.000.000 EUR vereisen, kan je bij sommige robo-adviseurs al beginnen beleggen vanaf 500 EUR. Bovendien zijn er robo-adviseurs die helemaal géén vermogensvereisten verlangen.<sup>27</sup> Dit is een tweede belangrijk voordeel voor de cliënt. Ook door het feit dat de kosten bij robo-advies veel lager liggen zal het robo-advies meer potentiële beleggers kunnen aantrekken. Uit onderzoek in het Verenigd Koninkrijk is immers gebleken dat 30 tot 50 % van de beleggers zou betalen voor beleggingsadvies indien de kosten ervan lager zouden liggen.<sup>28</sup> Door deze lage

---

<sup>23</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 9. (voorlopig onuitg.)

<sup>24</sup> T. BOEDTS, "De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een "regelgevende zandbak"?", *BFR* 2016, 312.

<sup>25</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 14.

<sup>26</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 9. (voorlopig onuitg.)

<sup>27</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 14.

<sup>28</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 10. (voorlopig onuitg.)

instapdrempel zal het voor een potentiële belegger met een relatief klein kapitaal gemakkelijker zijn om zich in de wereld van het beleggen te begeven.

Niet alleen de lage toegangsdrempel zal zorgen voor een enorme toename aan beleggers, maar ook het feit dat men de robo-adviseur op elk moment en op elke plaats kan gebruiken.<sup>29</sup> Daarnaast is de technologie van robo-advies ook heel eenvoudig en wil het ervoor zorgen dat beleggen simpel wordt. Dit zal voornamelijk bij de jongere generaties, de zogenaamde *millennials* of *digital natives*, als muziek in de oren klinken. Het is algemeen bekend dat zij enorm zijn aangetrokken tot technologie en hier ook snel mee vertrouwd raken. Zij zullen hierdoor sneller het robo-advies verkiezen boven het klassiek beleggingsadvies. Het robo-advies is bijgevolg ideaal voor jongeren die nog niet veel hebben kunnen sparen en dus nog niet beschikken over een groot kapitaal.<sup>30</sup>

**17.** Een derde belangrijk voordeel is dat het robo-advies uiteindelijk zal zorgen voor een meer consistent advies.<sup>31</sup> Bij het verrichten van controles kwam de FSMA tot de vaststelling dat de beleggingsadviseur zich nog te veel liet leiden door zijn eigen voorkeuren en risicobereidheid en dit vervolgens suggereerde naar de cliënt toe (*infra*: nr. 49).<sup>32</sup> Tevens kunnen beleggingsadviseurs vooroordelen hebben over hun cliënten en kunnen zij hun advies laten afhangen van leeftijd, ras of geslacht.<sup>33</sup> Van deze vooringenomenheid en deze vooroordelen zal er bij het robo-advies geen sprake meer zijn waardoor ook de foutmarge lager zal liggen<sup>34</sup>. De algoritmes waarvan het robo-advies gebruik maakt, verzekeren een gelijk advies voor alle consumenten met gelijksoortige karakteristieken.<sup>35</sup>

**18.** Ten slotte verschilt de hoeveelheid van informatie die de robo-adviseurs vragen aan hun cliënten van robo-adviseur tot robo-adviseur. In de definitie (*supra*: nr. 10) wordt aangehaald dat de robo-adviseur

---

<sup>29</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 14.

<sup>30</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies ("robo-advies") en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 6. (voorlopig onuitg.)

<sup>31</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 9 – 10. (voorlopig onuitg.)

<sup>32</sup> T. BOEDTS, "De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een "regelgevende zandbak"?", *BFR* 2016, 312.

<sup>33</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 19.

<sup>34</sup> T. BOEDTS, "De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een "regelgevende zandbak"?", *BFR* 2016, 312.

<sup>35</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 10. (voorlopig onuitg.)

gebruik maakt van algoritmen. Ook deze algoritmen variëren in functie van de robo-adviseur. Dit zorgt er bijgevolg voor dat het beleggingsadvies dat uiteindelijk wordt verstrekt serieus kan verschillen naargelang de robo-adviseur die het verschaft. Je kan dit wellicht beschouwen als een nadeel, maar het kan ook een voordeel vormen: het is voor de belegger zeer gemakkelijk om op voorhand de verschillende robo-adviseurs online of via de smartphone-applicatie met elkaar te vergelijken en op die manier te kiezen voor de robo-adviseur die het best aansluit bij zijn of haar wensen.<sup>36</sup> Het creëren van keuzes voor de consument is tenslotte altijd een voordeel.

(ii) De gereguleerde onderneming

**19.** Zoals reeds werd uiteengezet bij de voordelen voor de cliënt moeten er bij het robo-advies geen personeelskosten meer worden betaald waardoor de kosten voor de belegger zullen worden gereduceerd. Het opstellen en onderhouden van het systeem zal wellicht kosten met zich meebrengen, maar eens deze zullen betaald zijn zal de marginale kost van elke nieuwe transactie relatief laag liggen. Dit zal echter enkel voordelig zijn voor een *gevestigde* gereguleerde onderneming.<sup>37</sup> Deze onderneming zal op die manier schaalvoordeel genieten.

**20.** Terwijl een beleggingsadviseur slechts één cliënt per keer kan adviseren, kan de robo-adviseur ontelbaar veel cliënten in één keer adviseren. Dit zal uiteindelijk zorgen voor een toename van cliënten die samen over een groot activa beschikken. Dit laatste is belangrijk indien de robo-adviseur tevens voorziet in vermogensbeheer.<sup>38</sup> Aangezien de drempel bij robo-advies veel lager ligt en bijgevolg meer potentiële beleggers geneigd zullen zijn hierop beroep te doen zal ook dit leiden tot meer cliënten voor de gereguleerde onderneming. Zij zullen voornamelijk een veel jonger cliënteel aantrekken, maar kunnen via robo-advies ook cliënten uit andere lidstaten van de Europese Unie bereiken.

**21.** Door het feit dat er bij de robo-adviseur geen sprake meer is van vooringenomenheid zal dit zorgen voor een betere kwaliteit van het beleggingsadvies en zullen de adviezen meer consistent zijn. Dit zorgt ervoor dat de gereguleerde onderneming kan voorzien in een meer gestandaardiseerde

---

<sup>36</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 5.

<sup>37</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 10. (voorlopig onuitg.)

<sup>38</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 14.

klantenervaring wat kan leiden tot een vermindering van menselijke fouten of verkeerdelijk oordelen door menselijke tussenkomst. Er vindt zich als het ware een *shift* van de controle plaats waarbij er geen nood meer zal zijn aan bepaalde acties door de FSMA, zoals bijvoorbeeld *mystery shopping* (*infra*: nr. 164), maar waarbij de controle zal bestaan uit het nagaan van de correctheid van de algoritmen. Eens het algoritme juist wordt opgesteld zal de foutmarge aldus veel lager liggen.

**22.** Het robo-advies zal er uiteindelijk voor zorgen dat er meer transparantie zal zijn. Op die manier kunnen de beleggingsadviezen beter worden gemonitord.<sup>39</sup> Het is voor de compliance, risicobeheersing- en interne auditdiensten immers veel gemakkelijker om een algoritme te controleren en te evalueren dan een beleggingsadvies dat *face-to-face* wordt verschaft.<sup>40</sup>

**23.** Robo-adviseurs zijn minder kwetsbaar voor belangenconflicten omwille van verschillende redenen. Eerst en vooral opereert de robo-adviseur volledig onafhankelijk en verkoopt het geen financiële producten die zij tevens aan hun cliënten aanbevelen.<sup>41</sup> Verder rekent het een gelijke prijs aan voor elke cliënt en geen prijs die afhankelijk is van de beleggingskeuze door de belegger. Een derde en laatste reden is dat de prijzen ook veel transparanter zijn.<sup>42</sup> Deze transparantie van prijzen kan ertoe leiden dat de potentiële beleggers de prijzen van de verschillende robo-adviseurs met elkaar kunnen gaan vergelijken en vervolgens kunnen opteren voor de robo-adviseur die qua prijs/kwaliteit voor hen het meest geschikt lijkt. Opnieuw is dit een voordeel die keuze creëert voor de consument.

## **b) Nadelen**

### **(i) De cliënt**

**24.** Een van de grootste nadelen van robo-advies is het tekort aan informatie. Het gebrek aan menselijke tussenkomst kan er namelijk voor zorgen dat het voor de cliënt moeilijker is om de verleende informatie en de aard en omvang van de diensten in het algemeen te begrijpen<sup>43</sup>. Tevens kunnen de algoritmen de

---

<sup>39</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 10 – 11. (voorlopig onuitg.)

<sup>40</sup> T. BOEDTS, “De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?”, *BFR*. 2016, 312.

<sup>41</sup> Dit echter enkel in de veronderstelling dat de persoon die de software heeft ontwikkeld volledig onafhankelijk is van de geregelenteerde onderneming aan wie zij haar software verkoopt.

<sup>42</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 14.

<sup>43</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 11. (voorlopig onuitg.)

hiaten in de informatie verstrekt door de cliënten mogelijks niet opsporen.<sup>44</sup> Dit kan ertoe leiden dat de cliënt het advies mis interpreteert en bijgevolg een verkeerde beleggingsbeslissing neemt. Verder kan de cliënt ook worden belemmerd in het volledig begrijpen van het advies wanneer gebruik wordt gemaakt van complexe algoritmes.

**25.** Het is van belang dat de robot tegemoet komt aan alle bijzonderheden van de persoonlijke situatie van de cliënt. Indien dit niet het geval is en de robot te oppervlakkig is en gebaseerd is op bepaalde veronderstellingen of vooraf bepaalde categorieën dan zou dit immers kunnen leiden tot ongeschikte adviezen.<sup>45</sup>

**26.** Terwijl het robo-advies voor velen toegankelijker wordt daar het minder kosten met zich meebrengt, kan het voor sommigen ook juist een uitsluiting betekenen aangezien niet iedereen even handig overweg kan met technologie en zij omwille daarvan nog altijd menselijke tussenkomst verkiezen boven die van een robot.<sup>46</sup>

**27.** Het grootste risico van geautomatiseerd advies mijns inziens is het feit dat er zich fouten kunnen voordoen in de algoritmes. Zoals eerder werd aangegeven kan de robo-adviseur ontelbaar veel cliënten in één keer adviseren (*supra*: nr. 20). Één klein foutje in een algoritme kan dus vele cliënten tegelijkertijd treffen. De misnoegde beleggers kunnen hierbij eventueel opteren om gezamenlijk een *class action* of een collectieve vordering bij een consumentenorganisatie, zoals bijvoorbeeld Testaankoop, in te stellen. Om deze problemen te voorkomen zal de gereguleerde onderneming moeten voorzien in een goede installatie en vervolgens een goed onderhoud van de robo-adviseur. Dit betekent met andere woorden dat de beleggingsadviseur beroep zal moeten doen op specialisten, zowel technische als financiële. Dit zal wellicht hoge kosten met zich meebrengen die automatisch zullen worden doorgerekend aan de cliënt.<sup>47</sup>

---

<sup>44</sup> T. BOEDTS, “De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?”, *BFR* 2016, 312.

<sup>45</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 11 – 12. (voorlopig onuitg.)

<sup>46</sup> T. BOEDTS, “De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?”, *BFR* 2016, 313.

<sup>47</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 12. (voorlopig onuitg.)

(ii) De gereguleerde onderneming

**28.** Gereguleerde ondernemingen die geautomatiseerd advies verstrekken zijn kwetsbaarder voor *social engineering*<sup>48</sup> en kunnen zeer gemakkelijk het slachtoffer worden van cyberaanvallen. Om tegemoet te komen aan de *know-your-customer* plicht, zal de cliënt een onlinevragenlijst – de zogenaamde *suitability* test – moeten invullen (*infra*: nr. 90). Met andere woorden moeten de cliënten heel wat persoonlijke informatie toevertrouwen aan een robot. Met de recente gebeurtenissen omtrent gegevensmisbruik in het achterhoofd, denk maar aan het alomtbekende Facebookschandaal, zullen cliënten zich wellicht snel de vraag stellen of deze gegevens wel voldoende bescherming genieten en kunnen zij, omwille van deze redenen, misschien sneller terugdeinzen van gebruik van robo-advies. De gereguleerde ondernemingen zullen bijgevolg al het mogelijke moeten doen om ervoor te zorgen dat de gegevens veilig zijn en niet het voorwerp kunnen uitmaken van een cyberaanval. Bovendien kunnen de gereguleerde ondernemingen op die manier een ideaal doelwit vormen voor hackers. Hacking is een zeer actueel probleem, doch is het extreem moeilijk om hiertegen op te treden.<sup>49</sup> Voorlopig kan dit eventueel worden opgelost door dit te laten verzekeren.

**29.** Een tweede groot risico voor de gereguleerde onderneming is het feit dat door fouten die kunnen voorkomen in de algoritmen (*supra*: nr. 27) het risico op *mis selling*<sup>50</sup> wordt vergroot en de gereguleerde ondernemingen op die manier sneller kunnen worden blootgesteld aan procedures. Met *mis selling* wordt bedoeld dat de cliënt (opzettelijk) wordt misleid omtrent zijn geschiktheid doordat de dienstverlener het desbetreffende product of de desbetreffende dienst op zich verkeerd weergeeft.<sup>51</sup> Hierbij kan de vraag worden gesteld of de compliance, risicobeheersings- en interne auditfuncties wel over de nodige kennis en vaardigheden beschikken om dergelijke risico's in te schatten. Daarnaast kan het algoritme ook te oppervlakkig (*supra*: nr. 25) zijn waardoor de *suitability* test onvoldoende gepersonaliseerd zal zijn.<sup>52</sup> Het algoritme kan daarentegen ook te complex (*supra*: nr. 24) zijn. Dit kan in beide gevallen leiden tot een ongeschikt beleggingsadvies.

---

<sup>48</sup> T. BOEDTS, "De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een "regelgevende zandbak"?", *BFR* 2016, 313.

<sup>49</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 12. (voorlopig onuitg.)

<sup>50</sup> T. BOEDTS, "De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een "regelgevende zandbak"?", *BFR* 2016, 313.

<sup>51</sup> [www.investopedia.com/terms/m/misselling.asp](http://www.investopedia.com/terms/m/misselling.asp).

<sup>52</sup> T. BOEDTS, "De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een "regelgevende zandbak"?", *BFR* 2016, 313.

**30.** Een gevolg van het risico besproken in de vorige alinea is dat het zeer onduidelijk is wie precies aansprakelijk kan worden gesteld in geval er zich een fout voordoet in het algoritme. Dit is onder meer te wijten aan het feit dat er veel verschillende partijen betrokken zijn in de ontwikkeling van het geautomatiseerd advies: zo zal er een partij zijn die de *tool* ontwikkelt, een andere partij die het installeert en vervolgens een nog andere partij die de software zal moeten onderhouden. Het zal een moeilijk vraagstuk zijn om te bepalen waar en wanneer de fout precies is ontstaan en wie er vervolgens voor kan aansprakelijk worden gesteld. Dit kan eventueel deels worden opgelost door dit vooraf contractueel te regelen, bijvoorbeeld door het opstellen van exoneratiebedingen (*infra*: nr. 153 e.v.). Hoe dit precies kan worden ingepast in het wettelijk kader komt later aan bod in het hoofdstuk omtrent de aansprakelijkheid.

**31.** Om fouten in het algoritme te vermijden moeten de gereguleerde ondernemingen ervoor zorgen dat de *tool* zowel juist geïnstalleerd wordt als tijdens zijn bestaan goed wordt onderhouden. Hiervoor zullen de gereguleerde ondernemingen beroep moeten doen op technische en financiële experts. Dit zal bijgevolg kosten met zich meebrengen. De gereguleerde ondernemingen kunnen deze kosten wel deels doorrekenen aan de beleggers zelf (*supra*: nr. 27), maar zullen deze toch grotendeels zelf moeten dragen.<sup>53</sup>

**32.** Net zoals de informatie verleend door de gereguleerde onderneming aan de cliënt gebrekkig kan zijn, kan de informatie verschaft door de cliënt aan de gereguleerde onderneming ook gebrekkig zijn. Zo kan de robo-adviseur bijvoorbeeld niet weten hoeveel pensioenspaarrekeningen de cliënt precies heeft of wat het exacte vermogen van diens echtgeno(o)t(e) is. Dit is echter een probleem waarmee klassieke beleggingsadviseurs ook te maken krijgen. Doch voorziet deze nieuwe technologie niet in een oplossing voor dit probleem.<sup>54</sup>

**33.** Uit dit deel kan worden afgeleid dat er enerzijds heel wat interessante voordelen, maar anderzijds ook heel wat zware nadelen verbonden zijn aan het robo-advies. Mijns inziens wegen de nadelen voor de gereguleerde ondernemingen veel zwaarder door dan de voordelen voor de cliënt. Het zal dus belangrijk zijn voor de wetgever om hieraan tegemoet te komen door voornamelijk te voorzien in een

---

<sup>53</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 12 – 13. (voorlopig onuitg.)

<sup>54</sup> J. E. FISCH, M. LABOURE en J. A. TURNER, *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l., 2017, 17 – 18.

duidelijke regeling betreffende de aansprakelijkheid. Het zijn immers niet alleen de beleggers, maar ook de ondernemingen die moeten worden beschermd tegen de mogelijke risico's van geautomatiseerd beleggingsadvies. Natuurlijk blijft het voor de geregementeerde ondernemingen belangrijk om vooraf duidelijke contractuele afspraken te maken, zoals bijvoorbeeld door het invoeren van exoneratiebedingen.

#### 1.2.4 In de praktijk

**34.** De grootste voordelen van robo-adviseurs, namelijk dat de kosten laag zijn en dat het zeer toegankelijk is, lijken zeer aantrekkelijk. Toch kan worden vastgesteld dat het aantal mensen die momenteel gebruik maken van zo'n robo-adviseur zeer laag is. Dit komt voornamelijk omdat een mens één iets kan wat een robot niet kan: een mens kan namelijk rekening houden met de gevoelens van zijn cliënten. Deze bezorgdheid heeft geleid tot de implementatie van hybride modellen. Een hybride model is een combinatie van robo-advies en advies verleend door een mens.<sup>55</sup> Ze worden ook wel eens de *omnichannel* modellen genoemd.<sup>56</sup> Bij dit hybride model worden de vier fasen van de beleggingsdienst volledig geautomatiseerd, maar is er toch nog ruimte voor *realtime* afgestemde dienstverlening en menselijke conversatie.

**35.** Dit brengt heel wat interessante voordelen met zich mee. Terwijl de cliënt op deze manier kan genieten van alle voordelen van de menselijke aanwezigheid van de beleggingsadviseur, verkrijgt de cliënt bovendien steeds een betrouwbaar en consistent advies zonder dat er nog sprake zal zijn van enige vooringenomenheid. Eenvoudige standaardverzoeken van cliënten kunnen volledig worden afgehandeld door de robo-adviseur die zich volledig kan aanpassen aan de individuele voorkeuren van consumenten. Voor de meer uitdagende en complexe verzoeken kan de cliënt vervolgens beroep doen op de tussenkomst van de menselijke adviseur. Deze laatste kan de cliënt van de nodige informatie verschaffen wat het risico op misinterpretatie zal doen reduceren (*supra*: nr. 24).<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> *Ibid.*, 4.

<sup>56</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies ("robo-advies") en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 5. (voorlopig onuitg.)

<sup>57</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 27. (voorlopig onuitg.)

### 1.3 De five key tests door de CESR

**36.** Om zeker te kunnen zijn of het beleggingsadvies dat wordt verstrekt effectief een beleggingsadvies is, werd door de CESR<sup>58</sup> een test ontworpen. De test bestaat uit vijf vragen, die hierna worden besproken. Indien zij één voor één positief kunnen worden beantwoord, kan worden gesproken van een beleggingsadvies. Vervolgens dringt zich de vraag op of er tevens sprake is van “beleggingsadvies” indien het wordt verstrekt door een robot.

**37.** De eerste vraag die zich stelt is of de verleende dienst bestaat uit een aanbeveling. Het moet met andere woorden bestaan uit puur en alleen informatie, bijvoorbeeld op basis van feiten of cijfers.<sup>59</sup> De uitkomst van de robo-adviseur, het advies dus, mag geen opinie zijn of vooroordelen bevatten. Indien er nog maar één element is dat kan wijzen op een opinie of vooroordeel kan het niet meer als een aanbeveling worden beschouwd.<sup>60</sup> Deze lijkt mij geen probleem te vormen daar het robo-advies tegemoetkomt aan de problemen van vooringenomenheid en vooroordelen die zich voordoen bij het klassieke beleggingsadvies (*supra*: nr. 17).

**38.** Bij de tweede vraag wordt getoetst of de aanbeveling betrekking heeft op een of meerdere financiële instrumenten.<sup>61</sup> Wanneer het advies door de robot enkel bestaat uit het bespreken van de risico's of de rente die vasthangen aan de portefeuille kan dit niet worden gezien als een beleggingsadvies. Dit kan tot problemen leiden in de praktijk. In geval van robo-advies kan je immers op elk moment de smartphone-applicatie of de website sluiten terwijl de dienst eigenlijk nog bezig is. De cliënt kan er verkeerdelijk van uitgaan dat hij een beleggingsadvies heeft gekregen, terwijl de robot bijvoorbeeld enkel nog maar de risico's heeft besproken.<sup>62</sup>

**39.** In de derde vraag wordt nagegaan of de aanbeveling hetzij wordt voorgesteld als geschikt voor de betrokken belegger hetzij gebaseerd is op een afweging van diens omstandigheden. Hierbij dient één en ander te worden verduidelijkt. Deze vraag omvat meteen de eerste voorwaarde die wordt gesteld in de definitie van het beleggingsadvies in de klassieke zin van het woord (*supra*: nr. 6), namelijk dat het

---

<sup>58</sup> Committee of European Securities Regulation

<sup>59</sup> CESR, Understanding of the definition of advice under MiFID, 14 oktober 2009, 5.

<sup>60</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 14. (voorlopig onuitg.)

<sup>61</sup> CESR, Understanding of the definition of advice under MiFID, 14 oktober 2009, 5.

<sup>62</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 14. (voorlopig onuitg.)

beleggingsadvies gepersonaliseerde aanbevelingen moet omvatten. Wat precies moet worden verstaan onder gepersonaliseerde aanbevelingen wordt nader bepaald in de wet.<sup>63</sup> De Europese wetgever stelt dat dit moet worden bepaald vanuit de perceptie van de belegger en de verwachtingen die hij heeft. Om effectief te kunnen spreken van een beleggingsadvies moet eerst worden gekeken of dit advies wordt voorgesteld als geschikt voor de betrokken belegger. Dit kan zowel expliciet als impliciet gebeuren, maar uiteindelijk speelt de wijze waarop het advies wordt verleend niet echt een rol. Zolang het advies berust op een afweging van de persoonlijke omstandigheden, i.e. de persoonlijke situatie van de belegger, kan worden geconcludeerd dat de aanbeveling gepersonaliseerd is. De tweede voorwaarde, die vereist dat de aanbeveling aanleiding moet geven tot een transactie in financiële instrumenten, wordt getest door de tweede vraag.<sup>64</sup>

De robo-adviseur kan bijgevolg zowel uitdrukkelijk als impliciet aangeven dat het advies geschikt is. Expliciet door bijvoorbeeld te vermelden dat een welbepaald product dé beste optie is voor de cliënt. Impliciet door de voordelen van een welbepaald product extra te gaan benadrukken.<sup>65</sup> Bij deze derde vraag kunnen zich evenzeer heel wat problemen voordoen in de praktijk die ervoor kunnen zorgen dat het advies dat wordt verleend niet geschikt is voor de cliënt (*supra*: nr. 25).

**40.** De vierde vraag die zich stelt is of de aanbeveling anders wordt gegeven dan uitsluitend via distributiekkanalen of aan het publiek. Uit deze vraag kan worden afgeleid dat een aanbeveling die uitsluitend via distributiekkanalen of aan het publiek werd verleend, niet onder de kwalificatie van het begrip beleggingsadvies valt. Dit betekent met andere woorden dat adviezen die worden verleend in kranten, in financiële dagbladen, in televisie- of radio-uitzendingen en zelfs een algemeen advies op de website van de financiële instelling geen beleggingsadvies uitmaken. De CESR bepaalt echter wel dat dit nog kan worden gekwalificeerd als een beleggingsadvies indien het onder bepaalde omstandigheden wél een gepersonaliseerde aanbeveling uitmaakt. Een voorbeeld hiervan is een beleggingsadvies op de website van de financiële instelling dat wordt verstrekt via de gepersonaliseerde inbox of na het inloggen. Dit advies maakt wel degelijk een beleggingsadvies daar het gaat om een gepersonaliseerd advies.<sup>66</sup> In

---

<sup>63</sup> Art. 2, 10° van de Wet van 25 oktober 2016.

<sup>64</sup> O. STEVENS, "Het begrip beleggingsadvies "gescreend": Post-versus Pre-MiFID" (noot onder Rb Brussel 21 november 2011), *TBH* 2013, 647 – 648.

<sup>65</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 14 – 15. (voorlopig onuitg.)

<sup>66</sup> O. STEVENS, "Het begrip beleggingsadvies "gescreend": Post-versus Pre-MiFID" (noot onder Rb Brussel 21 november 2011), *TBH* 2013, 648.

ieder geval is het zowel in het geval van een beleggingsadvies in de klassieke zin van het woord als bij het geautomatiseerd advies van belang dat het advies gericht is aan een voorgeselecteerd doelpubliek.<sup>67</sup>

**41.** Ten slotte wordt, in een vijfde en laatste vraag nagegaan of de aanbeveling gedaan aan een persoon in zijn hoedanigheid als hetzij een belegger of een potentiële belegger hetzij een vertegenwoordiger van een belegger of een potentiële belegger.<sup>68</sup> Deze vraag spreekt voor zich en heeft bijgevolg geen extra duiding nodig.

## 1.4 Beleggingsadvies in vier stappen

**42.** Het beleggingsadvies bestaat uit vier fasen: de *client onboarding*, de *asset allocatie*, de *product selection and order execution* en de *monitoring en rebalancing*.

**43.** De eerste fase, de *client onboarding*, is het startpunt van de relatie met de cliënt. Tijdens deze fase verschaft de dienstverlener de belegger alle nodige – precontractuele – informatie die deze laatste nodig heeft om een doordachte en geïnformeerde beslissing te maken (*infra*: nr. 74 e.v.). Vervolgens dient de dienstverlener alle relevante informatie van de beleggers te verzamelen die nodig zijn om te voldoen aan de zorgplicht (*infra*: nr. 88). Dit houdt onder meer informatie in over de financiële situatie van de belegger en zijn risicobereidheid (*infra*: nr. 92 e.v.). In de tweede fase zal de beleggingsadviseur, op basis van de informatie die hij heeft verzameld in de eerste fase, bepalen welke categorieën van activa geschikt zijn voor de betrokken belegger. Hierbij zal de dienstverlener een risicoprofiel van de belegger opstellen en een portefeuille selecteren die voldoet aan het vermogen, de noden en de doelstellingen van de belegger (*infra*: nr. 94 e.v.).<sup>69</sup> Deze twee eerste fasen vormen samen de *suitability* test. Hieruit moet duidelijk blijken wat precies de eis is van de belegger.<sup>70</sup>

**44.** Eens het risicoprofiel is opgesteld en de portefeuille geselecteerd is, komen we aan de derde fase, de *product selection and order execution*. In deze fase wordt de portefeuille gevuld met de concrete activa geselecteerd uit het productassortiment waarover de dienstverlener beschikt.

---

<sup>67</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 15. (voorlopig onuitg.)

<sup>68</sup> CESR, Understanding of the definition of advice under MiFID, 14 oktober 2009, 5.

<sup>69</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 1. (voorlopig onuitg.)

<sup>70</sup> F. BOGAERT, Robo investment advisors, 16 januari 2018, 4.

**45.** De vierde en laatste fase, *de monitoring and rebalancing*, vindt plaats na de eigenlijke dienstverlening. Hier moet de dienstverlener in principe regelmatig controleren of de beleggingsportefeuille van de cliënt nog in overeenstemming is met zijn financiële situatie, zijn doelstelling, zijn risicoprofiel en zijn verwachtingen. Indien dit nodig zou zijn dan moet de dienstverlener de beleggingsportefeuille wijzigen. Dit betekent ook dat de dienstverlener geregeld nog eens een update zal moeten doen van de informatie die hij reeds verzameld heeft bij de *suitability* test en eventueel het risicoprofiel en de beleggingsportefeuille zal moeten wijzigen indien blijkt dat de financiële situatie van de belegger, zijn risicobereidheid of zijn doelstellingen gewijzigd zijn.<sup>71</sup>

**46.** Dit is echter slechts de theorie. In de praktijk verloopt dit niet altijd zo vanzelfsprekend. In wat hierna volgt, wordt uiteengezet waar er zich precies problemen vormden en waarom er nood was aan geautomatiseerd beleggingsadvies.

**47.** Bij het verrichten van enkele controles kwam de FSMA (*infra*: nr. 164) tot de vaststelling dat heel wat ondernemingen, bij het verlenen van een beleggingsadvies, echter niet voldeden aan de gedragsregelen vereist bij de eerste twee fasen. Ten eerste werd vastgesteld dat zij niet de nodige precontractuele informatie verschaften aan hun cliënten. Vervolgens bleek ook dat zij onvoldoende konden inschatten of de cliënt over de nodige kennis en ervaring beschikte. Het was eerder een zelfevaluatie dan een evaluatie van de cliënt. Bovendien werd de overeenstemming in de antwoorden van de cliënt nauwelijks gecontroleerd. Ten slotte waardeerden de ondernemingen nauwelijks de geschiktheid van de individuele transacties.

**48.** In de *first generation tooling* werden de twee eerste fasen, namelijk de client onboarding en de asset allocatie, geautomatiseerd. Hieruit bleek dat ondernemingen veel betere resultaten boekten bij de controles van de FSMA. Ze verschaften adequatere informatie en konden de kennis en ervaring van de cliënten veel beter inschatten. Door te voorzien in een geautomatiseerd systeem dat de overeenstemming van de verschillende antwoorden van de cliënt naging, bleken de antwoorden van de cliënten beter in overeenstemming te zijn. Ten slotte bleek ook de waardering van de individuele transacties enorm te zijn verbeterd.

---

<sup>71</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 2. (voorlopig onuitg.)

49. Doch stelde de FSMA nog een aantal onvolledigheden vast. Er rezen voornamelijk problemen in de derde fase, waar er tot dan toe nog steeds sprake was van menselijke tussenkomst. Het bleek namelijk dat de beleggingsadviseur zijn eigen voorkeuren en risicobereidheid suggereerde naar de cliënt toe. Tevens deden zich vaker belangenconflicten voor, meer bepaald ging dit over vergoedingen, incentives, commerciële doelstellingen ... Ten slotte kwam naar voren dat de beleggingsadviseurs te weinig kennis hadden over de risicoprofielen van de beleggers en de eigenschappen van de financiële producten. Dit heeft geleid tot de *second generation tooling*. Hierin kwam MiFID II tegemoet aan de voorgaande tekortkomingen door onder meer de problematiek omtrent de vergoedingen te regelen. Verder werd ook voorzien in een automatisering van de derde en vierde fase. Dit betekent met andere woorden dat er sindsdien bij de online beleggingsdienst geen sprake meer is van menselijke tussenkomst. Dit heeft geleid tot beleggingsadviezen die meer gebaseerd zijn op de vereisten en noden van de cliënten wat uitmondt in meer consistente adviezen.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> F. BOGAERT, Robo investment advisors, 16 januari 2018, 5 – 8.; F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 2 – 7. (voorlopig onuitg.)

## HOOFDSTUK 2: DE MiFID-REGULERING

50. Om de belegger te beschermen, dient de beleggingsadviseur bij het verstrekken van een beleggingsadvies bepaalde gedragsregelen na te leven. Deze gedragsregelen vinden hun rechtsgrond in de MiFID-regulering, zijnde de *Markets in Financial Instruments Directive*. De MiFID-regulering heeft reeds een hele evolutie gekend, maar is momenteel nog steeds in volle ontwikkeling. Hierna volgt een uitgebreid overzicht.

### 2.1 Ontstaan en evolutie

#### 2.1.1 Van ISD naar MiFID

51. De MiFID-regulering kent zijn oorsprong in de Investment Services Directive, beter gekend als de ISD<sup>73</sup>. Het hoofddoel van deze richtlijn was de integratie van de beleggingsdiensten. De richtlijn was minimaal geharmoniseerd waardoor de meeste lidstaten voorzagen in extra bescherming voor de consumenten. Daarnaast weken de meeste lidstaten af van het principe van *home country control*, namelijk dat beleggingsondernemingen moeten worden gereguleerd en onder toezicht staan van het thuisland. Dit zorgde voor een kluwen van verschillende wetten met als gevolg dat de aanbieders van beleggingsdiensten moeilijk toegang kregen tot gereguleerde markten van andere lidstaten en op die manier niet in concurrentie konden treden met elkaar. Er was met andere woorden dringend nood aan hervorming. Dit leidde tot de ISD-II, die in 2004 werd herdoopt tot MiFID. Het niveau van harmonisatie bij MiFID was veel hoger dan bij de ISD.<sup>74</sup> Het precieze harmonisatieniveau was echter niet zo duidelijk. Er moest worden gekeken naar de bewoordingen, de structuur en het doel van de richtlijn om te kunnen afleiden of het minimale hetzij maximale harmonisatie uitmaakte.<sup>75</sup> In de rechtsleer werd dit niet concreet bepaald. Wel kon worden gesteld dat MiFID een “totale harmonisatierichtlijn is, met slechts een – zeer – beperkte omzettingsruimte voor de lidstaten”. De uitvoeringsrichtlijn bepaalde bovendien dat de lidstaten geen aanvullende bindende regelen mochten opleggen. De Belgische

---

<sup>73</sup> De richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *Pb.L.* 11 juni 1993, afl. 141, 27. (hierna: ISD).

<sup>74</sup> V. COLAERT EN T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 228 - 229.

<sup>75</sup> V. COLAERT, *De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger: een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFID gedragsregels, consumentenrecht en burgerlijk recht, getoetst aan de regels inzake pretransactionele, informatieverplichtingen*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten UGent, 2010, 102.

wetgever heeft dit gerespecteerd. Dit alles heeft geleid tot een “Europeanisering” van de regels omtrent de beleggingsdiensten.<sup>76</sup>

**52.** MiFID had voornamelijk tot doel eerlijke, efficiënte en transparante markten te bevorderen en daarnaast de vergunningen te regelen voor de beleggingsondernemingen in de EER.<sup>77</sup> Om deze doelstelling te kunnen bewerkstelligen legt MiFID drie algemene beginselen op die dienen te worden nageleefd door de ondernemingen. Zij moeten zich eerst en vooral op een loyale, billijke en professionele wijze inzetten voor hun cliënten, de beleggers (i.e. het loyauteitsbeginsel – *infra*: nr. 70 e.v.). Daarnaast moeten zij hun cliënten duidelijke en correcte informatie bezorgen die niet misleidend is (i.e. de informatieplicht – *infra*: nr. 74 e.v.). Ten slotte moeten zij ervoor zorgen dat de diensten die zij verlenen afgestemd zijn op de specifieke situatie van hun cliënt (i.e. de geschiktheidsbeoordeling – *infra*: nr. 94 e.v.).<sup>78</sup>

### 2.1.2 Van MiFID I naar MiFID II

**53.** In de voorbije decennia is echter gebleken dat de MiFID-wetgeving enkele hiaten bevatte en zodoende nood had aan verfijning. Die gebreken werden ook duidelijk tijdens de financiële crisis van 2008. Opnieuw drong zich een MiFID-hervorming op. Dit keer onder de vorm van MiFID II<sup>79</sup>, die het levenslicht zag op 15 mei 2014<sup>80</sup>. Wat betreft de harmonisatiegraad van MiFID II kan worden gesteld dat het artikel 24 MiFID, dat de beleggersbescherming regelt, maximaal geharmoniseerd is met een geringe mogelijkheid tot *gold plating*.<sup>81</sup> Dit kan worden afgeleid uit de bewoordingen van dit artikel: “De lidstaten kunnen, in uitzonderlijke gevallen, aan beleggingsondernemingen aanvullende eisen opleggen ten opzichte van de in dit artikel bedoelde zaken. Dergelijke eisen moeten objectief gerechtvaardigd en evenredig zijn teneinde specifieke risico’s voor de bescherming van de belegger of voor de integriteit van de markt die van bijzonder belang zijn in de omstandigheden die eigen zijn aan de marktstructuur van de

---

<sup>76</sup> V. COLAERT EN T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 229 - 230.

<sup>77</sup> [www.febelfin.be/nl/mifid-ii-komt-eraan-maar-wat-het](http://www.febelfin.be/nl/mifid-ii-komt-eraan-maar-wat-het).

<sup>78</sup> [www.fsma.be/nl/wat-houdt-de-mifid-richtlijn-welke-impact-heeft-zij-op-u](http://www.fsma.be/nl/wat-houdt-de-mifid-richtlijn-welke-impact-heeft-zij-op-u).

<sup>79</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees parlement en de raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349. (hierna: MiFID II)

<sup>80</sup> O. ELOOT en H. TILLEY, “Beleggingsbescherming in MiFID II en MiFIR. Een overzicht van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, 179.

<sup>81</sup> *Ibid.*, 181.

desbetreffende lidstaat, te ondervangen.”<sup>82</sup> De MiFID-II-richtlijn werd in de Belgische wetgeving geïmplementeerd in de Wet Financieel Toezicht en de Wet van 25 oktober 2016 en trad in werking op 3 januari 2018.<sup>83</sup> MiFID II gaat gepaard met MiFIR, waarmee de Verordening betreffende markten in financiële instrumenten wordt bedoeld<sup>84</sup>. Aangezien deze masterproef het aspect vermogensbeheer en bijgevolg de verhandeling in financiële instrumenten niet behandelt, wordt enkel MiFID II besproken.

## 2.2 Toepassingsgebied Belgische MiFID-regels

### 2.2.1 Personeel toepassingsgebied

**54.** Het personeel toepassingsgebied omvat zowel de verstrekkers als de ontvangers van beleggingsdiensten.

#### *a) De verstrekkers van beleggingsdiensten*

**55.** Hierbij dient een onderscheid te worden gemaakt tussen het personeel toepassingsgebied van de vergunningsvoorwaarden<sup>85</sup> en dat van de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden.<sup>86,87</sup>

**56.** De vergunningsvoorwaarden zijn de voorwaarden die moeten worden vervuld om beleggingsdiensten te verstrekken. Deze vergunningsvoorwaarden zijn van toepassing op beleggingsondernemingen naar Belgisch recht.<sup>88</sup> Dit zijn rechtspersonen die beroepsmatig beleggingsdiensten voor derden aanbieden en een of meerdere beleggingsactiviteiten uitoefenen.<sup>89</sup> Het gevolg hiervan is dat de beleggingsondernemingen een Europees paspoort verkrijgen waardoor zij gewettigd zijn om diensten te verlenen in andere Europese lidstaten. Kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen, ICB's en pensioenfondsen – inclusief de bewaarders en beheerders van deze instellingen – worden uitgesloten van deze vergunningsvoorwaarden.<sup>90</sup> De uitsluiting voor

---

<sup>82</sup> Art. 24, lid 12 MiFID II.

<sup>83</sup> [www.febelfin.be/nl/mifid-ii-komt-eraan-maar-wat-het](http://www.febelfin.be/nl/mifid-ii-komt-eraan-maar-wat-het)

<sup>84</sup> F.M.A. 'T HARD en A.J.C.C.M. LOONEN, *MiFID II vanuit de praktijk en theorie bezien*, Zutphen, Uitgeverij Paris, 2018, 13.

<sup>85</sup> Artt. 20 e.v. Wet 25 oktober 2016.

<sup>86</sup> Artt. 26 e.v. Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en financiële diensten (hierna: Wet Financieel Toezicht).

<sup>87</sup> Art. 1, lid 2 a) MiFID II.

<sup>88</sup> V. COLAERT EN T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 331.

<sup>89</sup> Art. 3 § 1 Wet 25 oktober 2016.

<sup>90</sup> Art. 4 Wet 25 oktober 2016.

kredietinstellingen is absoluut. Van een kredietinstelling kan dus nooit worden verwacht dat zij moeten voldoen aan de vergunningsvoorwaarden van MiFID daar zij reeds over een vergunning beschikken. Bij de vier andere uitzonderingen is de uitsluiting niet absoluut. Zij geldt namelijk niet wanneer deze financiële instellingen beleggingsdiensten of –activiteiten verrichten.<sup>91</sup>

**57.** De bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden zijn de regels waaraan moet worden voldaan bij het verstrekken van de beleggingsdiensten. Het toepassingsgebied van de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden is ruimer dan dit van de vergunningsvoorwaarden. Het gaat hier namelijk over gereguleerde ondernemingen.<sup>92</sup> Hieronder worden begrepen: de Belgische kredietinstellingen, de Belgische beleggingsondernemingen, de bijkantoren in de lidstaten van de EER, kredietinstellingen en beleggingsondernemingen in derde landen (niet-EER) en in België gevestigde beheervennootschappen van ICB's.<sup>93</sup>

#### *b) De ontvangers van beleggingsdiensten*

**58.** “Iedere natuurlijke of rechtspersoon voor wie een beleggingsonderneming of kredietinstelling een beleggingsdienst of nevendienst verricht”<sup>94</sup> geldt als cliënt. Ingevolge de MiFID-regeling verbindt elke gereguleerde onderneming zich ertoe zijn cliënten in drie verschillende categorieën in te delen, met name de “niet-professionele cliënten”, de “professionele cliënten” en de “in aanmerking komende tegenpartijen”.<sup>95</sup>

**59.** Onder “professionele cliënt” moet worden begrepen: “een cliënt die de nodige ervaring, kennis en deskundigheid bezit om zelf beleggingsbeslissingen te nemen en de door hem gelopen risico's adequaat in te schatten”. Meer in het bijzonder worden alle entiteiten die onder het personeel toepassingsgebied van de vergunningsvoorwaarden vallen, alle grote ondernemingen<sup>96</sup>, bepaalde Belgische en

---

<sup>91</sup> V. COLAERT EN T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 333.

<sup>92</sup> Art. 26, lid 2 Wet Financieel Toezicht.

<sup>93</sup> V. COLAERT EN T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 330 – 332.

<sup>94</sup> Art. 4, lid 9 MiFID II.

<sup>95</sup> V. COLAERT EN T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 335.

<sup>96</sup> Dit zijn alle ondernemingen die individueel voldoen aan twee van de volgende vereisten: een balanstotaal van 20.000.000 EUR, een netto-omzet van 40.000.000 EUR of een eigen vermogen van 2.000.000 EUR.

internationale overheidsinstellingen<sup>97</sup> en andere institutionele beleggers waarvan beleggen in financiële instrumenten de belangrijkste activiteit is, beschouwd als een “professionele cliënt”.<sup>98</sup> De “in aanmerking komende tegenpartijen” vormen een subgroep binnen de “professionele cliënten”. Hieronder moet worden verstaan: “de meest gesofisticeerde categorieën van investeerders en deelnemers aan de kapitaalmarkten”. Hiermee worden onder meer de beleggingsondernemingen, de kredietinstellingen en de verzekeringsondernemingen bedoeld. De tussenkomst van de gereguleerde onderneming is beperkt tot het uitvoeren van orders voor rekening van de cliënt en/of voor eigen rekening en/of voor het ontvangen en doorgeven van orders. Ieder die niet onder de categorie “professionele cliënt” valt, wordt beschouwd als een “niet-professionele cliënt”.

**60.** De indeling van de cliënten gebeurt *prima facie*. Het systeem is behoorlijk flexibel; cliënten kunnen namelijk zelf verzoeken om tot een andere categorie te behoren.<sup>99</sup> Cliënten moeten zowel van dit recht dat zij hebben als van het feit dat zij in categorieën worden opgedeeld op de hoogte worden gebracht (*infra*: nr. 78).<sup>100</sup>

## 2.2.2 Materieel toepassingsgebied

**61.** De MiFID-regulering beoogt zowel de beleggingsdiensten en –activiteiten als de nevendiensten. Beiden worden op Belgisch niveau geregeld door de Wet van 25 oktober 2016. Beleggingsdiensten en –activiteiten zijn diensten en activiteiten inzake financiële instrumenten<sup>101</sup> die worden uitgeoefend ten aanzien van derden. Om deze activiteiten beroepsmatig te kunnen verrichten is een vergunning vereist. De wet bepaalt nader om welke diensten en activiteiten het precies gaat: ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders, handelen voor eigen rekening, vermogensbeheer en beleggingsadvies, overname of plaatsing van uitgiftes met of zonder plaatsingsgarantie en het uitbaten van een MTF.<sup>102</sup> Daarnaast

---

<sup>97</sup> Worden hiermee bedoeld: de Belgische Staat, de gemeenschappen en gewesten en buitenlandse nationale en regionale overheden, overheidsorganen die de overheidsschuld beheren, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals de Wereldbank, het IMF, de ECB, de EIB en andere vergelijkbare internationale organisaties.

<sup>98</sup> Bijlage Koninklijk Besluit 19 december 2017 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (hierna: MiFID-KB).

<sup>99</sup> V. COLAERT EN T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 334 – 335.

<sup>100</sup> *Ibid.*, 355.

<sup>101</sup> Art. 2, 1° Wet Financieel Toezicht.

<sup>102</sup> Art. 2, 1° en 3°-10° Wet van 25 oktober 2016.

kunnen ook nog nevendiensten worden verricht. Hiervoor is geen vergunning vereist. Om welke diensten het hier gaat, wordt bepaald door de wet.<sup>103</sup>

### 2.2.3 Territoriaal toepassingsgebied

**62.** Opnieuw wordt een onderscheid gemaakt tussen de “verstrekkers” van beleggingsdiensten en de “ontvangers” van beleggingsdiensten.

**63.** Bij de verstrekker van beleggingsdiensten wordt vervolgens een onderscheid gemaakt tussen de beleggingsondernemingen binnen de EER en deze van derde landen. De beleggingsondernemingen binnen de EER moeten in het bezit zijn van een Europees paspoort. Dit betekent dat deze tevens beleggingsdiensten mogen verstrekken in andere lidstaten van de EER. Dit ofwel in vrije dienstverlening ofwel via een bijkantoor.<sup>104</sup> Indien een gereguleerde onderneming beleggingsdiensten aanbiedt in een andere lidstaat via een bijkantoor zullen de regelen van de lidstaat van ontvangst van toepassing zijn en zullen deze beleggingsdiensten bijgevolg onderworpen zijn aan het toezicht van de lidstaat van ontvangst. Indien een gereguleerde onderneming daarentegen beleggingsdiensten aanbiedt via vrije dienstverlening zal de reglementering van diens eigen lidstaat van toepassing zijn en zullen deze beleggingsdiensten onderworpen zijn aan het toezicht van de eigen lidstaat.<sup>105</sup> Meer concreet in het geval van robo-advies betekent dit dat een Nederlandse gereguleerde onderneming die robo-advies verstrekt in België via vrije dienstverlening niet is onderworpen aan de Belgische regelen en Belgisch toezicht, maar een Belgische gereguleerde onderneming die via vrije dienstverlening robo-advies verstrekt in Nederland wel. Uitzonderlijk kunnen de lidstaten van ontvangst wel conservatoire maatregelen opleggen indien zij menen dat de beleggingsondernemingen een inbreuk plegen op de gedragsregelen die van toepassing zijn in die lidstaat.<sup>106</sup> Bijkantoren die worden gevestigd buiten de EER vallen echter buiten het toepassingsgebied van MiFID II.

Beleggingsondernemingen uit derde landen worden niet onderworpen aan de MiFID-regelen waardoor zij niet vergunningsplichtig zijn. Deze ondernemingen hebben het recht zich te vestigen in de lidstaten van de EER mits zij het nationale recht van die lidstaat respecteren. Een voorwaarde die zich hierbij stelt

---

<sup>103</sup> Art. 2, 2° Wet 25 oktober 2016.

<sup>104</sup> Art. 10 e.v. Wet 25 oktober 2016.

<sup>105</sup> Art. 34 – 35 MiFID II.

<sup>106</sup> Art. 86 MiFID II.

is dat dit nationale recht geen gunstigere behandeling mag verlenen dan de MiFID-regelen. Verder mogen zij geen gebruik maken van een Europees paspoort. In België worden deze ondernemingen onderworpen aan de regelen van de Wet van 25 oktober 2016.

**64.** Wat betreft de ontvangers van beleggingsdiensten bepaalt MiFID nergens dat zij moeten verbonden zijn aan het territorium van een EER-lidstaat. In België zullen de regelen van toepassing zijn zodra er beleggingsdiensten worden verstrekt door een Belgische gereguleerde onderneming. Het maakt hierbij niet uit of de ontvanger van deze beleggingsdiensten woonplaats heeft in België of zelfs buiten de EER.<sup>107</sup>

#### 2.2.4 Temporeel toepassingsgebied

**65.** Zoals reeds eerder werd aangegeven zag MiFID II het levenslicht op 15 mei 2014. Het wetsontwerp van 20 september 2017<sup>108</sup> heeft de MiFID-bepalingen omgezet naar Belgisch recht.<sup>109</sup> Zowel de MiFID-richtlijn als de Belgische teksten traden in werking op 3 januari 2018. Er werd niet voorzien in een overgangperiode. Dit betekent bijgevolg dat de gereguleerde ondernemingen vanaf die datum werden onderworpen aan de verplichtingen uit MiFID II.<sup>110</sup>

### 2.3 De gedragsregelen

**66.** De gedragsregelen kunnen worden ingedeeld in een beperkt aantal na te streven waarden en zijn op Belgisch niveau terug te vinden in de Wet Financieel Toezicht en het Koninklijk Besluit van 3 juni 2007, intussen gewijzigd naar het Koninklijk Besluit van 19 september 2017.<sup>111</sup> Deze masterproef beperkt zich tot de behandeling van vier van deze gedragsregelen. Een eerste gedragsregel, het loyauteitsbeginsel, is een overkoepelende gedragsregel die gedurende de gehele relatie tussen de financiële instelling en de cliënt van toepassing is. Daarna worden twee gedragsregelen besproken die betrekking hebben op de

---

<sup>107</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 239 – 241.

<sup>108</sup> Wetsontwerp van 20 september 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU, *Parl.St.* Kamer 2017 – 2018, nr. 2658/001.

<sup>109</sup> [www.lexalert.be/nl/article/omzetting-mifid-ii-richtlijn-algemeen](http://www.lexalert.be/nl/article/omzetting-mifid-ii-richtlijn-algemeen).

<sup>110</sup> FSMA, Mededeling over de voorbereiding van de inwerkingtreding van de MiFID II-richtlijn (voor de aspecten in verband met de gedragsregels), 18 juli 2017, 4.

<sup>111</sup> Koninklijk Besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten.

precontractuele fase, namelijk de informatieplicht en het “ken-uw-cliënt”-beginsel. Als laatste wordt *best execution*-gedragsregel besproken, die van toepassing is in de transactionele fase, namelijk bij de uitvoering van orders voor rekening van de cliënt.<sup>112</sup>

**67.** Vervolgens dringt zich de vraag op of de reglementering inzake MiFID II van toepassing is op het geautomatiseerd beleggingsadvies. Verschillende bronnen wijzen aan dat MiFID II geen onderscheid maakt tussen beleggingsadvies verstrekt door een fysieke persoon dan wel door een robot.<sup>113</sup> MiFID II heeft alle risico's die kunnen voortvloeien uit de digitalisering ingecalculeerd en is met andere woorden technologieneutraal.<sup>114</sup> De vraag of MiFID II van toepassing is op robo-advies kan bijgevolg positief worden beantwoord. Dit brengt met zich mee dat de ondernemingen die geautomatiseerd beleggingsadvies of vermogensbeheer willen aanbieden hiervoor een vergunning moeten aanvragen (*supra*: nr. 56). Tevens moeten zij hun organisatie hieraan aanpassen wat betekent dat zij een regeling inzake belangenconflicten moeten implementeren en de kwaliteit van de informatieverstopping moeten waarborgen.

Ondanks zijn technologieneutraal karakter is MiFID II niet volledig aangepast aan het geautomatiseerd beleggingsadvies.<sup>115</sup> De richtlijn bepaalt enkel dat in geval van (semi) geautomatiseerd beleggingsadvies de gereguleerde onderneming die deze dienst verricht verantwoordelijk is voor het uitvoeren van de geschiktheidsbeoordeling.<sup>116</sup> Deze ene bepaling is zeer algemeen en kan dus geen antwoord bieden op gesofisticeerde vragen. Bijgevolg heerst er onduidelijkheid over hoe de MiFID-reglementering precies moet worden toegepast op het robo-advies. Dit zorgt bijgevolg voor rechtsonzekerheid.<sup>117</sup>

---

<sup>112</sup> V. COLAERT, *De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger: een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFID gedragsregels, consumentenrecht en burgerlijk recht, getoetst aan de regels inzake pretransactionele, informatieverplichtingen*, onuitg., doctoraats thesis Rechten UGent, 2010, 115.

<sup>113</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 11 – 12. (voorlopig onuitg.); AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 9 – 10.

<sup>114</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 25. (voorlopig onuitg.)

<sup>115</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 12. (voorlopig onuitg.)

<sup>116</sup> Art. 54, 1, tweede lid van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *Pb.L.* 31 maart 2017, afl. 87, 50.

<sup>117</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 12. (voorlopig onuitg.)

**68.** Om deze rechtsonzekerheid enigszins te verhelpen, heeft de ESMA richtlijnen, specifiek van toepassing op het robo-advies, uitgevaardigd. Deze richtlijnen worden verder uitgediept door de AFM, de Nederlandse toezichthouder. Beide richtlijnen zijn niet bindend en gelden louter als leidraad.<sup>118119</sup> De reden dat de gedragsregelen in geval van geautomatiseerd beleggingsadvies wel reeds zijn uitgewerkt door de Nederlandse AFM en niet door de Belgische FSMA is dat er in België nog niet zoveel robo-advisors actief zijn. Terwijl er in Nederland momenteel al een 400-tal *Fintech*-spelers actief zijn<sup>120</sup>, zijn dit er in België slechts een achttal<sup>121</sup> (*supra*: nr. 13). Ook in Nederland bestaat het beleggingsadvies uit vier fasen: oriëntatie belegger, intake & beeldvorming, beleggingsoplossing en doorlopende nazorg. De indeling verschilt op bepaalde punten met de indeling die in deze masterproef reeds werd uiteengezet (*supra*: nr. 42 e.v.).

**69.** Hierna volgt een uitgebreide uiteenzetting van de vier gedragsregelen, hun wijzigingen na MiFID II en de toepasselijke richtlijnen voor het robo-advies, uitgegeven door de ESMA en de AFM.

### 2.3.1 Het loyauteitsbeginsel

#### a) Algemeen

**70.** Een eerste gedragsregel is de loyauteitsplicht. Het wordt in de wet als volgt bepaald: “Bij het aanbieden of verstrekken van financiële producten of diensten of, in voorkomend geval, nevendiensten, zetten de gereguleerde ondernemingen zich op loyale, billijke en professionele wijze in voor de belangen van hun cliënten, en op een manier die bevorderlijk is voor de integriteit van de markt. Bij het aanbieden of verstrekken van beleggingsdiensten of, in voorkomend geval, nevendiensten, nemen zij inzonderheid de in de paragrafen 2 tot en met 10 en de artikelen 27*bis* tot 27*quater* neergelegde gedragsregels in acht.”<sup>122</sup> Met andere woorden wordt er bepaald dat de gereguleerde ondernemingen zich op loyale, billijke en professionele wijze moeten inzetten voor hun cliënten en dat zij hiervoor de gedragsregelen in acht moeten nemen.<sup>123</sup>

<sup>118</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 8 – 9.

<sup>119</sup> ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 35 – 36.

<sup>120</sup> [www2.afm.nl/nl-nl/over-afm/blog/7-speerpunten/2](http://www2.afm.nl/nl-nl/over-afm/blog/7-speerpunten/2).

<sup>121</sup> [www robo-advisor.be/robo-adviseurs/](http://www robo-advisor.be/robo-adviseurs/).

<sup>122</sup> Art. 27, § 1 Wet Financieel Toezicht; Art. 24, lid 1 MiFID II.

<sup>123</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 244.

**71.** Het loyauteitsbeginsel wordt beschouwd als een soort ‘catch-all-bepaling’. Aan de ene kant kunnen de overige gedragsregelen worden beschouwd als bijzondere toepassingsgevallen van deze algemene bepaling, aan de andere kant kan deze algemene gedragsregel ook worden gezien als een soort opvangnet dat kan dienen om de tekortkomingen van MiFID op te vangen.<sup>124</sup>

**72.** De loyauteitsplicht is verder nauw verwant met de belangenconflictregering. Beiden zijn zodanig verwant met elkaar dat het één niet zonder de ander kan. Men zou zelfs kunnen stellen dat de loyauteitsplicht pas volledig tot zijn recht komt door de toepassing van de belangenconflictregering. De regeling bestaat, in de meeste gevallen, uit twee stappen en kan, in sommige gevallen, uit drie stappen bestaan. Het gaat meer bepaald over de identificatie, het beheer en de informatie. De gereguleerde ondernemingen moeten bij de eerste stap alle mogelijke maatregelen nemen om belangenconflicten te herkennen. Vervolgens moeten zij, in een tweede stap, passende administratieve en organisatorische maatregelen treffen die schade aan de cliënt kunnen vermijden. Indien dit niet voldoende blijkt te zijn dan dient de onderneming, in de eventuele derde fase, het belangenconflict aan de cliënt bekend te maken. Op die manier kan de cliënt voor zichzelf uitmaken of hij nog wil samenwerken met de onderneming.<sup>125</sup>

#### *b) Wijziging na MiFID II*

**73.** Het principe van het loyauteitsbeginsel blijft overeind. Evenwel wordt in de MiFID-II-richtlijn een nieuwe bepaling toegevoegd waarin expliciet wordt bepaald dat het loyauteitsbeginsel voortaan ook ten aanzien van de in aanmerking komende tegenpartij geldt.<sup>126</sup> Bovendien wordt er een tweede algemeen principe toegevoegd.<sup>127</sup> Dit principe houdt in dat de productontwikkelaars, dit zijn beleggingsondernemingen die financiële instrumenten ontwikkelen om deze dan te verkopen aan hun cliënten, ervoor moeten zorgen dat deze producten beantwoorden aan behoeftes van de doelgroep die wordt geïdentificeerd. Tevens dient de distributiemethode van deze instrumenten in overeenstemming te zijn met de geïdentificeerde doelgroep. Verder dienen de beleggingsondernemingen alle redelijke

---

<sup>124</sup> V. COLAERT, *De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger: een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFID gedragsregels, consumentenrecht en burgerlijk recht, getoetst aan de regels inzake pretransactionele, informatieverplichtingen*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten UGent, 2010, 115.

<sup>125</sup> Art. 27 § 4 Wet Financieel Toezicht; V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 244-245.

<sup>126</sup> Art. 30, lid 1 MiFID II.

<sup>127</sup> Art. 24, lid 2 MiFID II.

maatregelen te nemen om te garanderen dat deze financiële instrumenten bij de geïdentificeerde doelgroep terechtkomen. Ten slotte wordt bepaald dat aanbieders van financiële instrumenten ervoor moeten zorgen dat deze financiële instrumenten enkel maar worden geadviseerd in het belang van de cliënt. Dit betekent bijgevolg dat wanneer een beleggingsadviseur werkzaam is bij een beleggingsonderneming die financiële producten ontwikkelt om deze dan te verkopen aan de cliënten rekening moet houden met de bovenstaande wijzigingen.<sup>128</sup>

### 2.3.2 De informatieplicht

#### a) Algemeen

**74.** De informatieplicht of de *inform your customer* wordt als volgt omschreven door de Wet Financieel Toezicht: “Gereguleerde ondernemingen die financiële instrumenten ontwikkelen, verstrekken aan alle distributeurs adequate informatie over het financieel instrument en het productgoedkeuringsproces, met inbegrip van de geïdentificeerde doelgroep van het financieel instrument.”<sup>129</sup>

#### (i) Kwaliteit van de informatie

**75.** Als algemene regel wordt in de wet bepaald dat de informatie die wordt verschaft correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn.<sup>130</sup> Correcte informatie impliceert dat zij moet beantwoorden aan de werkelijkheid. Het correct zijn van de informatie op zich is niet voldoende, er wordt tevens vereist dat de informatie voldoende duidelijk en verstaanbaar is voor de gemiddelde belegger. Ten slotte mag de gegeven informatie ook niet misleidend zijn. De vraag of informatie misleidend is, moet worden beantwoord vanuit het standpunt van degene aan wie het advies gericht is, namelijk de cliënt. Hierbij is geen intentioneel element vereist; het is voldoende dat de informatie op zich neigt naar misleiding zonder dat de verstrekker van de informatie daartoe de intentie had.<sup>131</sup>

---

<sup>128</sup> O. ELOOT en H. TILLEY, “Beleggingsbescherming in MiFID II en MiFIR. Een overzicht van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, 183 – 184.

<sup>129</sup> Art. 27 § 2, lid 2 Wet Financieel Toezicht.

<sup>130</sup> Art. 27bis Wet Financieel Toezicht.

<sup>131</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 248 – 249.

**76.** Wat betreft de niet-professionele cliënten wordt bepaald dat om als correcte, duidelijke en niet-misleidende informatie te worden aanschouwd, de voorwaarden die daartoe moeten worden vervuld op een evenredige en passende wijze moeten worden toegepast.<sup>132</sup> Hierbij moet bijvoorbeeld de informatie zelf en het communicatiemiddel waarmee het wordt overgebracht in acht worden genomen.<sup>133</sup> De informatie die aan de niet-professionele cliënten wordt verstrekt omvat niet enkel de informatie die door de gereglementeerde ondernemingen wordt gericht aan de cliënten, maar ook alle informatie die zij waarschijnlijk kunnen ontvangen.<sup>134</sup>

**77.** Voor de professionele cliënten daarentegen zijn de informatievereisten minder streng. De wetgever bepaalt immers dat deze cliënten zelf kunnen uitmaken welke informatie zij nodig hebben om een juiste beslissing te nemen. Indien zij aanvullende informatie willen, moeten zij de gereglementeerde ondernemingen op een passende en evenredige wijze daarom verzoeken.<sup>135</sup>

(ii) Inhoud van de informatie

**78.** De wet bepaalt de minimale inhoud van de informatie. Er wordt meer specifiek bepaald dat de gereglementeerde onderneming informatie moet verschaffen over haar diensten, de financiële instrumenten en de voorgestelde beleggingsstrategieën, de plaatsen van uitvoering en alle kosten en bijhorende lasten.<sup>136</sup> Naast deze expliciete opsomming wordt verder vereist dat de informatie op een begrijpelijke wijze wordt verstrekt. Wat betreft de niet-professionele cliënten wordt onder andere bepaald dat zowel de voordelen als de nadelen moeten worden vermeld en dat zaken, vermeldingen of waarschuwingen die belangrijk zijn niet mogen worden verhuld, afgezwakt of verdoezeld.<sup>137</sup> Daarnaast moet de informatie passend zijn volgens haar doel, d.i. ervoor zorgen dat (potentiële) cliënten een geïnformeerde beslissing kunnen nemen. Ten slotte dienen de gereglementeerde ondernemingen de

---

<sup>132</sup> Naar analogie met art. 8 Koninklijk Besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten.

<sup>133</sup> Naar analogie met verslag aan de Koning bij het Koninklijk Besluit 3 juni 2007, *BS* 18 juni 2007, 32936.

<sup>134</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 250.

<sup>135</sup> Naar analogie met Verslag aan de Koning bij het Koninklijk Besluit 3 juni 2007, *BS* 18 juni 2007, 32936 – 32937.

<sup>136</sup> Art. 27bis § 2 Wet Financieel Toezicht.

<sup>137</sup> Naar analogie met art. 8 Koninklijk Besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten.

cliënten ook nog op de hoogte te brengen van het feit dat zij in verschillende categorieën worden ingedeeld (*supra*: nr. 60).<sup>138</sup>

**79.** De wet bepaalt verder dat deze informatie “tijdig” moet worden verschaft.<sup>139</sup> Wat hiermee wordt bedoeld, hangt af van situatie tot situatie. De gereguleerde onderneming dient hierbij de hoogdringendheid van de situatie en de tijd die de cliënt nodig heeft om de informatie te verwerken in acht te nemen. Bij niet-professionele cliënten wordt verwacht dat de informatie betreffende de gereguleerde onderneming en de diensten die zij verschaft, wordt verstrekt alvorens deze cliënt gebonden is door een contract. Wat betreft de andere informatie mag deze worden verschaft nadat er een contract werd opgesteld, maar voordat de betreffende dienst wordt verstrekt. Bij professionele cliënten daarentegen wordt enkel vereist dat de informatie wordt verschaft vooraleer de dienst in kwestie wordt verstrekt.<sup>140</sup>

#### *b) Wijziging na MiFID II*

**80.** Ook de informatieplicht blijft behouden. Nieuw bij deze gedragsregel is dat de informatie zelf moet aangeven of zij bedoeld is voor niet-professionele of professionele cliënten.

**81.** In het kader van beleggingsadvies wordt de informatieplicht verruimd.<sup>141</sup> Naast de informatieverplichtingen die reeds bestonden ingevolge MiFID, dient de beleggingsadviseur voortaan ook de cliënt te informeren (a) over het feit of het advies onafhankelijk is of niet, (b) of het advies steunt op een brede of enge analyse van de financiële productenmarkt en of die financiële producten eventueel verbonden zijn aan de beleggingsonderneming en (c) of de beleggingsonderneming de financiële instrumenten geregeld zal onderwerpen aan de geschiktheidsbeoordeling.

**82.** MiFID II maakt derhalve een onderscheid tussen onafhankelijk en afhankelijk beleggingsadvies. Bij een onafhankelijk beleggingsadvies moet de beleggingsonderneming een breed gamma aan

---

<sup>138</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 252 – 253.

<sup>139</sup> Art. 27bis § 2 Wet Financieel Toezicht.

<sup>140</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 253 – 254.

<sup>141</sup> Art. 24, lid 4 a) MiFID II.

beleggingsproducten onderzoeken alvorens zij deze aan de cliënt adviseert. Wat betreft de emittent en de aard van de financiële instrumenten dienen deze voldoende gediversifieerd te zijn. Het gamma mag dus niet slechts gebaseerd zijn op financiële instrumenten die worden verstrekt of uitgegeven door de beleggingsonderneming zelf of entiteiten waarmee de beleggingsonderneming een nauwe juridische of economische band hebben waardoor het advies zijn onafhankelijk karakter zou kunnen verliezen.<sup>142</sup> Bij afhankelijk beleggingsadvies zal de beleggingsonderneming zich veelal – zij wordt daartoe echter niet verplicht – beperken tot haar eigen ontwikkelde producten.<sup>143</sup>

**83.** Ten slotte voert MiFID II een verbod in voor beleggingsadviseurs die onafhankelijk beleggingsadvies verlenen om geen *inducements* van derden te ontvangen. Op deze manier kan men voorkomen dat het loon van de beleggingsadviseurs afhankelijk wordt van degene die de producten aanbiedt. Vergoedingen via de prijs van de producten zijn bijgevolg niet toegelaten, enkel rechtstreekse vergoedingen aan de beleggingsadviseurs.<sup>144</sup>

#### *c) Toepassing op het geautomatiseerd beleggingsadvies*

**84.** Deze plicht is vervat in de eerste fase van het beleggingsadvies zoals bepaald in het Belgisch als in het Nederlands recht, het gaat hier bijgevolg om de fase *client onboarding* respectievelijk de oriëntatie van de belegger. Aangezien eerder reeds werd aangehaald dat het gebrek aan informatie een groot nadeel vormt bij het robo-advies, moet aan deze richtlijn bijzondere aandacht worden besteed in het geval van geautomatiseerd beleggingsadvies.

**85.** In zijn eerste richtlijn maakt de ESMA duidelijk dat een cliënt uitdrukkelijk zou moeten worden geïnformeerd over het feit dat de gereglementeerde onderneming verplicht wordt om een geschiktheidsbeoordeling van de cliënt uit te voeren en dat deze laatste hiervoor bepaalde informatie moet verschaffen. De ESMA benadrukt dat het belangrijk is dat cliënten het doel en nut van de geschiktheidsbeoordeling begrijpen. Op die manier zouden de cliënten moeten worden aangemoedigd om nauwkeurige, maar ook voldoende informatie te verschaffen. De gereglementeerde ondernemingen mogen zelf beslissen hoe zij dit aan boord brengen. Het moet echter wel mogelijk zijn om dit *a posteriori*

---

<sup>142</sup> Art. 24, lid 7 MiFID II; O. ELOOT en H. TILLEY, “Beleggingsbescherming in MiFID II en MiFIR. Een overzicht van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, 184.

<sup>143</sup> FEBELFIN, MiFID II: Wat verandert er voor mij?, 7.

<sup>144</sup> Art. 25, lid 2 MiFID II; O. ELOOT en H. TILLEY, “Beleggingsbescherming in MiFID II en MiFIR. Een overzicht van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, 185.

te kunnen controleren. Ook zouden zij moeten kunnen inschatten in hoeverre de cliënt de informatie begrijpt.

**86.** In geval van robo-advies komt er geen, of indien er gebruik wordt gemaakt van hybride modellen, beperkt menselijk contact aan te pas. Omwille van die reden moet deze gedragsregel wat nader worden bepaald. Zo bepaalt de ESMA dat de gereguleerde ondernemingen de nodige informatie zouden moeten verschaffen over de mate waarin de robo-adviseur voorziet in menselijke tussenkomst. Tevens zou moeten worden duidelijk gemaakt dat de antwoorden van de cliënt een directe impact hebben op de geschiktheidsbeoordeling. Vervolgens zouden de bronnen waarop de robo-adviseur zich zal beroepen om zijn beleggingsadvies te formuleren, moeten worden beschreven. Ten slotte is het van belang dat de robo-adviseur aan de cliënt meedeelt dat zijn status zal worden geüpdatet en hoe dit precies zal gebeuren. Om ervoor te zorgen dat deze informatie effectief is en zeker bij de cliënt doordringt kan er gebruik worden gemaakt van bijvoorbeeld interactieve tekst of kan de relevante informatie extra worden benadrukt (bijv. door een pop-up scherm).<sup>145</sup>

**87.** Om te garanderen dat de informatie die wordt verstrekt daadwerkelijk door de cliënt zal worden begrepen, voegt de AFM hieraan toe dat het nuttig kan zijn om dit vooraf te testen. Om er vervolgens zeker van te zijn dat de informatie ook doorlopend adequaat zal zijn, raadt de AFM tevens aan om dit regelmatig te testen. Deze testen kunnen gebeuren door het verrichten van consumentenonderzoek. Het aanbieden van informatie in kleinere hoeveelheden of de informatie gelaagd weergeven kan bovendien ook een positief effect hebben op de verstaanbaarheid van de informatie.<sup>146</sup>

### 2.3.3 Het ken-uw-client-beginsel

#### a) Algemeen

**88.** Een derde gedragsregel is het ken-uw-client-beginsel, beter bekend als de *know your customer* of de zorgplicht. Deze gedragsregel wordt in de wet als volgt bepaald: “Gereguleerde ondernemingen die financiële instrumenten ontwikkelen voor verkoop aan cliënten, zorgen ervoor dat deze zo ontworpen zijn dat zij voldoen aan de wensen van een geïdentificeerde doelgroep van eindcliënten binnen de

---

<sup>145</sup> ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 34.

<sup>146</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 19 – 20.

betrokken categorie van cliënten, en dat de strategie voor de distributie van de financiële instrumenten op de geïdentificeerde doelgroep is afgestemd, en gereglementeerde ondernemingen ondernemen redelijke stappen om ervoor te zorgen dat het financieel instrument wordt gedistribueerd aan de geïdentificeerde doelgroep.”<sup>147</sup>

**89.** Het doel van de voorgaande gedragsregel, de informatieplicht, is om beleggers toe te laten met kennis van zaken een beslissing te nemen. Toch ligt deze verantwoordelijkheid niet geheel in handen van de belegger zelf, maar moet ook de gereglementeerde onderneming hier zijn steentje bijdragen. De *know your customer* houdt een soort “*due diligence*” in voor de gereglementeerde onderneming waarbij deze laatste de financiële situatie van zijn cliënt grondig dient te onderzoeken. De gereglementeerde onderneming moet met andere woorden zijn cliënt beter leren kennen door gerichte vragen te stellen en moet op basis daarvan evalueren of de desbetreffende transactie aansluit bij het beleggersprofiel van de cliënt. Deze gedragsregel biedt een zeer grote bescherming naar de belegger toe.

**90.** Het beginsel kent verschillende varianten die van toepassing zijn naargelang de omstandigheden. Bij vermogensbeheer en beleggingsadvies dient een geschiktheidsbeoordeling of *suitability test* te gebeuren. Bij het louter uitvoeren van orders (*execution only*) geldt er geen verplichting tot het inwinnen van informatie zover de order gebeurt op verzoek van de cliënt en geen betrekking heeft op complexe instrumenten en de belangconflictregering bovendien wordt nageleefd. Bij alle andere beleggingsdiensten dient een passendheidsbeoordeling of *appropriateness test* te worden uitgevoerd. In het kader van deze masterproef zal enkel de geschiktheidsbeoordeling aan bod komen.

**91.** De *know your customer* gebeurt in twee stappen. In een eerste stap moet de gereglementeerde onderneming alle relevante informatie van zijn cliënt verzamelen. Vervolgens moet de cliënt, op basis van die verzamelde informatie, oordelen of de transactie geschikt is voor de cliënt.<sup>148</sup>

(i) Het verzamelen van de informatie

**92.** De belangrijkste bron van informatie is de cliënt zelf. De gereglementeerde onderneming kan in principe deze informatie vertrouwen en is niet verplicht om de juistheid ervan systematisch na te gaan.

---

<sup>147</sup> Art. 27 § 2, lid 1 Wet Financieel Toezicht.

<sup>148</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 259.

Doch geldt er een marginaal toetsingsrecht voor de gereguleerde informatie ingeval de gereguleerde onderneming behoort te weten dat de informatie onjuist, onvolledig of verouderd is of wanneer de informatie manifest onjuist, onvolledig of verouderd is.

**93.** Hoeveel informatie er door de cliënt aan de gereguleerde onderneming moet worden verschaft, hangt af van situatie tot situatie. Of er voldoende informatie werd verstrekt om tot een geschiktheidsbeoordeling te kunnen overgaan hangt af van het oordeel van de gereguleerde onderneming zelf. Wanneer de gereguleerde onderneming echter vaststelt dat zij over onvoldoende informatie beschikt dan kan zij niet overgaan tot het verstrekken van een beleggingsadvies. Hierin verschilt de geschiktheidsbeoordeling van de passendheidsbeoordeling aangezien in dit geval de cliënt enkel moet worden gewaarschuwd over het feit dat de gereguleerde onderneming over te weinig informatie beschikt.<sup>149</sup>

(ii) De geschiktheidsbeoordeling

**94.** De geschiktheidsbeoordeling vindt tevens zijn rechtsgrond in de wet: “Bij het verstrekken van beleggingsadvies of het verrichten van vermogensbeheer, wint de gereguleerde onderneming bij de cliënt of de potentiële cliënt de nodige informatie in over zijn kennis en ervaring op beleggingsgebied met betrekking tot het specifieke soort product of dienst, zijn financiële situatie, met inbegrip van zijn vermogen om verliezen te dragen, en zijn beleggingsdoelstellingen, met inbegrip van zijn risicotolerantie, teneinde de cliënt of potentiële cliënt de voor hem geschikte beleggingsdiensten en financiële instrumenten te kunnen aanbevelen, of voor hem geschikt vermogensbeheer te verstrekken, die met name stroken met zijn risicotolerantie en zijn vermogen om verliezen te dragen. Wanneer een gereguleerde onderneming beleggingsadvies verstrekt waarbij een gebundeld pakket van diensten of producten wordt aanbevolen in de zin van artikel 27, § 9, gaat zij na of de gehele bundel passend is.”<sup>150</sup>

**95.** Uit voorgaande kan worden afgeleid dat de gereguleerde onderneming over voldoende informatie moet beschikken over 1) de kennis en ervaring van de cliënt omtrent de specifieke producten of diensten 2) de financiële situatie van de cliënt en 3) de beleggingsdoelstellingen van de cliënt.<sup>151</sup>

---

<sup>149</sup> *Ibid.*, 260.

<sup>150</sup> Art. 27ter § 2 Wet Financieel Toezicht.

<sup>151</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 261 – 262.

**96.** Als eerste dient de gereguleerde onderneming na te gaan of de cliënt beschikt over de nodige ervaring en kennis en bijgevolg in staat is om de risico's, verbonden aan de transactie, te begrijpen. Met de kennisvereiste wordt eerder de deskundigheid dan de bekendheid van de informatie beoogt. Dit betekent dat de gereguleerde onderneming er niet mag van uitgaan dat de belegger over de nodige kennis beschikt na het lezen van een informatiebrochure. Er moet effectief worden onderzocht of de belegger over de nodige deskundigheid omtrent de desbetreffende financiële producten beschikt. Dit is een zeer moeilijke toetsing. Uit praktijk blijkt immers dat cliënten hun kennisniveau vaak te hoog inschatten. Met het begrip ervaring wordt gepeild naar de persoonlijke ervaring van de cliënt.<sup>152</sup> De gereguleerde onderneming moet uiteindelijk, dit alles bijeengenomen, beschikken over informatie omtrent (a) welke soort dienst, transactie of financieel instrument het in kwestie gaat; (b) wat de aard en het volume van de transacties zijn en de hoeveelheid transacties die de cliënt stelt binnen een bepaalde periode en (c) wat het opleidingsniveau of beroep van de cliënt is. De wetgever heeft geoordeeld dat bij professionele cliënten niet aan deze eerste voorwaarde moet worden voldaan daar zij over de nodige deskundigheid beschikken om zelf een beslissing te nemen.

Indien wordt geoordeeld dat de cliënt niet over de nodige kennis en ervaring beschikt en bijgevolg niet in staat is om de risico's inherent aan de transactie te begrijpen mag de gereguleerde onderneming geen transacties adviseren.

**97.** De tweede vereiste impliceert dat de gereguleerde onderneming moet nagaan of de cliënt de desbetreffende transactie financieel kan dragen. Hierbij moet worden gekeken naar de risico's verbonden aan de transactie en de beleggingsdoelstellingen van de cliënt (*infra*: nr. 98). Om hierover te kunnen oordelen moet de gereguleerde onderneming beschikken over informatie omtrent het inkomen van de cliënt, diens vermogen en zijn reguliere financiële verplichtingen. Opnieuw gaat de wetgever er bij deze vereiste van uit dat deze tweede vereiste vervuld is ten aanzien van *per se* professionele cliënten.

**98.** Ten derde wordt vereist dat de transactie overeenstemt met de beleggingsdoelstellingen van de cliënt. Hiervoor dient de gereguleerde onderneming te weten wat de beleggingshorizon is van de

---

<sup>152</sup> V. COLAERT, *De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger: een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFID gedragsregels, consumentenrecht en burgerlijk recht, getoetst aan de regels inzake pretransactionele, informatieverplichtingen*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten UGent, 2010, 428 – 430.

cliënt. De beleggingshorizon is de periode waarbinnen de cliënt zijn belegging verwacht in stand te houden. Verder dient de gereglementeerde onderneming informatie in te winnen over de risico's die de cliënt wenst te nemen, het risicoprofiel en de eigenlijke bedoeling van de transactie. Belangrijk hierbij is dat de gereglementeerde onderneming niet enkel kijkt naar de transactie in kwestie, maar tevens rekening houdt met de vraag of de dienstverlening op zich en de gehele portefeuille van de cliënt overeenstemmen met diens beleggingsdoelstellingen.<sup>153</sup>

*b) Wijziging na MiFID II*

**99.** MiFID II voegt expliciet twee criteria toe bij het inwinnen van informatie in het kader van de *suitability test*. Het eerste criterium stelt dat de beleggingsonderneming voortaan ook moet peilen naar het vermogen om – hypothetische – verliezen te dragen. Een tweede criterium verplicht de beleggingsonderneming rekening te houden met de risicobereidheid van de cliënt.<sup>154</sup>

*c) Toepassing op het geautomatiseerd beleggingsadvies*

**100.** Het ken-uw-cliënt-beginsel dat de *suitability test* impliceert ligt vervat in de eerste twee fasen, de *client onboarding* en de *asset allocatie*. Bij de Nederlandse variant wordt de *suitability test* ondergebracht bij de tweede en derde stap, de intake en beeldvorming en de beleggingsoplossing.<sup>155156</sup> De ESMA benadrukt in zijn *guidelines* dat het niet alleen van belang is als gereglementeerde onderneming om uw cliënt te kennen, maar ook het financieel product dat wordt aanbevolen aan de cliënt.<sup>157</sup>

*(i) Maatregelen om de cliënt te begrijpen*

**101.** De gereglementeerde ondernemingen zouden alles in het werk moeten stellen om zeker te zijn dat zij de relevante feiten en karakteristieken van hun cliënten kennen en begrijpen. Deze doelstelling kunnen zij bewerkstelligen door alle nodige informatie van hun cliënten te verzamelen. Opnieuw worden in deze richtlijn specifieke bepalingen gesteld wat betreft het robo-advies. Hierbij zouden de

---

<sup>153</sup> V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 261 – 262.

<sup>154</sup> O. ELOOT en H. TILLEY, "Beleggingsbescherming in MiFID II en MiFIR. Een overzicht van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen", *BFR* 2014, 185; Art. 25, lid 2 MiFID II.

<sup>155</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 20.

<sup>156</sup> *Ibid.*, 26.

<sup>157</sup> ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 36.

gereguleerde ondernemingen ervoor moeten zorgen dat alle vragen zeer duidelijk zijn opgesteld. Tevens zou de vragenlijst op die manier moeten zijn samengesteld dat er ruimte wordt gelaten voor aanvullende verduidelijking eventueel aan de hand van een voorbeeld, zoals bijvoorbeeld een pop-up scherm. De robo-adviseur zou ten slotte in staat moeten zijn om inconsistente antwoorden op te sporen en dit aan te geven aan de cliënt opdat deze laatste de mogelijkheid zou kunnen krijgen om zijn antwoorden nog aan te passen. Dit zou de ondernemingen enige zekerheid moeten bieden dat de antwoorden van de cliënt consistent zijn wat ervoor zorgt dat zij de cliënt beter zullen kennen wat de kans op het verstrekken van een geschikt advies alleen maar vergroot.<sup>158</sup>

De AFM voegt hieraan toe dat de vragen eenduidig dienen te worden opgesteld en dat zij geen meerdere elementen tegelijkertijd mogen bevatten. Bovendien zouden zij in die mate moeten zijn opgesteld dat zij voldoende concrete antwoorden bieden. Dit resultaat kunnen de ondernemingen bereiken door testen uit te voeren, bijvoorbeeld door middel van consumentenonderzoek (*supra*: nr. 87). Om inconsistente antwoorden te herkennen bepaalt de AFM dat de gereguleerde ondernemingen gebruik kunnen maken van een slimme vragenlijst en exit-, controle-, en challengevragen kunnen implementeren. Exitvragen maken het voor de potentiële cliënt mogelijk om een beleggingsadvies dat niet geschikt is te weigeren<sup>159</sup>. Controle- en challengevragen gaan na of de cliënt de vragen behoorlijk begrijpt. Bijvoorbeeld kan men een bepaalde vraag op verschillende manieren stellen waardoor men kan nagaan of de cliënt hier telkens hetzelfde op antwoordt. Het gebruik van filtervragen kan er verder voor zorgen dat potentiële cliënten die niet binnen de doelgroep passen zoveel mogelijk worden uitgesloten. Tevens zou de robo-adviseur kruisverbanden moeten kunnen leggen tussen de verschillende antwoorden om op die manier inconsistente antwoorden te detecteren. Vervolgens bepaalt de AFM dat de vragenlijst gepersonaliseerd zou moeten zijn. Op die manier wordt de cliënt meer betrokken in het proces. Ten slotte zou ten allen tijde de mogelijkheid moeten worden verschaft aan de cliënt om beroep te doen op menselijke interactie. De AFM bepaalt dat dit alles enkel kan worden bereikt door vooraf een sterk beleid op te stellen en procedures op te nemen die bepalen welke acties moeten worden genomen ingeval er zich inconsistenties voordoen.<sup>160</sup>

---

<sup>158</sup> *Ibid.*, 36 – 39.

<sup>159</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 4.

<sup>160</sup> *Ibid.*, 22 – 23.

(ii) Betrouwbaarheid van de informatie van de cliënt

**102.** Deze richtlijn van de ESMA sluit nauw aan op de vorige. Het bepaalt dat de gereguleerde ondernemingen er zouden moeten voor zorgen dat de informatie die zij verzamelen over de cliënt betrouwbaar is. Dit mag niet alleen steunen op de zelfbeoordeling die door de cliënt moet worden gedaan. De informatie die door de cliënt moet worden verschaft moet correct, betrouwbaar en compleet zijn. Toch zouden de gereguleerde ondernemingen moeten nagaan of dit wel degelijk het geval is. Cliënten hebben daarenboven snel de neiging om hun kennis en ervaring over de financiële producten en hun risico's te overschatten. Hierop zouden de ondernemingen moeten kunnen anticiperen door mechanismen op te bouwen die zulk soort risico's kunnen detecteren. Opnieuw is dit bij de robo-adviseur zeer belangrijk aangezien het risico op overschatting hier veel groter is omwille van het gebrek aan menselijke tussenkomst.<sup>161</sup>

(iii) Het regelmatig updaten van de informatie van de cliënt

**103.** In de meeste gevallen wordt niet eenmalig, maar doorlopend beleggingsadvies verleend aan de cliënt. Om geschikt advies te blijven verlenen is het vervolgens van belang dat de informatie die door de cliënt wordt verschaft regelmatig wordt onderworpen aan een update. De gereguleerde ondernemingen dienen hierbij te vermelden welke informatie precies zal worden geüpdatet en hoe de update precies zal gebeuren. Om te vermijden dat de cliënten hun profiel zelf zouden gaan updaten zouden de ondernemingen de nodige maatregelen moeten treffen. Dit is wederom belangrijk bij geautomatiseerd beleggingsadvies daar dit risico hier groter is.<sup>162</sup>

(iv) Het koppelen van het geschikte product aan de cliënt

**104.** Dit vormt de eigenlijke geschiktheidstoets en zit vervat in de tweede en derde fase, de *asset allocatie* en de *product selection*. In het Nederlands recht vormt dit de derde stap, de beleggingsoplossing.<sup>163</sup>

---

<sup>161</sup> ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 43 – 44.

<sup>162</sup> *Ibid.*, 45 – 46.

<sup>163</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 26.

**105.** Om te garanderen dat de beleggingsadviseur de geschikte producten aan zijn cliënt aanbeveelt, zou de adviseur rekening moeten houden met alle informatie die werd verstrekt door de cliënt. Tevens zou hij rekening moeten houden met de kenmerken van het beleggingsproduct, onder meer het risico dat dit met zich meebrengt. Indien het beleggingsadvies geautomatiseerd wordt verschaft, zouden de gereguleerde ondernemingen de algoritmen die hierbij worden gebruikt regelmatig moeten testen en aan toezicht onderwerpen. Hierbij is het aangewezen dat de ondernemingen het doel, de draagwijdte en het ontwerp van de algoritmen toelichten in een document dat de cliënten kunnen raadplegen. De ESMA raadt de ondernemingen bovendien aan om deze algoritmen regelmatig te testen en deze testen en de resultaten ervan vervolgens te documenteren. Indien de algoritmen veranderingen ondergaan zouden ondernemingen deze moeten opslaan en de algoritmen bijgevolg regelmatig updaten. Verder zouden de ondernemingen moeten voorzien in een systeem dat fouten in de algoritmen kan detecteren en hier onmiddellijk mee kan omgaan. Zoals reeds een aantal keren werd aangehaald, is het interessant dat er zowel financiële als technische specialisten aanwezig zijn waarop de cliënt zich kan beroepen indien hij vragen heeft.<sup>164</sup>

#### 2.3.4 Het best-execution-beginsel

**106.** De vierde en laatste gedragsregel die hier wordt besproken is de verplichting tot optimale uitvoering van orders, ook wel de *best execution* genaamd. De beschrijving van de gedragsregel luidt als volgt: “In het kader van de op haar toepasselijke bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden neemt de gereguleerde onderneming bij het uitvoeren van orders, overeenkomstig de bepalingen van paragrafen 2 tot 8, alle toereikende maatregelen om het best mogelijke resultaat voor haar cliënten te behalen, rekening houdend met de prijs, de kosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard van het order en alle andere voor de uitvoering van het order relevante aspecten. In geval van een specifieke instructie van de cliënt is de gereguleerde onderneming evenwel verplicht het order volgens die specifieke instructie uit te voeren.”<sup>165</sup> De gereguleerde ondernemingen zijn meer specifiek verplicht de orders die zij ontvangen uit te voeren met het oog op het bereiken van het best mogelijke resultaat.

---

<sup>164</sup> ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 50 – 53.

<sup>165</sup> Art. 28 § 1 Wet Financieel Toezicht.

**107.** Hiervoor dienen de gereglementeerde ondernemingen een orderuitvoeringsbeleid op te stellen <sup>166</sup> dat hen in staat moeten stellen om orders van hun cliënten tegen de best mogelijke resultaten te plaatsen. Vooraleer dit orderuitvoeringsbeleid van toepassing kan worden verklaard op de cliënt dient de gereglementeerde onderneming de cliënt daarover in te lichten en moet bovendien om diens instemming worden gevraagd.<sup>167</sup> De ratio achter deze verplichting is ervoor zorgen dat de cliënt in staat is om te beslissen of zij gebruik wil maken van de diensten die worden aangeboden door de onderneming in kwestie. Regelmatig moet door de gereglementeerde onderneming worden getoetst of de specifieke transacties die werden uitgevoerd nog aansluiten bij het orderuitvoeringsbeleid. Daarnaast wordt er ook jaarlijks geëvalueerd of het orderuitvoeringsbeleid in het algemeen nog leidt tot het behalen van het best mogelijke resultaat voor de cliënt.<sup>168</sup>

## 2.4 Andere toepasselijke richtlijnen voor het geautomatiseerd beleggingsadvies

### 2.4.1 De fase na de dienstverlening

**108.** Het beleggingsadvies eindigt, in de meeste gevallen, niet na het effectief verstrekken van het advies. Zoals hierboven reeds werd aangehaald is er bij beleggingsadvies vaak sprake van een doorlopende opdracht (*supra*: nr. 103). Doch is dit niet altijd het geval aangezien de wetgever met het begrip “beleggingsadvies” alle soorten adviezen getracht heeft te vatten, dus ook een eenmalig advies (*supra*: nr. 7). In het geval er sprake is van een doorlopende opdracht dient de gereglementeerde onderneming gedurende de gehele dienstverlening informatie te blijven verstrekken. Tevens moet de informatie over de cliënt, verzameld tijdens de voorgaande fasen, worden bijgewerkt en moet worden nagegaan of de portefeuille nog aansluit bij de cliënt.<sup>169</sup> Dit vormt de laatste fase, ook wel de *monitoring and rebalancing* of in het Nederlands recht, de doorlopende nazorg, genaamd.<sup>170</sup>

**109.** In het kader van de informatieplicht dient de gereglementeerde onderneming ervoor te zorgen dat de informatie actueel en relevant blijft. Bij geautomatiseerd beleggingsadvies bestaat er een grote

---

<sup>166</sup> Art. 28 §§ 4 – 5 Wet Financieel Toezicht.

<sup>167</sup> Art. 28 § 5, lid 2 Wet Financieel Toezicht.

<sup>168</sup> Art. 28 § 7 Wet Financieel Toezicht; V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 273 – 277.

<sup>169</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 27.

<sup>170</sup> F. BOGAERT en L. SAVONET, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 2. (voorlopig onuitg.)

mogelijkheid om dit zeer eenvoudig en gebruiksvriendelijk in te richten. Bovendien kan hier ook worden gemeten of de cliënt de informatie effectief bekijkt.<sup>171</sup>

#### 2.4.2 Richtlijnen omtrent het onderhoud van de robo-adviseur

**110.** Naast het naleven van de, hiervoor besproken, specifieke bepalingen inzake de gedragsregelen bij robo-advies dienen de gereguleerde ondernemingen nog andere richtlijnen in acht te nemen om ervoor te zorgen dat de adviezen die zij verstrekken geschikt zijn. De AFM bepaalt dat om de kwaliteit van de robo-adviseurs te waarborgen, deze toestellen zorgvuldig zou moeten worden ontwikkeld, getest en onderhouden.<sup>172</sup> De ESMA voegt hieraan toe dat de gereguleerde ondernemingen hiervoor personeel in dienst zouden moeten nemen die beschikken over de nodige ervaring en expertise inzake beleggingsadvies (*supra*: nr. 105). Voor het geautomatiseerd beleggingsadvies, betekent dit dat zij best beroep doen op financiële en technologische experts. De technologische experts zouden moeten beschikken over de nodige kennis betreffende de digitale instrumenten en de algoritmen die worden gebruikt. De AFM verwijst hiervoor naar de algemeen geaccepteerde IT-normen, de COBIT<sup>173</sup> en de ISO-normen<sup>174</sup>. Deze technische experts zouden de risico's op cyberaanvallen moeten kunnen inschatten<sup>175</sup> en zouden tevens mechanismen moeten kunnen implementeren die cybersecurity en de beveiliging van de cliëntengegevens waarborgen (*supra*: nr. 28).<sup>176</sup> De financiële experts moeten in staat zijn het beleggingsadvies *an sich* uiteen te zetten.<sup>177</sup> Verder bepaalt de ESMA dat de gereguleerde ondernemingen al de gegevens die zij verzamelen voor de geschiktheidsbeoordeling zouden moeten documenteren. De mechanismen die deze documentatie verzorgen zouden ook moeten in staat zijn om bepaalde fouten, zoals *mis selling* (*supra*: nr. 29), te detecteren.<sup>178</sup>

---

<sup>171</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 28.

<sup>172</sup> *Ibid.*, 4.

<sup>173</sup> Control Objectives for Information and related Technology

<sup>174</sup> Internationale Organisatie voor Standaardisatie voor informatiebeveiliging

<sup>175</sup> ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 59.

<sup>176</sup> AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 15.

<sup>177</sup> ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 57.

<sup>178</sup> *Ibid.*, 58.

## 2.5 Voorstel voor de Belgische regelgeving

**111.** In de toekomst zal het aantal *FinTech*-spelers en robo-adviseurs in België wellicht alleen nog toenemen. Om tegemoet te komen aan de rechtsonzekerheid uit MiFID II kan de FSMA, naar voorbeeld van de AFM, ervoor opteren om dergelijke specifieke richtlijnen verder uit te werken in een gedragscode. Het nadeel aan zo'n gedragscode is dat zij niet dwingend is en bijgevolg niet afdwingbaar is. De gereguleerde ondernemingen die zo'n gedragscode ondertekenen moeten hiervan melding maken<sup>179</sup> en moeten tevens garanderen dat zij de richtlijnen zullen naleven. Op die manier zijn deze richtlijnen toch enigszins gezaghebbend.

Daar het gebrek aan informatie een van de grootste nadelen vormt van het robo-advies (*supra*: nr. 24), is het van groot belang dat voldoende aandacht wordt besteed aan de informatieplicht. Zo moet de belegger voldoende worden geïnformeerd over wat het robo-advies precies inhoudt en wat er van de belegger wordt verwacht. Om ervoor te zorgen dat de belegger de informatie voldoende begrijpt kan gebruik worden gemaakt van concrete voorbeelden of pop-upschermpjes. Verder dient de nodige informatie te worden verschaft over de mate waarin de robo-adviseur voorziet in menselijke tussenkomst. Het ken-uw-cliënt-beginsel, dat een zeer grote bescherming biedt aan de belegger, verdient bovendien ook de nodige aandacht. In deze fase bestaat evenzeer de kans dat de belegger de vragen niet begrijpt. Om hieraan tegemoet te komen moet de robo-adviseur in staat zijn om inconsistenties in de antwoorden van de cliënt te detecteren. Hierbij kan, naar Nederlands voorbeeld, gebruik worden gemaakt van exit-, controle-, challenge- en filtervragen. Net zoals bij het klassieke beleggingsadvies dienen de gegevens van de belegger regelmatig het voorwerp uit te maken van een update. Naast de gedragsregelen zijn er ook nog een aantal andere richtlijnen waaraan de gereguleerde ondernemingen (verplicht) zouden moeten worden onderworpen. Zo dienen de gereguleerde ondernemingen te garanderen dat de robo-adviseurs zorgvuldig worden ontwikkeld, getest en onderhouden. Wat betreft het testen van de robot dient dit niet alleen vooraf, maar tevens gedurende de gehele relatie te gebeuren. Het valt bovendien aan te raden dat de gereguleerde ondernemingen hierbij een beroep doen op technologische en financiële experts.

---

<sup>179</sup> Art. XII.6 WER.

## HOOFDSTUK 3: DE AANSPRAKELIJKHEID

**112.** In dit deel wordt uiteengezet wat de gevolgen zijn indien de beleggingsadviseur de, hierboven besproken, gedragsregelen miskent en de cliënt bijgevolg schade oploopt. Tevens wordt onderzocht wat de mogelijkheden zijn voor de misnoegde belegger indien deze schade heeft opgelopen indien er door een fout in het robo-advies gedragsregelen werden miskend. Zoals reeds aan bod is gekomen verstrekt de robo-adviseur diensten op basis van algoritmen en computermodellen die worden uitgevoerd door een softwaresysteem.<sup>180</sup> In het kader van de aansprakelijkheid van de robo-adviseur kan aldus een onderverdeling worden gemaakt tussen het ontwikkelen van de software, het installeren en het onderhouden ervan.

Deze masterproef beperkt zich tot de burgerrechtelijke aansprakelijkheidsregels. MiFID II voorziet echter niet in een harmonisatie betreffende de aansprakelijkheidsregels en ook in de Wet Financieel Toezicht heeft men de regeling van de burgerrechtelijke aansprakelijkheid achterwege gelaten<sup>181</sup>. Bijgevolg worden de regels van het gemeen recht van de lidstaat waar de gereguleerde onderneming gevestigd is van toepassing verklaard. Dit werd reeds bevestigd door het Hof van Justitie in het arrest *Bankinter*.<sup>182</sup> Het Hof van Justitie heeft hierbij bepaald dat moet worden voldaan aan twee principes, zijnde het gelijkwaardigheidsprincipe en het doeltreffendheidsprincipe. Het eerste principe komt erop neer dat de sancties voor het miskennen van de MiFID-gedragsregelen niet lichter mogen worden gesanctioneerd dan inbreuken van gelijkaardige gedragsregels in het nationaal recht. Het tweede principe stelt dat de aansprakelijkheidsregels niet mogen zijn opgesteld op een manier die het uiterst moeilijk of praktisch onmogelijk maakt voor een consument om zijn rechten te laten gelden.<sup>183</sup>

**113.** Het Belgisch aansprakelijkheidsrecht maakt een onderscheid tussen de contractuele aansprakelijkheid en de buitencontractuele aansprakelijkheid. De contractuele aansprakelijkheid vloeit voort uit een wanprestatie binnen de contractuele relatie en de buitencontractuele aansprakelijkheid uit een onrechtmatige daad. Om uit te maken welke aansprakelijkheid op de beleggingsadviseur of robo-adviseur van toepassing is, moet vooraf de vraag worden gesteld of de fout zich heeft voorgedaan binnen

---

<sup>180</sup> [www.robo-advisor.be/robo-adviseurs/](http://www.robo-advisor.be/robo-adviseurs/); [www.test-aankoop.be/invest/beleggen/fondsen/dossiers/robot-en-ligne-pour-gerer-placements/robot-en-ligne-pour-gerer-vos-placements](http://www.test-aankoop.be/invest/beleggen/fondsen/dossiers/robot-en-ligne-pour-gerer-placements/robot-en-ligne-pour-gerer-vos-placements).

<sup>181</sup> Art. 30ter Wet Financieel Toezicht.

<sup>182</sup> HvJ 30 mei 2013, *Bankinter*, nr. C-604/11, ECLI:EU:C:2013:344.

<sup>183</sup> R. STEENNOT, "De bescherming van de consument door het Hof van Justitie: een brug te ver?", *TRP* 2017, 121 en 144.

de contractuele relatie of niet.<sup>184</sup> In het geval van (geautomatiseerd) beleggingsadvies kan aldus slechts sprake zijn van contractuele aansprakelijkheid indien er een contract werd gesloten tussen de beleggingsadviseur/robo-adviseur en de belegger.<sup>185</sup> Van buitencontractuele aansprakelijkheid daarentegen zal enkel sprake zijn in de precontractuele fase.

### 3.1 Contractuele aansprakelijkheid

**114.** Om te kunnen spreken van contractuele aansprakelijkheid moet cumulatief zijn voldaan aan drie voorwaarden: (1) Er moet een bestaande overeenkomst zijn op het ogenblik van het schadeverwekkende feit. Deze overeenkomst moet bovendien geldig zijn gesloten. (2) De schadeverwekker moet tekortkomen aan één van de verbintenissen die uit de overeenkomst voortkomen wat bijgevolg aan hem toerekenbaar moet zijn. Er moet met andere woorden sprake zijn van een wanprestatie. (3) De medecontractant van de schadeverwekker moet schade lijden uit deze tekortkoming.<sup>186</sup>

**115.** Het gemeen recht bepaalt dat de bewijslast in principe rust op de schuldeiser.<sup>187</sup> De schuldeiser moet bewijzen dat cumulatief werd voldaan aan de drie bovenstaande voorwaarden. Hij moet allereerst bewijzen dat er een overeenkomst is. Vervolgens moet de schuldeiser bewijs leveren dat hij recht heeft op de uitvoering van de verbintenis en dat de debiteur hierin tekort is geschoten. Deze verbintenis kan zowel een resultaats- als een middelenverbintenis zijn. Indien het een resultaats- of uitslagverbintenis is dan wordt verwacht van de uitvoerder van de verbintenis dat hij een zeker resultaat bereikt. In dat geval is de bewijslevering voor de schuldeiser eenvoudig. De schuldeiser moet immers alleen maar bewijzen dat het beoogde resultaat niet werd bereikt door de debiteur. Indien er daarentegen sprake is van een middelen- of inspanningsverbintenis dan is de bewijslast die rust op de schuldeiser niet zo vanzelfsprekend. In dat geval heeft de debiteur zich slechts verbonden een inspanning te leveren opdat een bepaald resultaat zou kunnen worden bereikt. De schuldeiser moet bijgevolg het bewijs leveren dat de debiteur deze inspanning niet heeft geleverd of dat hij onzorgvuldig heeft gehandeld.<sup>188</sup> Ingeval de schuldeiser bewijs heeft kunnen leveren van het bestaan van een overeenkomst en van een tekortkoming

---

<sup>184</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 119.

<sup>185</sup> R. FRANCIS, "Bankiersaansprakelijkheid en exoneratiebedingen in algemene bankvoorwaarden", *Jura Falconis* 2004 – 2005, 318.

<sup>186</sup> *Ibid.*, 120.

<sup>187</sup> Art. 1315 BW; Art. 870 Ger.W.

<sup>188</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 169.

door de debiteur van een verbintenis voortvloeiende uit deze overeenkomst dan kan worden vastgesteld dat er sprake is van een contractuele wanprestatie.

Vervolgens heeft de schuldeiser recht op een uitvoering in natura of, indien dit niet mogelijk is, een vervangende schadevergoeding. Een contractuele wanprestatie binnen het beleggingsadvies geeft gewoonlijk aanleiding tot het verkrijgen van een schadevergoeding. De schuldeiser moet niet alleen bewijs leveren van het feit dat hij schade heeft geleden, maar moet tevens de grootte van de schade bewijzen. Dit laatste wordt berekend aan de hand van een vergelijking van de situatie waarbij de verbintenis behoorlijk zou zijn uitgevoerd en de situatie waarin de schuldeiser zich aantreft ten gevolge van het niet uitvoeren van de verbintenis.<sup>189</sup> De schadebegroting vindt plaats op het moment dat zo dicht mogelijk aanleunt bij het moment van herstel. In de praktijk is dit het ogenblik van de uitspraak.<sup>190</sup> De wet bepaalt dat de schuldeiser recht heeft op een vergoeding van het geleden verlies en de gederfde winst als gevolg van de contractuele wanprestatie.<sup>191</sup> Dit betekent bijgevolg dat de schuldeiser ook kan rekenen op een vergoeding van de morele schade die hij heeft geleden.

**116.** In de rechtspraak wordt geoordeeld dat het verstrekken van een beleggingsadvies een middelenverbintenis doet ontstaan in hoofde van de beleggingsadviseur. Opdat de belegger de beleggingsadviseur aansprakelijk zou kunnen stellen moet de belegger bewijzen dat een normaal, zorgvuldig en omzichtig beleggingsadviseur die zich in dezelfde omstandigheden bevindt de desbetreffende beleggingsproducten niet zou hebben geadviseerd. Hierbij moet rekening worden gehouden met dezelfde historische, economische en financiële omstandigheden zoals die bestond op het ogenblik dat het beleggingsadvies werd verstrekt.<sup>192</sup>

Wanneer het beleggingsadvies daarentegen volledig geautomatiseerd wordt verleend, is het niet zo evident om, ingeval van aansprakelijkheid, het handelen van de robot te gaan vergelijken met dat van een normaal, zorgvuldig en omzichtige robot. In dat geval bepaalt de rechtsleer dat de handelingen van de robot moeten worden vergeleken met die van een normaal, zorgvuldig en omzichtig persoon met hetzelfde beroep als diegene die de uiteindelijke schuld treft en die zich tevens in dezelfde omstandigheden bevindt. Het is immers niet de robot, maar deze desbetreffende persoon die moet

---

<sup>189</sup> *Ibid.*, 185.

<sup>190</sup> Cass. 4 maart 2010, AR C.09.0173.N.

<sup>191</sup> Art. 1149 BW.

<sup>192</sup> Gent, 11 januari 2016, *NJW* 2017, 605.

worden beoordeeld in de inspanningen die hij heeft geleverd om het gewenste resultaat te bekomen. Het criterium van de normaal, zorgvuldig en omzichtig persoon moet bijgevolg worden bepaald naar de hoedanigheid van de werkelijke schuldenaar en niet naar die van de robot.<sup>193</sup> Met de werkelijke schuldenaar kan worden bedoeld de persoon die geacht wordt de robot te onderhouden<sup>194</sup> en daarbij in de fout is gegaan. Indien deze laatste aldus in vergelijking met een normaal, zorgvuldig en omzichtig persoon, die instaat voor het onderhoud van een robo-adviseur en zich in dezelfde situatie bevindt, tekort komt aan één van de verbintenissen van het contract dan kan de belegger de gereguleerde onderneming – die in de meeste gevallen wellicht de contractspartij is van de belegger – aansprakelijk stellen.

### 3.2 Buitencontractuele aansprakelijkheid

**117.** Elke aansprakelijkheid die niet kan worden gekwalificeerd als contractuele aansprakelijkheid is buitencontractueel.<sup>195</sup> In principe kan een belegger de gereguleerde onderneming niet buitencontractueel aansprakelijk stellen daar er meestal sprake is van een overeenkomst tussen beiden en hierbij enkel de contractuele aansprakelijkheid kan worden ingeroepen. Een uitzondering dient te worden gemaakt wat betreft de aanloop naar het sluiten van de overeenkomst, namelijk de precontractuele fase. Het gaat hier meer bepaald over de fase waarin de belegger of de robo-adviseur verondersteld wordt te voldoen aan de informatie- (*supra*: nr. 74) en zorgplicht (*supra*: nr. 88). De aansprakelijkheid van de beleggingsadviseur of robo-adviseur is gradueel aangezien rekening dient te worden gehouden met de aard van de verrichting die moet worden uitgevoerd (normaal of complex), de bijzondere wensen van de belegger en de professionaliteit van de cliënt (professioneel of niet-professioneel – *supra*: nr. 59).<sup>196</sup>

#### 3.2.1 Gronden van aansprakelijkheid

**118.** Binnen de buitencontractuele aansprakelijkheid maakt men een onderscheid tussen de foutaansprakelijkheid of persoonlijke aansprakelijkheid waarbij men aansprakelijk kan worden gesteld

---

<sup>193</sup> K. SWINNEN, “De inpassing van digitale producten in het Belgisch privaatrecht”, *TPR* 2018, 1070 – 1071.

<sup>194</sup> Dit impliceert het regelmatig testen van de robot, het uitvoeren van updates ...

<sup>195</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 119.

<sup>196</sup> R. FRANCIS, “Bankiersaansprakelijkheid en exoneratiebedingen in algemene bankvoorwaarden”, *Jura Falconis* 2004 – 2005, 319 – 320.

voor eigen foutieve daad en de foutloze of kwalitatieve aansprakelijkheid waarbij men aansprakelijkheid wordt gesteld voor de daad van een ander persoon, een dier of een zaak.<sup>197</sup> In wat hierna volgt wordt eerst de foutaansprakelijkheid besproken. Daarna volgt een bespreking van de objectieve aansprakelijkheid.

*a) Foutaansprakelijkheid op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek*

**119.** De regeling betreffende de foutaansprakelijkheid wordt bepaald door de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek. Uit de bewoording van deze artikelen kan worden afgeleid dat om buitencontractuele foutaansprakelijkheid vast te stellen, moet worden voldaan aan de drie volgende voorwaarden: er moet sprake zijn van (1) een fout (2) schade (3) en een oorzakelijk verband tussen fout en schade.<sup>198</sup> In dit deel wordt ingegaan op de foutvereiste. De aspecten schade (*infra*: 3.2.2) en oorzakelijk verband (*infra*: 3.2.3) komen later aan bod.

**120.** Wat betreft het foutelement onderscheidt men twee vormen van onrechtmatige daad. Een eerste vorm is de schending van een specifieke regel. Het gaat hier meer bepaald over een wettelijke of reglementaire norm die een gedraging oplegt of verbiedt. Het niet naleven van deze regel maakt op zich een fout uit. Een voorwaarde die zich hierbij stelt is dat het wetens en willens moet worden begaan. Dit betekent dat in geval van een onoverkomelijke dwaling geen sprake kan zijn van onrechtmatige daad. Deze vorm kan worden vergeleken met het niet-naleven van een contractuele resultaats- of uitslagverbintenis aangezien het naleven van de gedraging bepaald door de wet een resultaatsverbintenis inhoudt.<sup>199</sup> Indien de beleggingsadviseur één van de gedragsregelen bepaald door de wet niet naleeft dan maakt dit een schending van een specifieke regel uit. Hierdoor wordt de bewijslast voor de belegger, die schade heeft opgelopen, toch enigszins verlicht aangezien de belegger slechts moet bewijzen dat de beleggingsadviseur deze specifieke regel heeft geschonden.

**121.** Daarnaast kan de overtreding van de algemene zorgvuldigheidsnorm ook worden gekwalificeerd als een onrechtmatige daad. De zorgvuldigheidsnorm schrijft voor dat ieder zich dient te gedragen als een

---

<sup>197</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 367.

<sup>198</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 40.

<sup>199</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 367 – 371.

normaal vooruitziend en zorgvuldig persoon (de zogenoemde *bonus pater familias* of goede huisvader). Wanneer men zich niet gedraagt volgens het principe van de goede huisvader schendt men bijgevolg de zorgvuldigheidsnorm. Met “normaal” wordt bedoeld dat men zich als een normaal en redelijk persoon moet gedragen. “Vooruitziend” houdt in dat men de nadelige gevolgen van zijn handelen of niet-handelen redelijk moet kunnen inschatten. Men moet met andere woorden het ontstaan van enige schade trachten te voorzien. De vereiste van “zorgvuldigheid”, ten slotte, impliceert dat men moet proberen de nadelige gevolgen, die redelijk voorzienbaar zijn, te vermijden door de nodige voorzorgsmaatregelen te nemen. Zolang de schade kan worden vermeden, wordt bepaald dat de handeling onrechtmatig is. Het naleven van de algemene zorgvuldigheidsnorm is bijgevolg een middelenverbintenis en geen resultaatsverbintenis daar de norm eenieder verplicht de nodige inspanningen conform de goede huisvader te leveren en op die manier zoveel mogelijk schade moet trachten te vermijden. Dit betekent dat op de beleggingsadviseur zowel een resultaatsverbintenis (ingevolge het naleven van de wettelijke bepaling) en een middelenverbintenis (ingevolge het naleven van de zorgvuldigheidsnorm) rust.

Het slachtoffer draagt de bewijslast en moet bewijzen dat de dader zich niet voldoende heeft ingespannen om de redelijk voorzienbare schade te voorkomen.<sup>200</sup> Het principe van de goede huisvader is zeer abstract en dient derhalve te worden geconcretiseerd. In de rechtspraak wordt geargumenteerd dat “een normaal zorgvuldig en omzichtig persoon die in dezelfde omstandigheden verkeert” als criterium moet worden genomen.<sup>201</sup> Bij een fout in hoofde van de beleggingsadviseur zal men bijgevolg een normaal, zorgvuldig en vooruitziende beleggingsadviseur als referentiecriterium moeten nemen. Hierbij dient enkel rekening te worden gehouden met de externe omstandigheden, zoals bijvoorbeeld professionele kennis en beroepsbekwaamheid.<sup>202</sup>

**122.** Om de onrechtmatige daad effectief als een “fout” te kunnen kwalificeren, moet de dader schuldbekwaam zijn en moet de handeling aan hem toerekenbaar zijn. De dader is schuldbekwaam indien hij zich ten volle bewust is van de draagwijdte en de gevolgen van de daden die hij stelt. Hij moet beter gezegd controle hebben over de daden die hij stelt. In principe wordt ervan uitgegaan dat eenieder schuldbekwaam is. Bepaalde categorieën van mensen zijn zich echter niet volledig bewust van de daden

---

<sup>200</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 42.

<sup>201</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbindenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 372.

<sup>202</sup> *Ibid.*, 373.

die zij stellen en hebben bijgevolg geen controle over hun daden. Het gaat hier niet alleen over de schuldonbekwamen zoals kinderen of geestesonbekwamen<sup>203</sup>, ook personen die bepaalde immuniteiten genieten worden hieronder gecategoriseerd. Onder personen die (gedeeltelijke) aansprakelijkheidsimmuniteit genieten moet men de werknemers verstaan. De werknemer geniet op grond van art. 18 WAO een gedeeltelijke immuniteit ten aanzien van zowel zijn werkgever als derden aan wie hij schade berokkent waardoor hij slechts aansprakelijk kan worden gesteld in geval van bedrog, zware fout of veel voorkomende lichte fout. Deze regeling is vooral van belang indien de beleggingsadviseur als werknemer in dienst is genomen (*infra*: nr. 130).<sup>204</sup>

Vervolgens moeten de daden aan de dader toerekenbaar zijn. Dit impliceert dat de dader uit vrije wil moeten hebben gehandeld en zijn daden niet te wijten mogen zijn aan een vreemde oorzaak. Indien dit wel het geval is, verdwijnt het onrechtmatig karakter of kan de dader worden vrijgesteld van schadeloosstelling. Vreemde oorzaak omvat zowel overmacht als de rechtvaardigingsgronden als daden of fouten van het slachtoffer zelf of een derde. Vooral het laatste is van belang in het kader van de beleggingsadviseur. Indien een fout wordt vastgesteld in hoofde van het slachtoffer (i.e. de belegger) dan kan dit leiden tot gedeeltelijke aansprakelijkheid of kan de beleggingsadviseur zelfs volledig worden vrijgesteld van aansprakelijkheid (*infra*: nr. 152). Hierbij stellen zich twee voorwaarden: (1) de beleggingsadviseur mag geen enkele schuld hebben aan de totstandkoming van deze fout van het slachtoffer en (2) bovendien moet de beleggingsadviseur zich te allen tijde gedragen als een *bonus pater familias*.<sup>205</sup>

#### *b) De foutloze of objectieve aansprakelijkheid*

**123.** De bovenstaande regeling van de foutaansprakelijkheid is zowel van toepassing op het beleggingsadvies in de klassieke zin van het woord als op het geautomatiseerd beleggingsadvies. Doch zijn er bij het geautomatiseerd beleggingsadvies andere gronden die aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid. Hierna wordt uitgebreid besproken welke manieren er bestaan om de producent via de productaansprakelijkheid (*infra*: nr. 124 e.v.), de gereguleerde onderneming of het *Fintech*-bedrijf als werkgever/aansteller (*infra*: nr. 130 e.v.) dan wel als bewaarder van een gebrekkige zaak (*infra*:

---

<sup>203</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 48.

<sup>204</sup> R. FRANCIS, "Bankiersaansprakelijkheid en exoneratiebedingen in algemene bankvoorwaarden", *Jura Falconis* 2004 – 2005, 325.

<sup>205</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 56 – 61.

nr. 134 e.v.) aansprakelijk te stellen. Het is wellicht vanzelfsprekend dat er naast deze specifieke aansprakelijkheidsgronden nog altijd de mogelijkheid bestaat om de mogelijke schadeverwekker aan te spreken op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek, hoewel dit in bepaalde gevallen dient te worden genuanceerd (*infra*: nr. 129).

(i) Aansprakelijkheid van de producent van een gebrekkig product

**124.** Ten eerste zou de belegger, die schade heeft geleden door een gebrekkig product, de producent van de software kunnen aanspreken. Hierbij is het belangrijk om een duidelijk onderscheid te maken tussen de relatie van de (geautomatiseerde) beleggingsadviseur en de belegger en de relatie tussen de producent van de software en de belegger als slachtoffer. De eerste relatie maakt namelijk een financiële *dienst*<sup>206</sup> uit en valt bijgevolg niet onder het toepassingsgebied van de productaansprakelijkheid. Wat betreft de tweede relatie zou er eventueel wel sprake kunnen zijn van een product waardoor dit wel onder het toepassingsgebied van de productaansprakelijkheid zou kunnen vallen. De producent van de software kan zowel de gereguleerde onderneming of het *FinTech*-bedrijf zijn die het geautomatiseerd beleggingsadvies verstrekt, maar kan ook een andere rechtspersoon zijn die zich specialiseert in het maken van software.

**125.** Zoals reeds eerder werd uiteengezet kan in het kader van de aansprakelijkheid van de robo-adviseur een onderverdeling worden gemaakt tussen het ontwikkelen van software, het installeren en het onderhouden ervan. In dit deel wordt nagegaan wat de opties zijn voor de misnoegde gebruiker van de robo-adviseur indien er een fout zit in de ontwikkeling van de software. Een van die opties is om de producent van de software aansprakelijk te stellen op grond van de Wet Productaansprakelijkheid<sup>207</sup>. Hierbij moet echter wel rekening worden gehouden met enkele toepassingsproblemen die zich mogelijks kunnen stellen.

**126.** Een eerste toepassingsprobleem kan zich mogelijks voordoen bij de vraagstelling of het robo-advies wel degelijk onder het toepassingsgebied van deze wet valt. Het lijkt immers aannemelijk dat het robo-advies eerder wordt gekwalificeerd als een dienst dan als een product. Bepaalde rechtsgeleerden stellen

---

<sup>206</sup> Art. 1.8, 18° WER.

<sup>207</sup> Wet van 25 februari 1991 betreffende de aansprakelijkheid van produkten met gebreken, BS 22 maart 1991 (Hierna: Wet Productaansprakelijkheid).

echter vast dat de regels van de productaansprakelijkheid wel van toepassing zijn op een dienst voor zover er binnen die dienstverlening gebruik wordt gemaakt van een lichamelijk roerend goed.<sup>208</sup> Dit wordt bovendien ook bevestigd door het Hof van Justitie dat bepaalt dat: “[...] kan worden volstaan met vast te stellen, dat in het hoofdgeding het gebrek van een bij een dienstverrichting gebruikt product aan de orde is, en niet het gebrek van een dienstverrichting als zodanig.”<sup>209</sup>

**127.** Een tweede toepassingsprobleem zou zich kunnen aanreiken bij de vraagstelling of de software waarop het robo-advies gebaseerd is, wel kan worden gekwalificeerd als een lichamelijk roerend goed zoals de Wet Productaansprakelijkheid vereist<sup>210</sup>. Zowel de Europese<sup>211</sup> als de Belgische<sup>212</sup> wetgever zijn de mening toegedaan dat software die wordt vastgelegd op een fysieke drager – zoals een cd-rom of een usb-stick – moet worden beschouwd als een lichamelijk roerend goed. Dit wordt bovendien bevestigd door de Belgische rechtspraak.<sup>213</sup> Uit de twee bovenstaande alinea’s kan worden geconcludeerd dat software op een fysieke drager kan worden beschouwd als een product dat deel uitmaakt van een dienst en bijgevolg onder het toepassingsgebied van de Wet Productaansprakelijkheid valt.<sup>214</sup> Indien de software van het robo-advies op een fysieke drager is vastgelegd kan de misnoegde belegger aldus een aansprakelijkheidsvordering instellen tegen de producent van de software op grond van de Wet Productaansprakelijkheid.

Wanneer de software daarentegen niet op een fysieke drager, maar bijvoorbeeld online, ter beschikking wordt gesteld dan moet worden vastgesteld dat het niet kan worden gekwalificeerd als een lichamelijk roerend goed en bijgevolg geen product is. In dat geval kan geen toepassing worden gemaakt van de Wet Productaansprakelijkheid.<sup>215</sup> Andere rechtsleer echter bepaalt dat software hoe dan ook moet worden beschouwd als een product daar het feitelijk werd gefabriceerd<sup>216</sup> door iemand.<sup>217</sup> Bovendien stelt deze rechtsleer vast dat de Wet Productaansprakelijkheid het begrip “product” definieert als “elk lichamelijk

---

<sup>208</sup> D. VERHOEVEN, *Productaansprakelijkheid en productveiligheid*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 49.

<sup>209</sup> HvJ 10 mei 2001, *Henning Veedfald*, C-203/99, ECLI:EU:C:2001:258.

<sup>210</sup> Art. 2 Wet Productaansprakelijkheid.

<sup>211</sup> Mededelingen en bekendmakingen (EP) vraag 706/88, 8 mei 1989, C 114/42.

<sup>212</sup> Verslag namens de Commissie van Justitie (Hermans), *Parl.St.* Kamer 1989 – 90, nr. 1262/5, 4 – 6.

<sup>213</sup> Kh. Brussel 11 maart 1992, *JT* 1993, 206; Corr. Brussel 24 juni 1993, *JLMB* 1994, 444.

<sup>214</sup> D. VERHOEVEN, *Productaansprakelijkheid en productveiligheid*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 54.

<sup>215</sup> *Ibid.*, 55.

<sup>216</sup> Het feitelijk aanwenden van het eigen kunnen, om iets te maken dat een feitelijke functionaliteit heeft, los van elke subjectieve betekenisgeving.

<sup>217</sup> J. WERBROUCK, “De productaansprakelijkheid voor zelfrijdende motorrijtuigen”, *TPR* 2018, 549 – 551.

roerend goed”<sup>218</sup> terwijl de Richtlijn Productaansprakelijkheid<sup>219</sup> slechts spreekt van “elk roerend goed”<sup>220</sup>. Dit maakt bijgevolg een schending uit van de Richtlijn Productaansprakelijkheid aangezien deze Richtlijn maximale harmonisatie nastreeft.<sup>221</sup>

**128.** Een derde en laatste toepassingsprobleem vormt zich bij de invulling van het gebrekkigheidsbegrip zoals bepaald in de wet, namelijk dat een product gebrekkig is wanneer “het niet de veiligheid biedt die men gerechtigd is te verwachten”.<sup>222</sup> In de parlementaire werkzaamheden wordt bepaald dat de rechter inhoud moet geven aan het gebrekkigheidsbegrip.<sup>223</sup> Bepaalde rechtsgeleerden stellen echter vast dat voor de invulling van dit begrip moet worden teruggekoppeld naar het veiligheidsbegrip uit de productveiligheidswetgeving<sup>224</sup>. Wat moet worden begrepen onder het veiligheidsbegrip wordt bepaald door het WER: een veilige dienst is “een dienst waarbij enkel veilige producten aan worden geboden en waarbij de dienstverleningen geen risico’s inhoudt voor de gebruiker dan wel beperkte risico’s die verenigbaar zijn met de dienstverlening en vanuit het oogpunt van een hoog beschermingsniveau voor de gezondheid en de veiligheid aanvaardbaar worden geacht”.<sup>225</sup> Hieruit kan worden afgeleid dat voor de invulling van het gebrekkigheidsbegrip wordt vereist dat het gebrek de gezondheid of de veiligheid van personen in het gedrang moet brengen. Dit betekent dat wanneer er enkel sprake is van een risico op zaakschade, en de gezondheid of veiligheid niet in het gedrang wordt gebracht, men eerder spreekt van een slecht functionerend product wat niet onder het veiligheidsbegrip en bijgevolg ook niet onder het gebrekkigheidsbegrip valt.<sup>226</sup> Derhalve kan een belegger die omwille van een fout in het softwaresysteem van de robo-adviseur enkel zaakschade oploopt zich niet beroepen op de Wet Productaansprakelijkheid. Deze stelling kan mijns inziens niet worden bijgetreden daar het tegenstrijdig is met de wet aangezien de regeling omtrent zaakschade expliciet in de Wet Productaansprakelijkheid is opgenomen.<sup>227</sup>

---

<sup>218</sup> Art. 2 Wet Productaansprakelijkheid.

<sup>219</sup> Richtlijn (Raad) van 25 juli 1985 betreffende de onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der lidstaten inzake de aansprakelijkheid voor produkten met gebreken, *Pb.L.* 7 augustus 1985, afl. 210, 29. (Hierna: Richtlijn Productaansprakelijkheid).

<sup>220</sup> Art. 2 Richtlijn Productaansprakelijkheid.

<sup>221</sup> J. WERBROUCK, “De productaansprakelijkheid voor zelfrijdende motorrijtuigen”, *TPR* 2018, 548.

<sup>222</sup> Art. 5, eerste lid Wet Productaansprakelijkheid.

<sup>223</sup> Verslag namens de Commissie van Justitie (Hermans), *Parl.St.* Kamer 1989 – 90, nr. 1262/5, 4.

<sup>224</sup> Boek IX WER.

<sup>225</sup> Art. I.10, 7° WER.

<sup>226</sup> D. VERHOEVEN, *Productaansprakelijkheid en productveiligheid*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 99 – 103.

<sup>227</sup> Art. 11 Wet Productaansprakelijkheid.

**129.** Indien wordt vastgesteld dat, ondanks de bovenstaande toepassingsproblemen, toch toepassing kan worden gemaakt van de Wet Productaansprakelijkheid dan kan de misnoegde belegger de producent van de software aansprakelijk stellen.<sup>228</sup>

Indien daarentegen wordt vastgesteld dat de Wet Productaansprakelijkheid geen toepassing vindt dan kan de belegger-slachtoffer de producent aansprakelijk stellen op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek, tenzij kan worden vastgesteld dat de producent moet worden gekwalificeerd als een uitvoeringsagent. Een uitvoeringsagent is “een persoon die van zijn eigen medecontractant (hierna hoofdschuldenaar) de opdracht krijgt om één enkele of het geheel van diens contractuele verplichtingen na te komen die hij tegenover zijn eigen medecontractant (hoofdopdrachtgever of hoofdschuldeiser) heeft uit te voeren.”<sup>229</sup> In het geval van robo-advies kan de producent als uitvoeringsagent worden gekwalificeerd indien de producent zich verbindt de verplichtingen die de hoofdschuldenaar (i.e. de gereglementeerde onderneming) heeft t.a.v. de hoofdschuldeiser (i.e. de belegger) uit te voeren. Onder de verplichtingen van de hoofdschuldenaar moet worden verstaan het verstrekken van het beleggingsadvies wat het naleven van de gedragsregelen impliceert. Hierbij zal de gereglementeerde onderneming een beroep doen op de producent die een algoritme zal opstellen onder de vorm van software die de gereglementeerde onderneming in staat moet stellen een geschikt beleggingsadvies te verlenen aan diens cliënt-belegger. Dit moet echter wel expliciet worden opgenomen in het contract.

Vervolgens wordt op grond van het alombekende Stuwadoorsarrest bepaald dat de producent (als uitvoeringsagent) door de gereglementeerde onderneming (als medecontractant) en de belegger (als hoofdschuldeiser) slechts buitencontractueel aansprakelijk kan worden gesteld op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek indien 1) de fout een tekortkoming aan een contractuele verbintenis of aan de zorgvuldigheidsplicht is of een schending uitmaakt van een specifiek wettelijk gebod of verbod en 2) de schade niet dezelfde is als deze veroorzaakt door een contractuele wanprestatie.<sup>230</sup> Aangezien de belegger de producent niet contractueel aansprakelijk kan stellen wegens

---

<sup>228</sup> Artt. 3 – 4 en 8 Wet Productaansprakelijkheid.

<sup>229</sup> I. CLAEYS, *Samenhangende overeenkomsten en aansprakelijkheid*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 145.

<sup>230</sup> Cass. 7 december 1973, *Arr. Cass.* 1974, 395.

het gebrek aan een contractuele relatie betekent dit dat de producent quasi immuun is voor buitencontractuele aansprakelijkheidsvorderingen van de belegger.<sup>231</sup>

Het is uiteraard ook mogelijk dat de producent niet wordt gekwalificeerd als een uitvoeringsagent, bijvoorbeeld in het geval dat de gereglementeerde onderneming de software gewoon aankoopt van de producent. In dat geval kan de belegger zich wel beroepen op de gemeenrechtelijke buitencontractuele aansprakelijkheid. Bovendien lijkt het mijns inziens aannemelijker dat de producent niet als uitvoeringsagent wordt gekwalificeerd aangezien de kans dat de producent zich verbindt (t.a.v. de gereglementeerde onderneming) om een algoritme op te maken voor één specifieke belegger eerder gering is.

Wanneer de belegger erin slaagt de producent, als uitvoeringsagent of niet, buitencontractueel aansprakelijk te stellen op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek dan zou de belegger kunnen ontsnappen aan de beperkingen die de Wet Productaansprakelijkheid opstelt, zoals bijvoorbeeld het feit dat niet elk slachtoffer gerechtigd is een schadeloosstelling te bekomen op grond van deze wet – hierbij moet worden gedacht aan de belegger die de robo-adviseur niet voor privé-gebruik aanwendt –<sup>232</sup> en de franchise van 500 EUR.<sup>233</sup> waarmee rekening moet worden gehouden.<sup>234</sup>

(ii) Aansprakelijkheid van aanstellers voor schade veroorzaakt door aangestelden

**130.** Het derde lid van het artikel 1384 van het Burgerlijk Wetboek bepaalt dat “De meester en zij die anderen aanstellen zijn aansprakelijk voor de schade door hun dienstboden en aangestelden veroorzaakt in de bediening waartoe zij hen gebezigd hebben”. De aansteller is de persoon die een andere persoon, m.n. de aangestelde, voor zijn eigen rekening laat werken en waarover hij gezag en toezicht uitoefent. In het geval van beleggingsadvies wordt de gereglementeerde onderneming aanschouwd als de aansteller. De beleggingsadviseur kan hetzij worden aangesteld als een werknemer hetzij als een zelfstandig uitvoeringsagent. In beide gevallen wordt hij beschouwd als aangestelde van de gereglementeerde onderneming waardoor het artikel 1384, derde lid van het Burgerlijk Wetboek van toepassing wordt. Meer bepaald kan de gereglementeerde onderneming aldus kwalitatief aansprakelijk worden gesteld

---

<sup>231</sup> I. CLAEYS, *Verbintenissenrecht*, UGent, 2015, 140.

<sup>232</sup> Art. 11 § 2, eerste lid Wet Productaansprakelijkheid.

<sup>233</sup> Art. 11 § 2, derde lid Wet Productaansprakelijkheid.

<sup>234</sup> K. SWINNEN, “De inpassing van digitale producten in het Belgisch privaatrecht”, *TPR* 2018, 1094.

voor een fout gemaakt door de beleggingsadviseur.<sup>235</sup> Dit betekent met andere woorden dat de gereglementeerde onderneming aansprakelijk kan worden gesteld voor een fout die zij zelf niet heeft gemaakt.<sup>236</sup>

**131.** Opdat het artikel 1384, derde lid van het Burgerlijk Wetboek van toepassing zou zijn moet cumulatief worden voldaan aan de drie volgende voorwaarden: (1) Er moet sprake zijn van een band van aanstelling of ondergeschiktheid. Hierbij wordt een zekere gezagsverhouding of verhouding van ondergeschiktheid verondersteld. Van zo'n verhouding is sprake van zodra de aansteller, voor eigen rekening, *feitelijk* gezag en toezicht kan uitoefenen op het handelen van de aangestelde. Er wordt met andere woorden niet vereist dat de aansteller dit gezag *effectief* uitoefent. (2) De aangestelde moet een fout, meer algemeen een objectief onrechtmatige daad, hebben gemaakt waardoor hij persoonlijk aansprakelijk kan worden gesteld. Opdat de aansteller aansprakelijk zou kunnen worden gesteld moet de aangestelde een fout maken zoals wordt bepaald in de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek. De aansteller en aangestelde zullen bijgevolg *in solidum* aansprakelijk zijn. Wanneer de aangestelde daarentegen werknemer is, geniet deze aansprakelijkheidsimmunititeit op grond van het artikel 18 WAO. Bijgevolg kan de aangestelde niet persoonlijk aansprakelijk worden gesteld – tenzij er sprake is van bedrog, zware fout of lichte, herhaaldelijke fout – waardoor de aansteller kwalitatief aansprakelijk wordt gesteld. (3) De fout moet gemaakt zijn in de bediening waarvoor de aangestelde is aangesteld. Dit veronderstelt vooreerst dat de fout of onrechtmatige gedraging zich voordeed tijdens de bediening. *In concreto* betekent dit tijdens de werkuren alhoewel er nog steeds sprake kan zijn van 'tijdens de bediening' na de normale werkuren of buiten de normale plaats van tewerkstelling. Vervolgens wordt vereist dat er minstens een onrechtstreeks en occasioneel verband bestaat tussen de fout en de bediening. Beter gezegd volstaat het dat er enig verband is met de bediening. Indien aan deze drie voorwaarden is voldaan wordt vermoed dat de aansteller (*in casu* de gereglementeerde onderneming) aansprakelijk is. Dit vermoeden is onweerlegbaar.<sup>237</sup>

---

<sup>235</sup> R. FRANCIS, "Bankiersaansprakelijkheid en exonerationbedingen in algemene bankvoorwaarden", *Jura Falconis* 2004 – 2005, 325.

<sup>236</sup> Hierbij moet rekening worden gehouden dat indien de beleggingsadviseur een werknemer is hij steeds aansprakelijkheidsimmunititeit geniet op grond van het artikel 18 WAO ten aanzien van zowel belegger (als derde) als de werkgever, behalve voor opzet, zware fout of lichte herhaaldelijke fout.

<sup>237</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 382 – 394; S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 77 – 81.

**132.** Bij de installatie en het onderhoud van de software van de robo-adviseur kunnen zich verschillende hypothesen voordoen. Ten eerste kan het zijn dat deze software geïnstalleerd of onderhouden wordt door een werknemer. Indien deze werknemer een fout heeft gemaakt bij de installatie of het onderhoud, moet rekening worden gehouden met de aansprakelijkheidsimmunititeit op grond van artikel 18 WAO. Dit betekent dat ingeval de werknemer slechts een kleine fout heeft gemaakt hij niet aansprakelijk kan worden gesteld. In dat geval kan het slachtoffer zich nog altijd wenden tot diens werkgever op grond van artikel 1384, lid 3 van het Burgerlijk Wetboek. Hierbij moet wel worden voldaan aan de drie voorwaarden die werden besproken in de vorige alinea. Het kan echter ook zijn dat de installatie of het onderhoud gebeurt door een aparte onderneming in aanneming. In dat geval kan het slachtoffer de aannemer aansprakelijk stellen op grond van het artikel 1797 van het Burgerlijk Wetboek. Tevens moet rekening worden gehouden met het feit dat zowel de installatie als het onderhoud van de software zich kan vereenzelvigen in één persoon. Dit is vooral aannemelijk bij de kleinere *FinTech*-bedrijven.

Indien de robo-adviseur bovendien een hybride model uitmaakt (*supra*: nr. 34) zal deze bovenstaande situatie er anders uitzien. Hierbij moet namelijk rekening worden gehouden met het feit dat de fout zich kan voordoen bij het menselijk handelen. Het is in dit geval belangrijk om eerst te gaan onderzoeken waar en door wie de fout precies werd gemaakt. Indien de fout werd gemaakt bij de menselijke tussenkomst dan zijn de regelen omtrent de foutaansprakelijkheid van de beleggingsadviseur van toepassing (*supra*: nr. 119 e.v.). Indien de fout bestaat in een gebrekkige installatie of onderhoud van de robo-adviseur moeten de hypothesen uit de vorige alinea opnieuw in rekening worden gebracht.

**133.** Uit de voorgaande alinea's kan worden geconcludeerd dat het in geval van robo-advies zeer belangrijk is om te onderzoeken waar de fout werd gemaakt en door wie en rekening te houden met het statuut (werknemer of aannemer) waaronder de persoon of onderneming tewerkgesteld is.

(iii) Aansprakelijkheid van de bewaarder van een gebrekkige zaak

**134.** Daarnaast kan de belegger die schade heeft opgelopen ingevolge het robo-advies ook altijd trachten zich te beroepen op de regelen inzake de aansprakelijkheid van de bewaarder van een gebrekkige zaak. Het eerste lid van het artikel 1384 van het burgerlijk wetboek bepaalt het volgende: "men is aansprakelijk niet alleen voor de schade welke men veroorzaakt door zijn eigen daad maar ook voor die welke veroorzaakt wordt door de daad van personen voor wie men moet instaan, of van zaken die men onder

zijn bewaring heeft”.<sup>238</sup> Dit betekent in het geval van robo-advies dat indien de belegger bepaalde schade lijdt, moet worden onderzocht of dit te wijten is aan een gebrek in de robot.

**135.** Het Hof van Cassatie heeft reeds meerdere malen geoordeeld dat een zaak gebrekkig is indien zij een abnormaal kenmerk vertoont dat in bepaalde gevallen schade kan aanbrengen. Hierbij moet derhalve worden getoetst dat 1) er sprake is van een afwijkend kenmerk 2) dat abnormaal is en 3) schade kan veroorzaken in bepaalde gevallen.<sup>239</sup>

**136.** Ten eerste wordt vereist dat de zaak een afwijkend kenmerk vertoont. Hierbij rijst vooreerst de vraag of er in geval van robo-advies wel degelijk sprake is van een zaak. In beginsel is het artikel zowel van toepassing op roerende als onroerende goederen. Onder roerende goederen moet worden begrepen alle lichamelijke goederen, namelijk de goederen die we zintuiglijk kunnen waarnemen. Dit betekent met andere woorden dat onlichamelijke goederen zoals bijvoorbeeld intellectuele rechten of vorderingen niet onder het toepassingsgebied van dit artikel vallen.<sup>240</sup> Sommige rechtsleer staan deze stelling bij door te argumenteren dat onlichamelijke goederen niet voor bewaring vatbaar zijn.<sup>241</sup> Anderen echter zijn de mening toegedaan dat bepaalde onlichamelijke goederen wel voor bewaring vatbaar zijn daar zij kunnen worden gematerialiseerd via een drager. Dit betekent dat indien de software van het robo-advies op een fysieke drager ter beschikking wordt gesteld en deze een gebrek toont, zij wel onder het toepassingsgebied van artikel 1384, lid 1 kan vallen.<sup>242</sup>

Om te weten wat precies moet worden verstaan onder een afwijkend kenmerk van een zaak moet worden onderzocht of het kenmerk, het vermeende gebrek, afwijkt van een bestaand model. Het gebrek moet bestaan in een blijvend en inherent element dat in de zaak aanwezig is.<sup>243</sup> In de rechtspraak wordt echter bepaald dat een gebrek dat tegenover een enkelvoudige zaak extrinsiek is een gebrek kan uitmaken van de samengestelde zaak of situatie waarvan deze enkelvoudige zaak een onderdeel is.<sup>244</sup> Dit betekent in het geval van robo-advies dat indien een element dat extrinsiek is aan de software, maar deel uitmaakt van het robo-advies in het geheel toch een gebrek kan uitmaken. Indien het element

---

<sup>238</sup> Art. 1384, lid 3 BW.

<sup>239</sup> Cass. 7 oktober 2016, AR C. 15.0314.N.

<sup>240</sup> T. VANSWEEVELT en B. WEYTS, *Handboek Buitencontractueel Aansprakelijkheidsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 456.

<sup>241</sup> X, noot onder Cass. 21 april 1972, Arr.Cass. 1972, 789.

<sup>242</sup> T. VANSWEEVELT en B. WEYTS, *Handboek Buitencontractueel Aansprakelijkheidsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 456.

<sup>243</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 407.

<sup>244</sup> Cass. 2 september 1993, AR C.93.0061.F; zie ook W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 408.

daarentegen slechts toevallig of van voorbijgaande aard is zonder dat het een structuur vormt met de zaak, wordt dit niet gezien als een gebrek daar het extrinsiek is.<sup>245</sup> Met andere woorden wordt bepaald dat het gebrek de structuur moet aantasten. Toegepast op het robo-advies betekent dit dat er geen beroep kan worden gedaan op het artikel 1384, lid 1 van het Burgerlijk Wetboek indien het robo-advies slechts verkeerd wordt gebruikt.<sup>246</sup>

**137.** Niet alleen moet het kenmerk afwijkend zijn van het normale model, tevens moet dit abnormaal zijn.<sup>247</sup> Zoals bij de eerste vereiste reeds werd bepaald, moet dit worden vergeleken met een modelzaak. Het Hof van Cassatie bepaalt dat moet worden vergeleken met “met zaken van dezelfde soort en hetzelfde type om uit te maken aan welke vereisten van de zaak het slachtoffer zich normaal mocht verwachten”<sup>248</sup> Aan de hand van deze modelzaak moet worden achterhaald welke verwachtingen het slachtoffer mocht hebben van de zaak. In het geval van het robo-advies moet men dus gaan bepalen wat een model-robo-adviseur is. In de rechtsleer wordt bepaald dat de perfecte en foutloze versie van een robo-adviseur niet kan dienen als modelzaak en dat men hiervoor moet teruggrijpen naar een in de werkelijkheid bestaande versie van een robo-adviseur. Er moet met andere woorden worden gekeken naar de huidige stand van de techniek die dan als vergelijkingspunt moet worden genomen. Dit is echter geen evidente zaak gezien het robo-advies momenteel nog in volle ontwikkeling is. Tevens is het zeker geen evidentie om een invulling te geven aan de begrippen ‘dezelfde soort’ en ‘hetzelfde type’ aangezien er omwille van het feit dat de gereguleerde ondernemingen de software ook zelf kunnen ontwikkelen, heel veel verschillende soorten van robo-adviseurs zijn. Dit alles zorgt ervoor dat de toetsing aan een modelzaak niet aan te raden valt. Het is misschien interessanter om eerder de tweede component, namelijk de verwachtingen die men bij de zaak mag hebben, in overweging te nemen. Op die manier kan men het robo-advies meer in zijn geheel beoordelen en komt men tegemoet aan het probleem omtrent de ontbrekende vergelijkingspunten.<sup>249</sup>

---

<sup>245</sup> Cass. 17 januari 2003, AR C.02.0012.N; zie ook W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 409.

<sup>246</sup> K. SWINNEN, “De inpassing van digitale producten in het Belgisch privaatrecht”, *TPR* 2018, 1079.

<sup>247</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 409.

<sup>248</sup> Cass. 11 maart 2010, AR C.09.0186.N.

<sup>249</sup> K. SWINNEN, “De inpassing van digitale producten in het Belgisch privaatrecht”, *TPR* 2018, 1080 – 1081.

**138.** Een derde vereiste die het Hof van Cassatie vooropstelt is dat de gebrekkige zaak schade moet kunnen aanrichten aan derden.<sup>250</sup> Dit is in feite niet anders dan het aantonen van een causaal verband tussen de fout, het gebrek, en de schade die werd aangericht.<sup>251</sup>

**139.** Om als bewaarder te kunnen worden beschouwd, bepaalt het Hof van Cassatie dat men de zaak voor eigen rekening moet gebruiken en ervan genieten of ze onder zich moet houden met de mogelijkheid om er leiding, toezicht en controle over te kunnen uitoefenen.<sup>252</sup> In het geval van geautomatiseerd beleggingsadvies wordt mijns inziens de gereguleerde onderneming of het *FinTech*-bedrijf als bewaarder beschouwd aangezien zij over de mogelijkheid beschikken om leiding, toezicht en controle uit te oefenen over de robo-adviseur. Hierbij rijst de vraag of deze ondernemingen nog steeds als bewaarder worden gezien indien de robo-adviseur een 'slimme autonome robot' of een zelflerende robot is. Dit zijn robots die in staat zijn om bepaalde handelingen of gedragingen te verrichten zonder enig menselijke tussenkomst ('autonoom') en die tevens beschikken over "het vermogen om van ervaringen en interacties te leren" ('slim'). Hiervoor beschikken de robot over zelflerende algoritmes, ook wel *deaplearning* software genaamd. Waar de algoritmen in een traditionele robot bestaan uit vooraf bepaalde 'als ... dan ... -regels', beschikken deze robots over de capaciteit om deze vooraf bepaalde 'als ... dan ... -regels' zelf aan te leren.<sup>253</sup> In dit geval heeft de gereguleerde onderneming of het *FinTech*-bedrijf geen mogelijkheid meer tot het uitoefenen van leiding, toezicht en controle over de robo-adviseur. Hierdoor wordt dit criterium wellicht nutteloos en kan het artikel 1384, eerste lid misschien geen toepassing meer vinden.<sup>254</sup>

### c) *De prospectusaansprakelijkheid*

**140.** Naast de mogelijkheid om de beleggingsadviseur of, in geval van robo-advies, de gereguleerde onderneming of het *FinTech*-bedrijf via het gemeen recht of de producent van de software via de productaansprakelijkheid buitencontractueel aansprakelijk te stellen, kan de misnoegde belegger zich ook beroepen op de Prospectuswetgeving<sup>255</sup>. Het prospectus is een document dat wordt verstrekt door

---

<sup>250</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 409.

<sup>251</sup> K. SWINNEN, "De inpassing van digitale producten in het Belgisch privaatrecht", *TPR* 2018, 1083.

<sup>252</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 404; Cass. 18 oktober 2013, AR C.12.0457.F.

<sup>253</sup> K. SWINNEN, "De inpassing van digitale producten in het Belgisch privaatrecht", *TPR* 2018, 1065 – 1066.

<sup>254</sup> *Ibid.*, 1084.

<sup>255</sup> De wet van 11 juli 2018 op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt (Hierna: Prospectuswet).

de uitgevende instelling (of emittent) en dat alle relevante informatie bevat die de belegger toelaat om een weloverwogen keuze te maken.<sup>256</sup> Essentieel hierbij is dat de prospectus voorwerp uitmaakt van een *ex ante* goedkeuring door de FSMA.<sup>257</sup> Dit betekent dat een uitgevende instelling niet gerechtigd is om een openbare uitgifte te doen zolang de FSMA hiertoe zijn toestemming niet heeft verleend. Eens de goedkeuring wordt bemachtigd maakt de uitgevende instelling echter nog steeds kans om aansprakelijk te worden gesteld, namelijk wanneer de prospectus die zij heeft uitgegeven incompleet of bedrieglijk is of foutieve informatie bevat. De wet stelt hierbij een weerlegbaar vermoeden in, met name dat het nadeel wordt geacht te zijn veroorzaakt door de deficiënte informatie indien zij een positief klimaat kon creëren op de markt of dat de aankoop prijs van de beleggingsinstrumenten hierdoor positief kon worden beïnvloed.<sup>258</sup>

### 3.2.2 Schade

**141.** Niet alleen is de schuldeiser-belegger gehouden te bewijzen dat er een fout bestaat in hoofde van de beleggingsadviseur of de robo-adviseur, hij moet ook bewijzen dat hij schade heeft geleden en welke de grootte ervan is. Het begrip schade kan worden omschreven als het verlies van een goed dat tot het vermogen behoorde of een te verwachten voordeel. De omvang van de schade kan worden voorgesteld als het negatieve verschil tussen de situatie waarin de schuldeiser-belegger zich bevindt na de onrechtmatige daad en deze waarin hij zich zou hebben bevonden indien de onrechtmatige daad zich niet had voorgedaan. Het gevolg van het veroorzaken van schade is dat men verplicht wordt deze te herstellen. In principe gebeurt dit *in natura* en indien dit niet mogelijk is bij schadevergoeding. Dit noemt men de schadeloosstelling. Zowel het herstel als de vergoeding geschiedt volgens het principe van de integrale schadeloosstelling.<sup>259</sup>

**142.** Opdat men als slachtoffer recht zou hebben op een schadeloosstelling heeft het Hof van Cassatie bepaald dat het slachtoffer een persoonlijk en rechtmatig belang moet hebben bij de schadeloosstelling

---

<sup>256</sup> Art. 6 Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG, *Pb.L.* 30 juni 2017, afl. 168, 32 – 33.

<sup>257</sup> Art. 20 Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG, *Pb.L.* 30 juni 2017, afl. 168, 47 – 49.

<sup>258</sup> Art. 26 § 2 Prospectuswet.

<sup>259</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 100.

en dat de schade bovendien zeker moet zijn. Eerst en vooral moet het slachtoffer een belang hebben bij het behoud van het goed of het voordeel. Vroeger werd vereist dat het slachtoffer een subjectief recht moest hebben, maar dit is niet langer aan de orde. Bovendien wordt vereist dat dit belang rechtmatig is. Dit criterium evolueert naargelang het tijdperk waarin men zich bevindt. Vervolgens moet de schade zeker zijn. Dit betekent dat de schade niet mag bestaan uit loutere veronderstellingen of vermoedens. Toekomstige schade wordt echter wel meegerekend. Ten slotte bepaalt het Hof van Cassatie dat de schade persoonlijk en rechtstreeks moet zijn. Meer specifiek moet er sprake zijn van een krenking van het eigen belang. Niet alleen het belang van het slachtoffer zelf komt hierbij in aanmerking, maar ook deze van zijn nabestaanden. Deze laatsten worden de slachtoffers van de gereflecteerde schade genoemd.<sup>260</sup>

**143.** Wat betreft de soort schade die een slachtoffer kan lijden, maakt het Belgisch schadevergoedingsrecht een onderscheid tussen personenschade en zaakschade. Met zaakschade wordt alle schade bedoeld die voortkomt uit de beschadiging, vernietiging of ontvreemding van roerende en onroerende zaken. De schade die de belegger lijdt ten gevolge van een fout in hoofde van de beleggingsadviseur bestaat uit een loutere schending van zijn economische belangen en behoort tot geen van beide soorten schade. Men spreekt hier over de zuivere vermogensschade of *pure economic loss*.

Niet alleen kan de schade van de belegger bestaan uit een daadwerkelijk verlies van geld, maar ook uit een verlies van een kans. Omwille van een fout heeft de belegger namelijk een verkeerde beleggingsbeslissing genomen en heeft hij de kans op het nemen van een winstgevende beleggingsbeslissing gemist. Er is sprake van een verlies van een kans indien men als belegger-slachtoffer kan bewijzen dat omwille van een fout van een ander men een kans werd ontnomen. De vraag die hierbij kan worden gesteld is in welke mate de kansleer kan worden toegepast vanuit het perspectief van de zuivere vermogensschade. Vooreerst moet de belegger de vergoeding vorderen voor de rechter. Hij zal hierbij toepassing moeten maken van de causaliteitsregels en bewijs leveren van fout, schade en oorzakelijk verband. Bovendien maakt de belegger enkel aanspraak op een vergoeding indien de gemiste kans reëel en ernstig is. Er moet met andere woorden een reële mogelijkheid hebben bestaan voor de belegger het verlies te voorkomen en het voordeel te verkrijgen. Er kan bijgevolg geen sprake zijn van

---

<sup>260</sup> W. VAN GERVEN en A. VAN OEVELEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 454 – 462.

een verloren kans indien deze kans louter hypothetisch of theoretisch is. Ten slotte moet de kans ook definitief zijn verloren.<sup>261</sup>

### 3.2.3 Oorzakelijk verband

#### a) *Algemeen aansprakelijkheidsrecht*

**144.** Een derde voorwaarde om te kunnen spreken van buitencontractuele aansprakelijkheid is het aantonen van een oorzakelijk verband tussen fout en schade. Dit betekent dat het slachtoffer moet kunnen aantonen dat de schade voortkomt uit de fout. De fout moet een noodzakelijke voorwaarde (*conditio sine qua non*) vormen voor het ontstaan van de schade. Indien de schade niet zou zijn ontstaan zonder de fout dan is er sprake van causaal verband.

**145.** In België maakt men toepassing van de equivalentieleer. Deze leer houdt in dat men rekening houdt met elke gebeurtenis, zonder dewelke de schade zich niet zou hebben voorgedaan. Elke fout die ten gevolge van de *conditio sine qua non*-leer noodzakelijk is voor de schade komt in aanmerking als oorzaak. Elke oorzaak van de schade is equivalent. Er wordt bijgevolg geen onderscheid gemaakt tussen een kleine fout en een grote fout. Dit leidt tot een ruime aansprakelijkheid. De kans dat de dader aansprakelijk wordt gesteld en tot integrale schadeloosstelling zal zijn gehouden is groot. Dit maakt de equivalentieleer zeer slachtoffervriendelijk.<sup>262</sup>

#### b) *Artikel 30ter Wet Financieel recht*

**146.** Het aantonen van het oorzakelijk verband tussen fout en schade is vaak geen gemakkelijke oefening. Vandaar dat de Wet Financieel Toezicht voorziet in een versoepeling van de bewijslast ten voordele van de belegger. Deze versoepeling bestaat in de vorm van een weerlegbaar vermoeden. De eerste paragraaf van het artikel luidt als volgt: “Onverminderd het gemeen recht en niettegenstaande elk andersluidend beding in het nadeel van de afnemer van financiële producten of diensten, wordt, indien een persoon bedoeld in het tweede lid naar aanleiding van een financiële verrichting gedefinieerd in paragraaf 2 een inbreuk pleegt op één of meer bepalingen opgenomen in paragraaf 3 en de betrokken afnemer van

---

<sup>261</sup> S. BAEYENS, “De theorie van het verlies van een kans: een rechtsvergelijkende analyse toegepast op de zuivere vermogensschade”, *RW* 2016-2017, 363 – 369.

<sup>262</sup> S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 108.

financiële producten of diensten ingevolge deze verrichting schade leidt, de betrokken verrichting, behoudens tegenbewijs, geacht het gevolg te zijn van de inbreuk.”<sup>263</sup>

**147.** Het artikel vereist dat aan vijf voorwaarden wordt voldaan. Ten eerste dient diegene die het voordeel van het artikel wenst te bekomen aan te tonen dat hij of zij een “afnemer is van financiële producten of diensten”. Met een afnemer wordt bedoeld de koper, i.e. de belegger. Vervolgens moet ook bewijs worden geleverd van het feit dat er zich een “financiële verrichting” heeft plaatsgevonden. Wat precies moet worden verstaan onder een “financiële verrichting” wordt uiteengezet in de tweede paragraaf van het artikel. Verder moet de eiser bewijzen dat naar aanleiding van deze “financiële verrichting” een inbreuk werd gepleegd op de bepalingen in paragraaf drie. Ten vierde wordt bepaald dat de inbreuk moet worden gepleegd door de personen bepaald in het tweede lid van het artikel. Het gaat hier onder andere over de kredietinstellingen, de beleggingsondernemingen, de beheerverenootschappen van ICB’s, ... Tot slot moet de eiser bewijzen dat hij of zij schade heeft geleden door deze inbreuk. Indien de schuldeiser-belegger kan aantonen dat aan deze vijf voorwaarden is voldaan dan ontstaat er een weerlegbaar vermoeden van causaal verband tussen de financiële verrichting en de inbreuk op de wet.<sup>264</sup>

**148.** Het vermoeden is weerlegbaar wat impliceert dat de gereguleerde onderneming tegenbewijs kan leveren. Dit tegenbewijs kan worden geleverd met alle middelen. De rechtsleer heeft enkele vormen van tegenbewijs geformuleerd daar de wetgever heeft nagelaten het begrip “tegenbewijs” concreet in te vullen. Het kan namelijk voorkomen dat de verrichting tot stand is gekomen op een wijze die vreemd is aan de inbreuk op de wet. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de situatie waarbij er niet werd voldaan aan de regelen omtrent de geschiktheidstest, maar waarbij de eiser-belegger een verklaring heeft afgelegd dat hij niet heeft gehandeld op basis van het beleggingsadvies. Een andere vorm van tegenbewijs bestaat erin dat de verweerder aantoont dat de inbreuk zodanig miniem is dat zij onmogelijk een betekenisvolle impact kan hebben gehad op de verrichting. Hierbij kan een materiële vergissing als voorbeeld worden genomen. Tevens kan het feit dat de eiser-belegger over voldoende kennis en ervaring beschikt gelden als tegenbewijs.

---

<sup>263</sup> Art. 30ter Wet Financieel Toezicht.

<sup>264</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 17. (voorlopig onuitg.)

**149.** Het artikel 30<sup>ter</sup> houdt dan wel een versoepeling van de bewijslast in voor wat betreft het causaal verband, toch wordt de eiser-belegger nog altijd gehouden bewijs te leveren van de schade die hij heeft geleden ingevolge de inbreuk. Daarnaast moet hij ook bewijs leveren van de grootte van de schade en het feit dat er sprake is van een fout in hoofde van de beleggingsadviseur. Artikel 30<sup>ter</sup> verlicht de bewijslast voor de belegger toch wel enigszins, maar het is en blijft nog altijd een moeilijke oefening.<sup>265</sup>

### 3.2.4 Aansprakelijkheidsstelling

**150.** Indien de belegger fout, schade en oorzakelijk verband kan aantonen dan kan hij de beleggingsadviseur of robo-adviseur aansprakelijk stellen op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek. Indien daarentegen sprake is van objectieve aansprakelijkheid dan moet rekening worden gehouden met de mogelijke toepassingsproblemen die kunnen optreden.

**151.** In hoofdstuk twee betreffende de gedragsregelen werd reeds bepaald dat de informatieplicht en het ken-uw-cliënt beginsel zich afspelen in de precontractuele fase (*supra*: nr. 66).<sup>266</sup> Wanneer de (geautomatiseerde) beleggingsadviseur niet heeft voldaan aan deze twee verplichtingen, kan hij bijgevolg buitencontractueel aansprakelijk worden gesteld. Opdat een contract geldig kan worden gesloten wordt vereist dat alle betrokken partijen hiertoe hun toestemming verlenen. Om te garanderen dat deze toestemming volwaardig en zonder gebreken zou zijn, geldt in sommige gevallen een precontractuele informatieplicht. Hierdoor wordt aan de “zwakkere” partij (*in casu* de belegger) informatie verstrekt opdat deze met kennis van zaken zou kunnen toetreden tot het contract. De informatieplicht vervult op die manier een dubbele functie: het heeft een impact op het bestaan van de wilsovereenstemming en garandeert bijgevolg dat deze wilsovereenstemming vrij is van enig gebrek. Indien de (geautomatiseerde) beleggingsadviseur deze informatieplicht niet naleeft en de belegger hierdoor vervolgens schade oploopt dan kan deze laatste de (geautomatiseerde) beleggingsadviseur aansprakelijk stellen en dit op grond van de artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek. Dit impliceert dat de belegger moet bewijzen dat de (geautomatiseerde) beleggingsadviseur een fout heeft begaan door het niet naleven van deze informatieplicht. Vervolgens kan de belegger aantonen dat hij

---

<sup>265</sup> T. VAN DYCK EN L. DENTRUCK, “De burgerlijke sanctie van artikel 30<sup>ter</sup> van Twin Peaks II: de tanden van een papieren tijger?”, *BFR*. 2013, 275 - 282.

<sup>266</sup> V. COLAERT, *De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger: een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFID gedragsregels, consumentenrecht en burgerlijk recht, getoetst aan de regels inzake pretransactionele, informatieverplichtingen*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten UGent, 2010, 115.

schade heeft opgelopen indien hij meent dat hij niet zou hebben gecontracteerd of dat hij tegen andere voorwaarden zou hebben gecontracteerd indien de informatieplicht niet werd geschonden. Het leveren van het bewijs van causaal verband wordt uiteraard verlicht door de artikel 30<sup>ter</sup> Wet financieel toezicht. Deze regeling wordt *mutatis mutandis* toegepast bij de niet-naleving van het ken-uw-cliënt-beginsel.<sup>267</sup>

**152.** Uit rechtspraak blijkt echter dat de belegger, de schuldeiser van de informatieplicht, zelf ook de plicht draagt om voorzichtig te zijn en voldoende informatie moet opzoeken over de risico's vooraleer hij effectief overgaat tot beleggen. Indien de belegger dit niet doet, moet deze zelf ook een deel van het risico dragen. Bijgevolg kan de beleggingsadviseur in dat geval ook maar gedeeltelijk worden aangesproken.<sup>268</sup> Op deze regel bestaat een uitzondering, namelijk de hypothese waarin de beleggingsadviseur, de informatieschuldenaar, opzettelijk verkeerdelijk beleggingsadvies verleent met de intentie om te schaden of met het oog op het behalen van winst (i.e. *mis selling* – *supra*: nr. 29). In dat geval wordt het algemeen rechtsbeginsel *fraus omnia corrumpit* van toepassing waardoor de beleggingsadviseur de schade onmogelijk in de schoenen van de belegger kan schuiven. Vervolgens zal de beleggingsadviseur moeten instaan voor de integrale schadevergoeding.<sup>269</sup>

### 3.3 Bevrijding of beperking van de aansprakelijkheid

#### 3.3.1 Exoneratiebedingen

**153.** Het exoneratiebeding kan worden gedefinieerd als “een contractueel beding waarbij een partij zich geheel of gedeeltelijk bevrijdt van de (contractuele of buitencontractuele) aansprakelijkheid die op hem rust”<sup>270</sup>. Gelet op deze definitie kan dergelijk beding in het kader van het beleggingsadvies enkel voorkomen in de contractuele fase, meer concreet wanneer er een overeenkomst bestaat tussen de beleggingsadviseur of de robo-adviseur en de cliënt. Verder bepaalt de definitie dat de partij zowel van

---

<sup>267</sup> A. DE BOECK, “De precontractuele fase als ontmoetingsplaats voor buitencontractuele en contractuele aansprakelijkheid: de schade ten gevolge van tekortkomingen tijdens de precontractuele fase nader geanalyseerd” in S. STIJNS, P. WERY, M. AGUIRRE, A. DE BOECK, B. DUBUISSON, I. DURANT, D. PHILIPPE, I. SAMOY, O. VANDEN BERGHE en F. VAN LIEMPT, *De raakvlakken tussen de contractuele en de buitencontractuele aansprakelijkheid*, Brugge, die Keure, 2010, 158 – 159.

<sup>268</sup> Rb. Brussel, 24 februari 2012, *BFR*, 2012, 133.

<sup>269</sup> A. DE BOECK, “De precontractuele fase als ontmoetingsplaats voor buitencontractuele en contractuele aansprakelijkheid: de schade ten gevolge van tekortkomingen tijdens de precontractuele fase nader geanalyseerd” in S. STIJNS, P. WERY, M. AGUIRRE, A. DE BOECK, B. DUBUISSON, I. DURANT, D. PHILIPPE, I. SAMOY, O. VANDEN BERGHE N F. VAN LIEMPT, *De raakvlakken tussen de contractuele en de buitencontractuele aansprakelijkheid*, Brugge, die Keure, 2010, 162.

<sup>270</sup> E. DIRIX, “Exoneratiebedingen”, *TPR* 1988, 1172.

de contractuele als van de buitencontractuele aansprakelijkheid kan worden bevrijd. Het is hierbij van belang om duidelijk aan te geven welke de aard van de aansprakelijkheid is. Indien het beding immers te algemeen is geformuleerd zal degene in wiens voordeel het beding werd opgesteld in principe enkel bevrijd zijn van de contractuele aansprakelijkheid.<sup>271</sup>

**154.** Opdat zou kunnen worden gesproken van een geldig exoneratiebeding wordt vooreerst vereist dat wordt voldaan aan de algemene geldigheidsvereisten<sup>272</sup>. Dit impliceert dat een exoneratiebeding geldig is indien alle contractspartijen hiertoe hebben ingestemd<sup>273</sup>, zij vervolgens handelingsbekwaam zijn en er sprake is van zowel een geoorloofd voorwerp als een geoorloofde oorzaak.

Wat de derde vereiste betreft, de geoorloofdheid van het exoneratiebeding, wordt in het Belgisch recht in principe aanvaard dat dergelijke bedingen geoorloofd zijn. Dit geldt zowel voor de contractuele als voor de buitencontractuele aansprakelijkheid.<sup>274</sup> Hierop bestaan echter drie uitzonderingen die werden aangenomen door het Hof van Cassatie.<sup>275</sup> Ten eerste worden exoneratiebedingen in bepaalde gevallen, door bijzondere wetsbepalingen van dwingend recht of van openbare orde, verboden of aan beperkingen onderworpen.<sup>276</sup> Een voorbeeld van zo'n bijzondere wetsbepaling is de zwarte lijst met onrechtmatige bedingen zoals bepaald door het artikel VI.86, 13° van het Wetboek Economisch Recht. In dit artikel wordt bepaald dat een onderneming zijn aansprakelijkheid jegens de consument niet mag uitsluiten voor haar opzet, haar grove schuld of voor die van haar aangestelden of lasthebbers. Verder bepaalt dit artikel dat de onderneming zich ook niet kan bevrijden van haar aansprakelijkheid wegens het niet-uitvoeren van een verbintenis die één van de voornaamste prestaties van de overeenkomst vormt. De wet spreekt echter enkel van het uitsluiten van de aansprakelijkheid.<sup>277</sup> Dit impliceert dat een beding dat de aansprakelijkheid van de onderneming slechts beperkt wel mogelijk is, voor zover het de algemene toetsingsnorm<sup>278</sup> doorstaat. De tweede uitzondering bestaat erin dat een schuldenaar zich niet mag

---

<sup>271</sup> A. VAN OEVELEN, "Exoneratiebedingen en vrijwaringsbedingen" in D. LAMBRECHT en V. SAGAERT, *Actuele ontwikkelingen inzake verbintenissenrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 5.

<sup>272</sup> Art. 1108 BW.

<sup>273</sup> R. FRANCIS, "Bankiersaansprakelijkheid en exoneratiebedingen in algemene bankvoorwaarden", *Jura Falconis* 2004 – 2005, 342.

<sup>274</sup> A. VAN OEVELEN, "Exoneratiebedingen en vrijwaringsbedingen" in D. LAMBRECHT en V. SAGAERT, *Actuele ontwikkelingen inzake verbintenissenrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 6 – 9.

<sup>275</sup> Cass. 25 september 1959, *Arr. Verbr.* 1960, 86.

<sup>276</sup> A. VAN OEVELEN, "Exoneratiebedingen en vrijwaringsbedingen" in D. LAMBRECHT en V. SAGAERT, *Actuele ontwikkelingen inzake verbintenissenrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 12.

<sup>277</sup> Art. VI.86, 13° WER.

<sup>278</sup> Art. VI.82 WER.

bevrijden van zijn persoonlijke opzettelijke fout. Een derde en laatste uitzondering is dat het exoneratiebeding niet zo mag zijn opgesteld dat de verbintenis, die wordt aangegaan door diegene die het beding stipuleert, hierdoor teniet wordt gedaan. Er kan met andere woorden worden vastgesteld dat het exoneratiebeding ongeldig is wanneer het de overeenkomst uitholt.<sup>279</sup>

### 3.3.2 Chinese Walls

**155.** Daarnaast beschikken de gereguleerde ondernemingen, meer in het bijzonder de financiële instellingen, tevens over de mogelijkheid om het bestaan van “*Chinese Walls*” in te roepen en zich op die manier te bevrijden van enige aansprakelijkheid. Het begrip “*Chinese Walls*” kan worden gedefinieerd als volgt: “fictieve muren gecreëerd door een geheel van regels en procedures die ertoe strekken de ongepaste informatieverspreiding van een bepaald departement naar andere departementen van de financiële instelling te voorkomen.”

**156.** In het algemeen beogen de *Chinese Walls* belangenconflicten te vermijden en, indien nodig, ze te behandelen. Door het opstellen van de Chinese muren streeft de financiële instelling ernaar om alle vertrouwelijke informatie binnen de afdeling te houden en niet te laten uitlekken naar andere afdelingen. Dit zorgt ervoor dat een departement niet wordt geacht op de hoogte te zijn van bepaalde kennis die aanwezig is op een ander departement binnen diezelfde financiële instelling. Indien deze financiële instelling met succes het bestaan van deze Chinese muren kan aantonen, kan zij ontsnappen aan haar aansprakelijkheid. Hierbij wordt echter wel vereist het naleven en de controle van dergelijke procedures en regels te bewijzen. De belegger kan dit vervolgens weerleggen door aan te tonen dat de informatie toch doorheen de “*Chinese Wall*” is geraakt.<sup>280</sup> Om dit te illustreren aan de hand van een voorbeeld betekent dit dat indien de kredietafdeling binnen een bepaalde financiële instelling op de hoogte is van welbepaalde informatie omtrent een welbepaalde cliënt, de beleggingsadviseur binnen diezelfde financiële instelling niet wordt geacht op de hoogte te zijn van deze informatie. Bijgevolg kan deze beleggingsadviseur ook niet aansprakelijk worden gesteld indien hij een verkeerd beleggingsadvies

---

<sup>279</sup> A. VAN OEVELEN, “Exoneratiebedingen en vrijwaringsbedingen” in D. LAMBRECHT en V. SAGAERT, *Actuele ontwikkelingen inzake verbintenissenrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 13 – 19.

<sup>280</sup> F. RAVELINGEN, “Aansprakelijkheid van de lead manager: grondslag en reikwijdte” (noot onder Brussel 3 oktober 2006), *Bank.Fin.R.* 2008, 117 – 119; zie ook Art. 26 § 2 Wet 25 oktober 2016.

verstrekt aan de belegger terwijl hij dat niet zou hebben gedaan indien hij wel op de hoogte was geweest van deze informatie.

### 3.4 Andere acties die de belegger kan ondernemen

**157.** Hiervoor werd omschreven hoe de misnoegde belegger de beleggingsadviseur of de robo-adviseur gerechtelijk aansprakelijk kan stellen, maar deze belegger kan tevens alternatieve, buitengerechtelijke stappen ondernemen die bovendien ook minder kostelijk zullen zijn. Zowel de FSMA als Ombudsfin voorzien in een procedure die de belegger kan volgen indien hij of zij een klacht wenst neer te leggen. Met haar beleid streeft de FSMA naar een correcte behandeling van de financiële consument (i.e. *in casu* de belegger). Hierbij zal de FSMA de klacht onderzoeken als toezichthouder en zo nodig, optreden.<sup>281</sup> Ombudsfin daarentegen is een ombudsdienst voor financiële diensten die de financiële consument ter hulp staat indien deze een probleem ondervindt met zijn financiële instelling. Door middel van een individuele klachtenbehandeling en open dialoog tracht men bij Ombudsfin te zoeken naar een geschikte oplossing.<sup>282</sup> Het verschil tussen beide instellingen is dat de FSMA niet bemiddelt met de financiële instelling en derhalve ook geen resultaten van het onderzoek kan meedelen met de misnoegde cliënt terwijl Ombudsfin dit wel doet.

**158.** Op de website van de FSMA wordt aangeraden om eerst over te gaan tot bemiddeling met de klachtendienst van de gereguleerde onderneming waarover het in kwestie gaat. Voor beleggers die hiermee geen genoegen kunnen nemen wordt verwezen naar de website van Ombudsfin.<sup>283</sup> Vooreerst wordt aan de belegger gevraagd of er reeds contact werd opgenomen met de bevoegde dienst van de financiële instelling waarbij de belegger een klacht wenst neer te leggen. Zolang dit nog niet gebeurd is, kan de belegger geen klacht neerleggen bij Ombudsfin. Indien de klacht door Ombudsfin ontvankelijk wordt verklaard zal deze in behandeling worden genomen door een adviseur die dan een oplossing tracht te zoeken voor het probleem. Op het einde van de klachtenprocedure zal de Ombudsman een standpunt innemen en een advies formuleren. Bij een adviessituatie dient deze informatie normaal ook verplicht vermeld te worden aan de cliënt.<sup>284</sup>

---

<sup>281</sup> [www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten](http://www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten).

<sup>282</sup> [www.ombudsfin.be/nl/particulieren/ombudsfin/tot-uw-dienst/](http://www.ombudsfin.be/nl/particulieren/ombudsfin/tot-uw-dienst/).

<sup>283</sup> [www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten](http://www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten).

<sup>284</sup> [www.ombudsfin.be/nl/particulieren/klacht-indienen/](http://www.ombudsfin.be/nl/particulieren/klacht-indienen/).

Daarnaast beschikt de misnoegde belegger steeds over de mogelijkheid om zich naar de rechtbank te wenden en een schadevergoeding te vorderen op grond van contractuele of buitencontractuele aansprakelijkheid. Deze stappen kunnen eveneens alle twee worden doorlopen; zo kan de ontevreden belegger zowel de klachtenprocedure bij Ombudsfín volgen als naar de rechtbank stappen. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de klachtenprocedure bij Ombudsfín dient te worden doorlopen alvorens naar de rechtbank wordt gestapt. Eens het geschil aanhangig is gemaakt bij de rechtbank is een klachtenprocedure bij Ombudsfín niet meer mogelijk en dient zij zich onbevoegd te verklaren.<sup>285</sup>

### 3.5 Conclusie en voorstel voor de Belgische regelgeving

**159.** Contractuele aansprakelijkheid is slechts mogelijk indien de belegger kan aantonen dat hij of zij een contract is aangegaan met de beleggings- of robo-adviseur of de gereguleerde onderneming in het algemeen. Verder dient de belegger ook aan te tonen dat hij of zij schade heeft geleden ingevolge een tekortkoming door de contractspartij aan één van de verbintenissen van het contract.

**160.** Indien er nog geen contractuele relatie bestaat tussen de belegger en de beleggings- of robo-adviseur of de gereguleerde onderneming kan de ontevreden belegger zich beroepen op de buitencontractuele aansprakelijkheid. In dit geval dient de belegger fout, schade en oorzakelijk verband aan te tonen. De belegger kan zich beroepen op deze aansprakelijkheid in de precontractuele fase, wanneer de beleggings- of robo-adviseur zijn informatie- of ken-uw-cliënt-verplichting moet vervullen. Naast de foutaansprakelijkheid zou de belegger eventueel een beroep kunnen doen op de objectieve aansprakelijkheid. Meer concreet zou hij de softwareproducent kunnen aanspreken indien de software gebrekkig is. Daarnaast zou hij eventueel ook de gereguleerde onderneming kunnen aanspreken voor een fout begaan door een werknemer die verantwoordelijk is voor de installatie of het onderhoud van de robo-adviseur. Verder zou de belegger de gereguleerde onderneming kunnen aanspreken voor bewaarder van een gebrekkige zaak. Hierbij moet de belegger telkens wel rekening houden met de verschillende toepassingsproblemen die zouden kunnen optreden. Ten slotte kan de belegger zich nog altijd wenden naar de emittent van de effecten op grond van de Prospectusaansprakelijkheid.

---

<sup>285</sup> [www.ombudsfín.be/nl/particulieren/faq/](http://www.ombudsfín.be/nl/particulieren/faq/).

Algemeen kan hieruit worden geconcludeerd dat de belegger, indien hij zich wil beroepen op de regelen van het aansprakelijkheidsrecht, goed moet uitmaken of de fout zich in de contractuele, dan wel in de buitencontractuele fase heeft voorgedaan. Meer specifiek moet de belegger in het geval van robo-advies rekening houden met de verschillende relaties die zich kunnen onderscheiden. Er moet met andere woorden steeds goed worden onderzocht waar, wanneer en door wie de fout werd gemaakt. Dit is quasi onmogelijk voor de belegger, zeker indien het een niet-professionele belegger is. Het komt er met andere woorden op neer dat de bal volledig in het kamp van de belegger wordt gelegd. Deze laatste moet immers zelf onderzoeken op welke aansprakelijkheidsgrond hij zich kan beroepen. Eens de belegger dit weet, kan hij of zij nog stuiten op heel wat toepassingsproblemen en daarna moet de belegger nog eens bewijs leveren van fout en schade. Dit alles is niet positief voor de bescherming van de belegger. Men kan dit eventueel contractueel oplossen, maar het valt aan te raden een specifieke aansprakelijkheidsregeling binnen het financieel recht uit te werken of minstens één specifieke regel, analoog met bijvoorbeeld het artikel 30<sup>ter</sup> van de Wet van 2 augustus 2002, waardoor het voor de belegger gemakkelijker wordt om een aansprakelijkheidsvordering in te stellen. Hierdoor zal er meer duidelijkheid zijn wat bovendien ook ten goede zal komen van de gereguleerde onderneming zelf.

**161.** Naast de klassieke aansprakelijkheidsgronden beschikt de misnoegde belegger tevens over de mogelijkheid om een klachtenprocedure te starten bij de FSMA of Ombudsfin. De belegger kan zowel deze klachtenprocedure doorlopen als een gerechtelijke procedure bij de rechter. Hierbij moet de belegger echter wel rekening houden dat eens er een vordering wordt ingesteld bij de rechter hij geen klacht meer kan neerleggen bij de FSMA of Ombudsfin.

## HOOFDSTUK 4: HET TOEZICHT

### 4.1 Toezicht op het klassiek beleggingsadvies door de FSMA

#### 4.1.1 Algemeen

**162.** Het Belgische toezichtmodel, het zogenoemde “*Twin Peaks*”-model, bestaat uit een verdeling van de bevoegdheden tussen de Nationale Bank van België (hierna NBB) en de FSMA<sup>286</sup>. De NBB is bevoegd voor het prudentieel toezicht<sup>287</sup> terwijl de financiële markten en het nazicht van de gedragsregelen onder de bevoegdheid van de FSMA vallen.<sup>288</sup> De bevoegdheden van de NBB zullen hier niet verder worden behandeld aangezien deze niet onder de *scope* van deze masterproef vallen. Aangezien de FSMA wordt beschouwd als de “natuurlijke toezichthouder inzake financiële consumenten” zal hier enkel worden gefocust op het toezicht op de gedragsregelen, verleend door de FSMA.

**163.** Het takenpakket van de FSMA wordt bepaald door de Wet Financieel Toezicht en bestaat uit zes hoofdopdrachten.<sup>289</sup> Alle zes beogen zij de integriteit, de transparantie en de goede werking van de financiële markten en de bescherming van de beleggers en andere financiële consumenten. Deze doelstellingen zijn noodzakelijk om vertrouwen in het financieel stelsel te garanderen.<sup>290</sup> Ten eerste dient de FSMA toezicht te verlenen op de financiële markten en de informatie die wordt verstrekt door de vennootschappen.<sup>291</sup> Haar tweede opdracht, de zogenaamde perimetercontrole<sup>292</sup>, bestaat erin toezicht te verlenen op de financiële producten die worden aangeboden aan de cliënten.<sup>293</sup> Deze producten moeten begrijpelijk en nuttig zijn en een aanvaardbaar risico inhouden. Verder moeten zij conform de wetgeving zijn en een duidelijk zicht bieden op de kosten die zij met zich meebrengen. Dit garandeert de

---

<sup>286</sup> Financial Services and Market Authority

<sup>287</sup> Art. 5 e.v. Wet van 22 februari 1998 tot vaststelling van het organiek statuut van de nationale bank van België, *BS* 28 maart 1998.

<sup>288</sup> R. STEENNOT, “De bescherming van de consument door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten en het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten”, *T.Verz.* 2011, 117.

<sup>289</sup> Voorstellingsbrochure FSMA, [www.fsma.be](http://www.fsma.be), 8.

<sup>290</sup> A. VAN CAUWENBERGE, “De sanctieprocedure van de FSMA na de *Twin Peaks*-hervorming van het financieel toezicht” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 565.

<sup>291</sup> Art. 45 § 1, lid 1, 1° Wet Financieel Toezicht.

<sup>292</sup> A. VAN CAUWENBERGE, “De sanctieprocedure van de FSMA na de *Twin Peaks*-hervorming van het financieel toezicht” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 569.

<sup>293</sup> Art. 45 § 1, lid 1, 5° Wet Financieel Toezicht.

FSMA door enerzijds toe te zien of de informatie en reclame die wordt aangeboden kwaliteitsconform is en anderzijds door toe te zien of de reglementering betreffende de aangeboden producten voldoende wordt nageleefd.<sup>294</sup> De derde taak, het toezicht op de naleving van de gedragsregelen is wellicht de meest belangrijke in het kader van deze masterproef en wordt in de volgende alinea nader toegelicht.<sup>295</sup> Ten vierde staat de FSMA in voor het toezicht op de financiële dienstverleners en tussenpersonen zoals onder andere de beheervenootschappen van de ICB's en de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.<sup>296</sup> Ten vijfde is de FSMA verantwoordelijk voor de financiële vorming van de spaarders en beleggers.<sup>297</sup> Een zesde en laatste taak bestaat er ten slotte in dat de FSMA toeziet op de aanvullende pensioenen die de werknemers en zelfstandigen kunnen opbouwen binnen hun beroepsactiviteiten.<sup>298</sup>

#### 4.1.2 De bescherming van de belegger op basis van de MiFID-reglementering

**164.** In dit deel wordt de derde taak van de FSMA, het toezicht op het naleven van de gedragsregelen, nader bekeken. Opdat zij inspecties en expertises zou kunnen verrichten beschikt de FSMA over verschillende actiemogelijkheden. Zo kan zij de procedures, die binnen de gereguleerde ondernemingen moeten worden doorlopen om bescherming te bieden aan de beleggers, controleren.<sup>299</sup> De FSMA beschikt hierbij over de bevoegdheid om alle informatie en alle documenten op te vragen met betrekking tot de relatie met de cliënt.<sup>300</sup> Bijvoorbeeld kan zij vragenlijsten opvragen die werden gebruikt bij het opstellen van het beleggersprofiel van de cliënten. Tevens kan de FSMA overgaan tot 'MiFID-inspecties' verricht door gespecialiseerde teams (*supra*: nr. 47). Een ietwat verdergaande – maar wel zeer nuttige – bevoegdheid van de FSMA is *mystery shopping*. Hierbij doet de FSMA, zonder zich te identificeren, voor als potentiële belegger om te weten hoe het er in de praktijk precies aan toe gaat.<sup>301</sup> In het eerste hoofdstuk kwam reeds aan bod dat deze actie niet meer nodig zal zijn indien het robo-advies wordt geautomatiseerd. Het is in het kader van robo-advies immers alleen maar van belang dat er controle gebeurt op het opstellen van de algoritmen. Eens deze correct zijn opgesteld is een actie zoals

---

<sup>294</sup> Voorstellingsbrochure FSMA, [www.fsma.be](http://www.fsma.be), 11.

<sup>295</sup> Art. 45 § 1, lid 1, 3° Wet Financieel Toezicht.

<sup>296</sup> Art. 45 § 1, lid 1, 2° Wet Financieel Toezicht.

<sup>297</sup> Art. 45, § 1, lid 1, 6° Wet Financieel Toezicht.

<sup>298</sup> Art. 45, § 1, lid 1, 4° Wet Financieel Toezicht.

<sup>299</sup> R. STEENNOT, "De bescherming van de consument door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten en het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten", *T.Verz.* 2011, 125 – 126.

<sup>300</sup> R. HOUBEN en D. VANDERSTRAETEN, "De bescherming van de financiële consument door de FSMA, *DCCR* 2016, 39.

<sup>301</sup> R. STEENNOT, "De bescherming van de consument door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten en het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten", *T.Verz.* 2011, 126.

*mystery shopping* niet meer aan de orde (*supra*: nr. 21). Verder kan de FSMA gereglementeerde ondernemingen bevelen conform de wetgeving te handelen. Indien deze ondernemingen dit nalaten kan de FSMA hen een dwangsom opleggen. Ten slotte is de FSMA bevoegd om administratieve geldboetes op te leggen of om te beslissen tot schorsing of herroeping van de vergunning van de gereglementeerde onderneming.<sup>302</sup>

**165.** Daarnaast werden door de FSMA enkele concrete richtlijnen opgesteld wat betreft drie categorieën van instrumenten die worden aangeboden aan niet-professionele cliënten (*supra*: nr. 59). Het gaat hier in het bijzonder over de voorwaardelijk converteerbare schuldinstrumenten of *contingent convertibles* (hierna: CoCos), achtergestelde obligaties die zich in het eigen vermogen bevinden en *bail-in* instrumenten. Wat betreft deze CoCos bepaalt de FSMA dat de gereglementeerde ondernemingen niet kunnen verwachten van de niet-professionele cliënt dat zij voldoende kennis en ervaring hebben om risico's hiervan in te schatten en dat deze CoCos bijgevolg niet geschikt zijn voor dit type cliënten.<sup>303</sup>

#### 4.1.3 Bescherming op basis van het vrijwillig moratorium op gestructureerde producten

**166.** Een bijkomende bescherming voor de belegger bestaat in een vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten. Het moratorium werd door de FSMA opgericht in 2011 op basis van de Wet Financieel Toezicht.<sup>304</sup> Distributeurs kunnen er vrijwillig<sup>305</sup> voor opteren om tot dit moratorium toe te treden waardoor zij zich vervolgens verbinden geen bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten te commercialiseren aan niet-professionele cliënten. Op de website van de FSMA bevindt zich een register met alle distributeurs die tot het moratorium zijn toegetreden.<sup>306</sup> De reden waarom de FSMA dit moratorium heeft geïntroduceerd is omdat uit de financiële crisis is gebleken dat dergelijke producten ongeschikt zijn voor niet-professionele cliënten en men wou vermijden dat zij nog langer aan de retailbelegger werden aangeboden. In de praktijk blijkt dit een echt succesverhaal te zijn en dit is te merken aan het groot aantal gereglementeerde ondernemingen die zich vrijwillig hebben onderworpen aan dit moratorium.<sup>307</sup>

---

<sup>302</sup> R. HOUBEN en D. VANDERSTRAETEN, "De bescherming van de financiële consument door de FSMA, *DCCR* 2016, 34.

<sup>303</sup> *Ibid.*, 35.

<sup>304</sup> Art. 49 § 3 Wet Financieel Toezicht.

<sup>305</sup> De vrijwilligheid werd ingevoerd om niet in strijd te zijn met de Europese wetgeving inzake vrij verkeer van diensten.

<sup>306</sup> [www.fsma.be/nl/news/moratorium-op-de-commercialisering-van-bijzonder-ingewikkelde-gestructureerde-producten](http://www.fsma.be/nl/news/moratorium-op-de-commercialisering-van-bijzonder-ingewikkelde-gestructureerde-producten).

<sup>307</sup> R. HOUBEN en D. VANDERSTRAETEN, "De bescherming van de financiële consument door de FSMA, *DCCR* 2016, 47.

**167.** Het moet hier in de eerste plaats gaan om de “commercialisering”. Dit houdt het “het voorstellen van het product op verschillende wijzen (publiciteit, leurhandel, plaatsing, advies, ...) om de klant aan te zetten tot aanvaarding”<sup>308</sup>.

Ten tweede wordt vereist dat het gaat om de commercialisering van “gestructureerde producten”. Een gestructureerd product is “een beleggingsproduct dat een derivatencomponent omvat en waarvan de terugbetaling of de opbrengsten volgens een formule afhangen van de evolutie van één of meer onderliggende waarden”. Het speelt hier geen rol in welke vorm dit beleggingsproduct voorkomt. Een recht van deelneming in een ICB, een deposito of zelfs een verzekeringscontract komen tevens in aanmerking.<sup>309</sup>

Deze gestructureerde producten dienen vervolgens “bijzonder ingewikkeld” te zijn. Om te weten of een gestructureerd product bijzonder ingewikkeld is, heeft de FSMA een test ontwikkeld. De test bestaat uit de vier onderstaande criteria en van zodra er aan één criterium niet is voldaan kan worden geconcludeerd dat het desbetreffende product kan worden beschouwd als bijzonder ingewikkeld. Het gaat om de volgende vier criteria:

- De onderliggende waarde is toegankelijk
- De strategie is begrijpelijk
- De berekeningsformule is begrijpelijk
- De kosten van het kredietrisico en de marktwaarde zijn voldoende transparant.<sup>310</sup>

Verder moet er sprake zijn van een “distributeur”. Hieronder vallen alle kredietinstelling, beleggingsondernemingen, verzekeringsondernemingen, tussenpersonen in bank- en beleggingsdiensten, verzekeringstussenpersonen of beheerverenootschappen van een ICB die instaan

---

<sup>308</sup> FSMA, Mededeling over het moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten, 20 juni 2011, 4.

<sup>309</sup> R. STEENNOT, “De bescherming van de consument door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten en het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten”, *T.Verz.* 2011, 135.

<sup>310</sup> FSMA, Mededeling over het moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten, 20 juni 2011, 5 – 6.

voor de commercialisering van gestructureerde producten aan retailbeleggers.<sup>311</sup> De uitgevende instelling die verantwoordelijk is voor de commercialisering valt hier evenzeer onder.<sup>312</sup>

Een vijfde en laatste aanknopingspunt is de “retailbelegger”. Dit is iedere persoon die niet kan worden gekwalificeerd als een professionele cliënt (*supra*: nr. 59).<sup>313</sup>

#### 4.1.4 Bescherming op basis van het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten gericht aan niet professionele cliënten

**168.** Twee jaar na de initiatie van het vrijwillig moratorium verkreeg de FSMA de bijkomende mogelijkheden om tussen te komen op het niveau van de financiële producten. Meer specifiek verkreeg de FSMA de mogelijkheid om, rekening houdend met de belangen van afnemers van financiële producten (i.e. de beleggers) een verbod of beperkende voorwaarden op te leggen op de commercialisering van financiële producten of bepaalde categorieën daarvan aan niet professionele cliënten.<sup>314</sup> Daarnaast verkreeg zij tevens de mogelijkheid de transparantie van dergelijke producten, bepaalde categorieën ervan of van de prijzen, risico's, vergoedingen en kosten ervan te bevorderen via een verplichte vermelding van een label of via een andere manier.<sup>315</sup> Ten slotte kon de FSMA op grond van dit artikel een referentie-vragenlijst aanbevelen voor het bepalen van het beleggersprofiel van de cliënt.<sup>316</sup> De FSMA verkreeg met andere woorden de mogelijkheid om de commercialisering van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten te verbieden.

**169.** De FSMA heeft van dit commercialiseringsverbod een eerste keer gebruik gemaakt op 3 april 2014. Dit verbod werd goedgekeurd door het Koninklijk Besluit van 24 april 2014.<sup>317</sup> Meer specifiek bepaalt dit KB dat het sindsdien niet meer mogelijk is om: “1° een verhandelde levensverzekering of een financieel product waarvan het rendement, rechtstreeks of onrechtstreeks afhangt van een of meerdere verhandelde levensverzekeringen; 2° een financieel product waarvan het rendement rechtstreeks of

---

<sup>311</sup> R. STEENNOT, “De bescherming van de consument door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten en het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten”, *T.Verz.* 2011, 133 – 134.

<sup>312</sup> R. HOUBEN en D. VANDERSTRAETEN, “De bescherming van de financiële consument door de FSMA”, *DCCR* 2016, 48.

<sup>313</sup> *Ibid.*, 47.

<sup>314</sup> Art. 30bis 1° Wet Financieel Toezicht.

<sup>315</sup> Art. 30bis 2° Wet Financieel Toezicht.

<sup>316</sup> Art. 30bis 3° Wet Financieel Toezicht.

<sup>317</sup> Reglement van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten van 3 april 2014 betreffende het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten, *BS* 20 mei 2014.

onrechtstreeks afhangt van virtueel geld;

3° een beleggingsinstrument dat geen recht van deelneming in een instelling voor collectieve belegging is waarvan het rendement rechtstreeks of onrechtstreeks afhangt van een alternatieve instelling voor collectieve belegging die belegt in een of meerdere niet-conventionele activa; 4° een tak 23 verzekering, verbonden met een intern fonds dat rechtstreeks of onrechtstreeks belegt in een of meerdere niet-conventionele activa, of waarvan het rendement rechtstreeks of onrechtstreeks afhangt van een alternatieve instelling voor collectieve belegging die belegt in een of meerdere niet-conventionele activa”, te commercialiseren aan niet-professionele cliënten.<sup>318</sup>

**170.** Op 18 augustus 2016 trad een nieuw reglement dat door de FSMA werd opgesteld in werking door het KB van 21 juli 2016.<sup>319</sup> Dit reglement is samengesteld uit twee pijlers. Een eerste pijler bestaat in een verbod op de commercialisering aan consumenten via elektronische handelsplatformen van “1) binaire opties; 2) derivatencontracten met een looptijd van minder dan één uur en 3) derivatencontracten met een hefboomeffect, zoals *contracts for difference* (CFD’s) en *rolling spot forex* contracten.” Een tweede pijler houdt een verbod in op een aantal agressieve of ongepaste commercialiseringstechnieken<sup>320</sup> bij de commercialisering van otc<sup>321</sup>--derivaten bij consumenten. Met dit reglement viseert de FSMA enkel de otc-instrumenten en niet de klassieke multilaterale handelsplatformen zoals de gereguleerde markten en de MTF’s.<sup>322</sup> Volgens de FSMA verschaft het multilateraal karakter van deze handelsplatformen al voldoende bescherming naar de consument toe waardoor een verbod hier niet aan de orde is.<sup>323</sup> Bij dit reglement moet echter wel worden opgemerkt dat deze geldt ten aanzien van consumenten en niet ten aanzien van niet-professionele cliënten. De notie niet-professionele cliënten is ruimer dan de notie consument. Dit betekent dat onder andere KMO’s niet onder het verbod van dit reglement vallen.<sup>324</sup>

---

<sup>318</sup> Art. 2 Reglement van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten van 3 april 2014 betreffende het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten.

<sup>319</sup> Koninklijk besluit van 21 juli 2016 tot goedkeuring van het reglement van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten tot omkadering van de commercialisering van bepaalde financiële derivaten bij consumenten, BS 8 augustus 2016.

<sup>320</sup> cold calling via externe callcenters, ongeschikte wijzen van vergoeding, fictieve geschenken of bonussen, ...

<sup>321</sup> Over the counter

<sup>322</sup> Multilateral trading facility

<sup>323</sup> [www.fsma.be/nl/faq/2-wat-wordt-verboden-onder-het-reglement](http://www.fsma.be/nl/faq/2-wat-wordt-verboden-onder-het-reglement).

<sup>324</sup> R. HOUBEN en D. VANDERSTRAETEN, “De bescherming van de financiële consument door de FSMA, DCCR 2016, 50.

In januari 2018 verkregen de Europese toezichthouders (*infra*: nr. 171) ingevolge de MiFIR<sup>325</sup> en de PRIIPs-Verordening<sup>326</sup> tevens de bevoegdheid om uniformiserend op te treden en op die manier een *level playing field* te creëren tussen de verschillende lidstaten.<sup>327</sup> Op 22 mei 2018 heeft de ESMA<sup>328</sup> maatregelen getroffen omtrent het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van *contracts for differences* (CFS's) aan niet-professionele cliënten en binarie opties aan retailcliënten. Vervolgens rijst de vraag hoe deze productinterventiemaatregelen, opgesteld door de ESMA, zich verhouden ten aanzien van deze opgesteld door de FSMA in 2016. In de rechtsleer wordt bepaald dat de productinterventiemaatregelen van de ESMA voorrang hebben op deze van de FSMA. Dit betekent bijgevolg dat het verbod opgesteld door de FSMA buiten werking treedt en de regelen van de ESMA in de plaats treden. Meer concreet wordt vermoed dat de regelen van de FSMA zullen worden geschorst zolang dat de maatregelen van de ESMA gelden. De ESMA kan namelijk enkel tijdelijke productinterventiemaatregelen nemen. Dit betekent bovendien ook dat de uitzonderingen die door de ESMA zijn opgesteld voor de binaire opties van toepassing zijn in België terwijl de FSMA dergelijke uitzonderingen voordien niet voorzag. De producten die de ESMA daarentegen niet viseert, zoals bijvoorbeeld de derivatencontracten met een looptijd van minder dan één uur, behouden wel hun volle werking.<sup>329</sup>

## 4.2 Toezicht bij robo-advies

### 4.2.1 Initiatief op Europees niveau: rol van de drie ESA's

**171.** De European Banking Authority (EBA), de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), beter gekend als de drie European Supervisory Authorities of de drie ESA's, hebben de bevoegdheid om de financiële activiteiten, zowel de nieuwe als de bestaande, te controleren en op deze manier de veiligheid en de degelijkheid van de markten en de samenhang binnen de regulering te bevorderen. Om deze doelstelling te bereiken,

---

<sup>325</sup> Verordening (EU) Nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 84. (hierna: MiFIR)

<sup>326</sup> Verordening (EU) Nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten, *Pb.L.* 9 december 2014, afl. 352, 1 – 23. (hierna: PRIIPs)

<sup>327</sup> Artt. 40 – 41 MiFIR; Art. 15 PRIIPs Verordening.

<sup>328</sup> European Securities and Markets Authority

<sup>329</sup> V. COLAERT, "Productinterventie: Sluitsteen van het vernieuwde beleggersbeschermingsregime", *Bank.Fin.R.* 2017, 403 – 411.

controleren de drie ESA's voortdurend financiële innovaties. Dit doen zij hetzij individueel, voor hun eigen sector, hetzij gezamenlijk wanneer de innovatie verschillende sectoren overkoepelt. Hierbij zijn zij van mening dat het belangrijk is dat er voldoende vertrouwen is in de financiële innovatie, in het bijzonder door de financiële consumenten. Om dit vertrouwen te garanderen wegen de drie ESA's de voor- en nadelen van de innovaties af en bepalen zij, uit de resultaten van deze afweging, waar nood is aan enig optreden van de toezichthouder om de eventuele risico's te verlichten.<sup>330</sup>

**172.** In december 2015 hebben de drie ESA's een *discussion paper on automation in financial advice* uitgebracht waarin zij de potentiële voordelen van onder andere het robo-advies hebben afgewogen tegenover de potentiële nadelen ervan. Deze voor- en nadelen stemmen grotendeels overeen met de voor- en nadelen besproken in het eerste hoofdstuk en worden daarom niet meer besproken.<sup>331</sup> In 2016 volgde een eerste verslag van deze *discussion paper*. Daaruit bleek dat de potentiële voordelen nog niet volledig gerealiseerd waren en de potentiële nadelen wezenlijk kunnen variëren naargelang de situatie.<sup>332</sup> In 2018 volgde opnieuw een verslag. Dit verslag overloopt de verschillende monitorende acties die gedurende de afgelopen jaren werden ondernomen door de drie ESA's. Voorbeelden van dergelijke acties zijn de richtlijnen uitgebracht door de ESMA<sup>333</sup> (deze werden uitvoerig besproken in het tweede hoofdstuk) en de *Roadmap on FinTech*, uitgegeven door de EBA, waarin onderwerpen zoals *Regulatory Sandbox* (*infra*: 4.2.3) en *Innovation Hubs* (*infra*: 4.2.2) aan bod komen. Verder sluit dit verslag nauw aan bij het vorige en bepaalt het dat er geen wijzigingen zijn wat betreft de potentiële risico's waardoor er op dat vlak geen verdere acties door de ESA's nodig zijn. Ten slotte wordt in het verslag bepaald dat de ESA's zich voortdurend zullen blijven richten op het uitvoeren van nieuwe monitorende acties.<sup>334</sup>

---

<sup>330</sup> ESMA, EBA en EIOPA, Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice, 4 december 2015, 5, [esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Discussion%20Paper/20151204\\_JC\\_2015\\_080\\_discussion\\_paper\\_on\\_Automation\\_in\\_Financial\\_Advice.pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Discussion%20Paper/20151204_JC_2015_080_discussion_paper_on_Automation_in_Financial_Advice.pdf).

<sup>331</sup> *Ibid.*, 16 – 33.

<sup>332</sup> ESMA, EBA en EIOPA, Report on automation in financial advice, 16 december 2016, 8 e.v., [esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20\(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools\).pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools).pdf).

<sup>333</sup> Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements

<sup>334</sup> ESMA, EBA en EIOPA, Joint Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice', 5 september 2018, [esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC%202018%2029%20-%20JC%20Report%20on%20automation%20in%20financial%20advice.pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC%202018%2029%20-%20JC%20Report%20on%20automation%20in%20financial%20advice.pdf).

#### 4.2.2 Initiatief op Nederlands niveau: rol van de AFM

**173.** Niet alleen op Europees, maar ook op nationaal niveau wordt toezicht gehouden over de robo-adviseurs. Opnieuw wordt hier beroep gedaan op de Nederlandse toezichthouders daar de FSMA zich hier, gelet op het onvoldoende aantal robo-adviseurs in België, nog niet heeft over gebogen. Zowel de AFM als de DNB<sup>335</sup> hebben het initiatief genomen om de verschillende marktpartijen te informeren omtrent het toezicht dat wordt geboden en de toepasselijke regelgeving betreffende de financiële innovaties. Verder tracht de AFM de kwaliteit van het robo-advies te garanderen door op verschillende manieren toezicht te houden.

**174.** Een eerste manier van toezicht door de AFM bestaat in het toezicht op input en output van informatie. De AFM toetst of er voldoende informatie wordt gevraagd aan de cliënt opdat een geschikt advies zou kunnen worden verleend. Hierbij zal de AFM nagaan of de juiste vragen worden gesteld en of deze relevante informatie opleveren die vervolgens kunnen leiden tot het verlenen van een geschikt advies. De AFM bepaalt dat de robo-adviseur hiervoor moet beschikken over een degelijke *audittrail*. Een *audittrail* is een logboek dat bepaalde computeractiviteiten kan bewijzen. Dit betekent dat bij elk advies dat wordt verstrekt, de robo-adviseur hierbij inzicht moet verlenen in de gebruikte data, de gebruikte algoritmen en de informatie die aan de cliënt worden gepresenteerd. Het robo-advies moet met andere woorden herleidbaar en reproduceerbaar zijn. Hierdoor kan de cliënt en de eventuele volgende robo-adviseur nagaan hoe het advies tot stand is gekomen. Tevens dient de cliënt gedurende het ganse proces over de mogelijkheid te beschikken om diens gemaakte keuzes te kunnen raadplegen. Naast de informatie die oorspronkelijk werd verkregen, dienen bijgevolg de wijzigingen door de cliënt ook te worden opgeslagen. Op deze manier wordt altijd een consistente en volledige reproductie van de informatie, verschaft door de cliënt, en het advies bewaard en opgeslagen. Dit is een groot voordeel.

Het nazicht op de algoritmen is een tweede manier waarop de AFM toezicht biedt op de robo-adviseurs. Hierbij zal de AFM trachten de kwaliteit van het IT-systeem te waarborgen door de robo-adviseurs te verplichten te voldoen aan de normen<sup>336</sup> zoals bepaald in de Wet op het Financieel Toezicht.<sup>337</sup> Meer

---

<sup>335</sup> De Nationale Bank

<sup>336</sup> AFM, Visie op roboadvies. Kansen, zorgplicht en aandachtspunten, 15 maart 2018, 23.

<sup>337</sup> Art. 4:11 en 4:15 Wet van 28 september 2006 (NL) houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop, <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020368/2019-02-19>.

concreet zal de AFM toezicht houden op de kwaliteit van de algoritmen en de mate van proces- en IT-beheersing.

Een laatste vorm van toezicht bestaat in de lancering van de *InnovationHub*. Dit project is een initiatief van de AFM en de DNB. Met de InnovationHub gaan de AFM en de DNB in dialoog met de verschillende partijen die ideeën hebben betreffende nieuwe financiële innovaties. Beide organisaties ondersteunen de verschillende partijen door een antwoord te bieden op hun vragen en hen alle nodige informatie omtrent het toezicht en het toepasselijk wetgevend kader.<sup>338</sup>

#### 4.2.3 Initiatief op Brits niveau: Regulatory sandbox

**175.** Hoewel de hierboven uitgewerkte richtlijnen (alsook de richtlijnen van de ESMA en AFM zoals uitgewerkt in het tweede hoofdstuk) een zeker nut hebben in de praktijk, zijn zij niet in staat om een oplossing te bieden voor elk toepassingsprobleem. Omwille hiervan speelt men meer en meer met de gedachte om een *regulatory sandbox* of een “regelgevende zandbak” te introduceren. Dit is een initiatief van de Financial Conduct Authority (FCA), de financiële toezichthouder in het Verenigd Koninkrijk. Dit initiatief is ondertussen al volledig uitgewerkt door de FCA en wordt veelvuldig gebruikt in het Verenigd Koninkrijk. Het idee is een inspiratiebron geweest voor financiële toezichthouders over de hele wereld. Zo volgden onder andere Singapore en Australië het Verenigd Koninkrijk in dit initiatief. Ook de AFM en De Nederlandsche Bank (DNB) maakten dit onderwerp reeds bespreekbaar door in 2016 een website te lanceren waarop men ideeën kon uitwisselen over dit initiatief.<sup>339</sup> In Nederland heeft men dit de naam “Maatwerk voor Innovatie”<sup>340</sup> gegeven. De FSMA is Nederland hierin gevolgd en heeft ook zo’n website opgericht, maar stelt zich voor het overige nog wat terughoudend op.<sup>341</sup>

**176.** De *regulatory sandbox* kan worden gedefinieerd als “een experimentele, maar echte, marktzone waarin geselecteerde deelnemers onder toezicht van een financiële toezichthouder kunnen

---

<sup>338</sup> AFM, Visie op roboadvies. Kansen, zorgplicht en aandachtspunten, 15 maart 2018, 23 – 24.

<sup>339</sup> T. BOEDTS, “De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?”, *BFR*. 2016, 320.

<sup>340</sup> AFM, Meer ruimte voor innovatie in de financiële sector. Vervolgstappen markttoegang, vergunningen en toezicht, december 2016, 2.

<sup>341</sup> T. BOEDTS, “De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?”, *BFR*. 2016, 320.

experimenteren met nieuwe bedrijfsmodellen om te zien hoe regulering moet worden geïnterpreteerd en toegepast op dat nieuwe bedrijfsmodel, zonder dat noodzakelijk en onmiddellijk ook aan alle normale regulaire gevolgen van de uitvoering van het bedrijfsmodel voldaan moet zijn, maar anderzijds ook zonder dat er afbreuk wordt gedaan aan beleggersbescherming.”<sup>342</sup> Het is in wezen een soort geheel van maatregelen en hulpmiddelen om de nieuwste technologieën gemakkelijker te laten passen in het regelgevend kader. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen maatregelen die de toezichthouders kunnen nemen binnen het regelgevend kader, maatregelen die de toezichthouder *de lege ferenda* zou kunnen nemen en maatregelen die een aanpassing van de bestaande wettelijke regels zouden vragen. Zij zijn van toepassing op de ondernemingen, ongeacht of zij over een vergunning beschikken of niet.

De “*regulatory sandbox*” voorziet in een regeling waarbij deze niet-vergunde onderneming tijdelijk een vergunning kan aangaan waarbinnen zij de producten of diensten kunnen testen. Via “*no enforcement letters*” geeft de toezichthouder aan dat zij niet zullen optreden tegen deze testactiviteiten, zolang deze niet indruisen tegen de eisen en doelstellingen van de toezichthouder. Tevens verschaffen zij zich hiermee het recht de testactiviteiten stop te zetten. Via “*individual guidance*” kan de toezichthouder daarnaast richtlijnen geven aan de ondernemingen over hoe bepaalde regels moeten worden geïnterpreteerd. Indien de activiteiten duidelijk niet overeenstemmen met de regels kan de toezichthouder, indien zij een *waiver test*<sup>343</sup> hebben opgenomen, beslissen om deze regels te negeren. Dit laatste moet in vraag worden gesteld aangezien hier binnen het Europees wetgevend kader geen mogelijkheid tot bestaat.

**177.** Daarnaast initieert de FCA nog twee bijkomstige alternatieven om de onzekerheid omtrent de regelgeving te verhelpen, maar waarbij de tussenkomst van de toezichthouder toch beperkt blijft. Het gaat over de “*virtual sandbox*” en de “*umbrella sandbox*”. Bij de “*virtual sandbox*” kunnen de ondernemingen de producten of diensten uittesten zonder dat zij zich op de reële markt moeten begeven. Op deze manier zijn bepaalde gegevens, die normaal niet gemakkelijk kunnen worden verkregen, voor iedereen toegankelijk. In geval van een “*umbrella sandbox*” wordt een vereniging opgericht die fungeert als overkoepelende *sandbox* voor de niet-vergunde ondernemingen en die de positie als tussenpersoon opneemt. Deze vereniging verkrijgt bijgevolg een vergunning en wordt

---

<sup>342</sup> M. DE MUYNCK, A. HENDRICKS en R. HOUBEN, *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., 15. (voorlopig onuitg.)

<sup>343</sup> Proeftest

onderworpen aan toezicht. Op die manier worden de niet-vergunde ondernemingen vrijgesteld van het verkrijgen van een vergunning.

**178.** De “*regulatory sandboxes*” bieden een oplossing voor bepaalde toepassingsproblemen die zich in de praktijk kunnen voordoen en waaraan het bestaand regelgevend kader en de aan vullende richtlijnen niet tegemoetkomen. Daarnaast wordt door de “*regulatory sandboxes*” ruimte gecreëerd voor open dialoog tussen de ondernemingen en de toezichthouders omtrent deze nieuwe technologieën. Men mag er echter niet van uitgaan dat dit fenomeen heiligmakend is. Eerst en vooral worden er zeer strenge voorwaarden opgelegd vooraleer een activiteit in aanmerking kan komen. Bovendien moet men ten allen tijde rekening houden met de consumentenbescherming die van toepassing is. Ten slotte kan de toezichthouder, zoals eerder al werd aangegeven (*supra*: nr. 176) niet altijd voorzien in een oplossing daar zij zich dienen te houden aan de Europese wetgeving, die dergelijke afwijkingen niet altijd toelaat.<sup>344</sup>

#### 4.2.4 Voorstel voor de Belgische regelgeving

**179.** Zoals eerder reeds werd aangehaald heeft de FSMA zich nog niet gebogen over het toezicht op de robo-adviseurs. Dit komt voornamelijk omdat het aantal robo-adviseurs in België miniem is. De laatste jaren zijn er nog een aantal andere financiële innovaties, zoals *crowdfunding* en virtuele munten, enorm aan belang toegenomen. De FSMA en de NBB hechten in hun toezichtactiviteiten enorm veel belang aan deze financiële innovaties en hebben hiervoor een contactpunt gelanceerd. Het contactpunt kan online worden geraadpleegd via de website van de FSMA. Hierdoor worden de *FinTech*-bedrijven in de mogelijkheid gesteld om de toezichthouders vragen te stellen omtrent het toepasselijk wetgevend kader.<sup>345</sup>

Indien het aantal robo-adviseurs in België de komende jaren zal toenemen lijkt het aannemelijk dat de FSMA en de NBB dit contactpunt ook toepasselijk zullen maken voor *FinTech*-bedrijven die zich specialiseren in het verlenen van robo-advies. Verder kan de FSMA in de toekomst, naar Nederlands voorbeeld, door het controleren van de in- en output van informatie en het gebruik van de algoritmen toezicht bieden op de robo-adviseurs. Het gebruik van een dergelijk audittrail kan hierbij zeer handig zijn.

---

<sup>344</sup> T. BOEDTS, “De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?”, *BFR* 2016, 322.

<sup>345</sup> [www.fsma.be/nl/fintech-contactpunt](http://www.fsma.be/nl/fintech-contactpunt).

Tevens lijkt het geen slecht idee te zijn de introductie van zo'n *regulatory sandbox* te overwegen. Op die manier zou kunnen worden getest hoe een specifiek aansprakelijkheidsregime (*supra*: nr. 160) uitwerking zou krijgen in de praktijk. Verder kunnen andere tekortkomingen, die momenteel nog niet vanzelfsprekend zijn, aan het licht komen waarbij men kan voorzien in eventuele oplossingen.

## EINDBESLUIT

**180.** Het robo-advies is een interessante digitale vernieuwing die in de toekomst zeker nog aan belang zal winnen. Momenteel zijn er nog niet zovelen, voornamelijk in België, vertrouwd met deze ontwikkeling, maar hier zal wellicht snel verandering in komen. Het is dan ook van groot belang dat de belegger bij geautomatiseerd beleggingsadvies de zekerheid heeft dat hij of zij op dezelfde manier wordt beschermd als deze bij een klassiek beleggingsadvies.

**181.** Het geautomatiseerd beleggingsadvies biedt heel wat interessante voordelen in vergelijking met het beleggingsadvies in de klassieke zin van het woord. Zo zullen de kosten in het geval van robo-advies veel lager liggen. Aangezien de toegangsdrempel bij het geautomatiseerd beleggingsadvies veel lager ligt, kan dit leiden tot een enorme toename van nieuwe spelers op de beleggingsmarkt. Vervolgens zal het robo-advies leiden tot meer consistente adviezen aangezien er geen sprake meer zal zijn van menselijke vooringenomenheid en vooroordelen wat echter wel een probleem vormt bij het klassieke beleggingsadvies. Daarentegen zijn ook heel wat nadelen verbonden aan het robo-advies. Het gebrek aan menselijke tussenkomst zorgt namelijk voor een tekort aan informatie waardoor het voor de cliënt moeilijker is om de aard en de omvang van de diensten te begrijpen wat kan leiden tot adviezen die niet geschikt zijn voor de belegger. Tevens zullen de gereguleerde ondernemingen gewapend moeten zijn tegen de cyberaanvallen en hackers en zullen zij voldoende bescherming moeten bieden voor de gegevens van de beleggers. Vervolgens is het moeilijk te bepalen wie aansprakelijk kan worden gesteld wanneer de belegger schade oploopt.

Hieruit kan worden geconcludeerd dat ondanks de interessante voordelen, de nadelen wellicht zwaarder kunnen doorwegen. Om hieraan tegemoet te komen zal in de toekomst mogelijks worden voorzien in een hybride model waarbij het geautomatiseerd beleggingsadvies wordt ondersteund door de tussenkomst van een menselijk beleggingsadviseur. Op die manier kan de cliënt genieten van alle voordelen van de menselijke aanwezigheid van de beleggingsadviseur en verkrijgt de cliënt bovendien steeds een betrouwbaar en consistent advies zonder dat nog sprake zal zijn van enige vooringenomenheid.

**182.** Wegens gebrek aan specifieke wetgeving voor de robo-adviseur moet worden gekeken naar het bestaand wettelijke kader dat geldt voor het klassiek beleggingsadvies. Wanneer wordt gekeken naar de

toepasselijke wetgeving inzake de gedragsregelen, de aansprakelijkheid en het toezicht op het geautomatiseerd beleggingsadvies kan over het algemeen worden besloten dat het bestaand wettelijke kader voor het klassiek beleggingsadvies onvoldoende duidelijkheid biedt. Dit leidt bijgevolg tot rechtsonzekerheid.

**183.** Wat betreft de gedragsregelen kan voor het robo-advies beroep worden gedaan op de MiFID-regulering aangezien deze regulering een technologie-neutraal karakter heeft. Toch moet worden vastgesteld dat de wetgeving onvoldoende duidelijkheid biedt. Vervolgens moet beroep worden gedaan op de specifieke richtlijnen die werden uitgebracht door de ESMA. In Nederland heeft de AFM deze richtlijnen verder uitgewerkt wat mijns inziens inspirerend zou kunnen zijn voor de FSMA. Een nadeel van deze richtlijnen is dat zij niet dwingend en bijgevolg ook niet afdwingbaar zijn. Opdat de richtlijnen toch enigszins gezaghebbend zouden zijn moeten de gereguleerde ondernemingen de richtlijnen ondertekenen en hiervan melding maken. Bovendien moeten zij garanderen de richtlijnen na te leven.

Binnen deze richtlijnen zou de FSMA mijns inziens bijzondere aandacht moeten besteden aan de informatieplicht, daar het gebrek aan informatie een groot nadeel vormt van het robo-advies. Tevens is het van belang om specifieke richtlijnen uit te werken omtrent het ken-uw-cliënt-beginsel aangezien dit nog altijd een grote bescherming biedt aan de belegger. Naast de klassieke gedragsregelen zijn er ook andere richtlijnen die specifiek moeten worden uitgewerkt voor het robo-advies. Hierbij valt te denken aan richtlijnen die van toepassing zijn na de dienstverlening en richtlijnen aangaande de ontwikkeling, de installatie en het onderhoud van de robot. Met deze laatste richtlijnen kan tegemoet gekomen worden aan andere grote nadelen die verbonden zijn aan het robo-advies, zoals onder andere de fouten die kunnen voorkomen in de algoritmen of de problemen rond cyberaanvallen en hacking.

**184.** In het derde hoofdstuk werd besproken dat de belegger, die een overeenkomst is aangegaan met de gereguleerde onderneming die robo-advies verschaft, deze laatste contractueel aansprakelijk kan stellen bij een wanprestatie die de belegger schade heeft toegebracht. Indien de fout zich daarentegen heeft voorgedaan in de precontractuele fase, is het voor de belegger, die schade heeft geleden ingevolge het robo-advies, niet zo evident om zich te beroepen op de aansprakelijkheidsregels. De robot dient namelijk te worden ontwikkeld, geïnstalleerd en onderhouden. Dit kan door verschillende personen of entiteiten gebeuren, maar kan zich tevens vereenzelvigen in één persoon of entiteit. Bijgevolg is er in het geval van een hybride model nog eens sprake van de tussenkomst van een menselijke

beleggingsadviseur. Dit zorgt ervoor dat veel verschillende relaties zich kunnen onderscheiden. De belegger dient hierbij goed te onderzoeken waar, wanneer en door wie de fout werd gemaakt vooraleer hij of zij weet op welke aansprakelijkheidsgrond hij of zij zich kan beroepen. Daarna begint het moeilijke gedeelte waarbij de belegger fout en schade moet bewijzen. Ten slotte kan hij hierbij stuiten op heel wat toepassingsproblemen. De bal wordt hierbij volledig in het kamp van de belegger gelegd wat niet te goede komt voor diens bescherming. Deze tekortkoming kan eventueel contractueel worden opgelost, maar een specifiek aansprakelijkheidsregime binnen het financieel recht voor de belegger die schade lijdt ingevolge de robo-adviseur valt bijgevolg zeker aan te raden.

**185.** In het laatste hoofdstuk werd onderzocht hoe er toezicht kan worden geboden over het geautomatiseerd beleggingsadvies. De laatste jaren zijn hierrond interessante initiatieven gelanceerd in de door ons omringende buurlanden. Daarnaast hebben ook de Europese toezichthouders niet stilgezeten en hebben zij zich beziggehouden met het monitoren en evalueren van de recente digitale innovaties. In tegenstelling tot de succesvolle initiatieven die de FSMA reeds heeft gelanceerd inzake het klassiek beleggingsadvies, merken we op dat België zich in het geval van het geautomatiseerd beleggingsadvies nog wat terughoudend opstelt. Dit kan eventueel te wijten zijn aan het feit dat het aantal robo-adviseurs in België nog zeer miniem is waardoor de FSMA zich hier nog niet heeft kunnen buigen. Een interessant idee is, om naar Brits voorbeeld, werk te maken van een *regulatory sandbox* waardoor op die manier mogelijks tegemoet kan worden gekomen aan de tekortkoming van een specifiek aansprakelijkheidsregime. Het is ongetwijfeld stof om over na te denken voor de FSMA wanneer het robo-advies in de toekomst aan populariteit zal winnen.

**186.** Algemeen kan worden geconcludeerd dat de belegger die gebruik maakt van een robo-adviseur in die zin beschermd wordt doordat de robo-adviseur geacht wordt de gedragsregelen na te leven. Aangezien deze gedragsregelen niet voldoende duidelijkheid bieden is aangeraden voor de toezichthouder om duidelijke en specifieke richtlijnen op te stellen die de gereglementeerde ondernemingen vervolgens in acht moeten nemen. De richtlijnen door de ESMA en AFM kunnen hierbij inspirerend zijn. Tevens bestaan er reeds heel wat initiatieven omtrent het toezicht op het robo-advies waaraan de FSMA een voorbeeld kan nemen. De enige grote tekortkoming hierbij is het bestaande aansprakelijkheidsregime waarbij de belegger onvoldoende bescherming geniet. Het komt er met andere woorden op neer dat de belegger bij robo-advies een adequate bescherming kan genieten, maar vanaf

het ogenblik dat hij of zij schade lijdt en deze vergoed wenst te zien, neemt deze bescherming in aanzienlijke mate af.

# BIBLIOGRAFIE

## 1. Wetgeving

### Belgische wetgeving

- Burgerlijk Wetboek, *BS* 3 september 1807.
- Gerechtelijk Wetboek, *BS* 31 oktober 1967, 11.360.
- Wet van 25 februari 1991 betreffende de aansprakelijkheid van producten met gebreken, *BS* 22 maart 1991, 5.884.
- Wet van 22 februari 1998 tot vaststelling van het organiek statuut van de nationale bank van België, *BS* 28 maart 1998, 15.006.
- Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39.121.
- Wetboek Economisch Recht, *BS* 29 maart 2013, 19.975.
- Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, *BS* 18 november 2016, 79.915.
- Wet van 11 juli 2018 op de aanbidding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 20 juli 2018, 58.312.
- Koninklijk Besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten *BS* 18 juni 2007, 32955 – 32995.
- Verslag aan de Koning bij het Koninklijk Besluit 3 juni 2007, *BS* 18 juni 2007, 32935 – 32954.
- Reglement van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten van 3 april 2014 betreffende het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten, *BS* 20 mei 2014, 40.096.
- Koninklijk Besluit 19 december 2017 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, *BS* 27 december 2017, 114.825.

- Wetsontwerp van 20 september 2017 over de infrastructuren voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU, *Parl.St.* Kamer 2017 – 2018, nr. 2658/001.
- Verslag namens de Commissie van Justitie (Hermans), *Parl.St.* Kamer 1989 – 90, nr. 1262/5, 4 – 6.

#### Europese wetgeving

- Richtlijn (Raad) van 25 juli 1985 betreffende de onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der lidstaten inzake de aansprakelijkheid voor produkten met gebreken, *Pb.L.* 7 augustus 1985, afl. 210, 29 - 33.
- De richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *Pb.L.* 11 juni 1993, afl. 141, 27 – 46.
- Richtlijn 2014/65/EU van het Europees parlement en de raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349 – 496.
- Verordening (EU) Nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 84 – 148.
- Verordening (EU) Nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten, *Pb.L.* 9 december 2014, afl. 352, 1 – 23.
- Gedelegeerde Verordening 2017/565 van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *Pb.L.* 31 maart 2017, afl. 87, 1 – 83.
- Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG, *Pb.L.* 30 juni 2017, afl. 168, 12 – 82.
- Mededelingen en bekendmakingen (EP) vraag 706/88, 8 mei 1989, C 114/42.

- Voorstel (Comm.) voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende bepaalde aspecten van overeenkomsten voor de levering van digitale inhoud, 9 december 2015, COM(2015) 634 def.

#### Buitenlandse wetgeving

- Wet van 28 september 2006 (NL) houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop, <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020368/2019-02-19>.

## 2. Rechtspraak

- HvJ 30 mei 2013, *Bankinter*, nr. C-604/11, ECLI:EU:C:2013:344.
- HvJ 10 mei 2001, *Henning Veedfald*, nr. C-203/99, ECLI:EU:C:2001:258.
- Cass. 7 oktober 2016, AR C. 15.0314.N.
- Cass. 18 oktober 2013, AR C.12.0457.F.
- Cass. 4 maart 2010, AR C.09.0173.N.
- Cass. 11 maart 2010, AR C.09.0186.N.
- Cass. 17 januari 2003, AR C.02.0012.N.
- Cass. 2 september 1993, AR C.93.0061.F.
- Cass. 7 december 1973, *Arr. Cass.* 1974, 395 – 403.
- Cass. 25 september 1959, *Arr. Verbr.* 1960, 86 – 88.
- Gent, 11 januari 2016, NJW 2017, 605 – 608.
- Rb. Brussel, 24 februari 2012, BFR, 2012, 128 – 133.
- Corr. Brussel 24 juni 1993, *JLMB* 1994, 444 – 407.
- Kh. Brussel 11 maart 1992, *JT* 1993, 206 – 207.

### 3. Rechtsleer

#### Belgische bronnen

##### **Boeken:**

- CLAEYS, I, *Samenhangende overeenkomsten en aansprakelijkheid*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 673.
- CLAEYS, I, *Verbintenissenrecht*, UGent, 2015, 314.
- COLAERT, V., *De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger: een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFID gedragsregels, consumentenrecht en burgerlijkrecht, getoetst aan de regels inzake pretransactionele informatieverplichtingen*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten UGent, 2010, 580 p.
- DE BOECK, A., “De precontractuele fase als ontmoetingsplaats voor buitencontractuele en contractuele aansprakelijkheid: de schade ten gevolge van tekortkomingen tijdens de precontractuele fase nader geanalyseerd” in S. STIJNS, P. WERY, M. AGUIRRE, A. DE BOECK, B. DUBUISSON, I. DURANT, D. PHILIPPE, I. SAMOY, O. VANDEN BERGHE N F. VAN LIEMPT, *De raakvlakken tussen de contractuele en de buitencontractuele aansprakelijkheid*, Brugge, die Keure, 2010, 290 p.
- DE MUYNCK, M., HENDRICKS, A. en HOUBEN, R., *Geautomatiseerd advies (“robo-advies”) en bescherming van de financiële consument*, s.l., s.d., X. (voorlopig onuitg.)
- STIJNS, S., *Leerboek verbintenissenrecht- Boek 1bis*, Brugge, die Keure, 2013, 187 p.
- VAN CAUWENBERGE, A., “De sanctieprocedure van de FSMA na de *Twin Peaks*-hervorming van het financieel toezicht” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 816 p.
- VAN GERVEN, W. en VAN OEVELEN, A., *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2015, 728 p.
- VAN OEVELEN, A., “Exoneratiebedingen en vrijwaringsbedingen” in D. LAMBRECHT en V. SAGAERT, *Actuele ontwikkelingen inzake verbintenissenrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 334 p.
- VANSWEEVELT, T. en WEYTS, B., *Handboek Buitencontractueel Aansprakelijkheidsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 923 p.

- VERHOEVEN, D., *Productaansprakelijkheid en productveiligheid*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 730 p.

#### **Bijdragen in tijdschriften:**

- BAEYENS, S., “De theorie van het verlies van een kans: een rechtsvergelijkende analyse toegepast op de zuivere vermogensschade”, *RW* 2016-2017, 363 - 378.
- BOEDTS, T., “De groeiende aandacht van toezichthouders voor digitaal bankieren: hakken in het zand of op naar een “regelgevende zandbak”?”, *BFR* 2016, 310 – 322 p.
- COLAERT, V. EN VAN DYCK, T., “MiFID en de gedragsregels Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 51 p.
- COLAERT, V., “Productinterventie: Sluitsteen van het vernieuwde beleggersbeschermingsregime”, *Bank.Fin.R.* 2017, 403 – 414.
- CORNELIS, L en PEETERS, J., “De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur: inhoud en draagwijdte van zijn informatie-en adviesverplichtingen”, in *Centrum voor beroepsvorming in de rechten, actuele ontwikkelingen in de rechtsverhouding tussen bank en consument*, Antwerpen-Appeldoorn, Maklu, 1994, 342 p.
- DEJONGHE, S., “De burgerrechtelijke aspecten van vermogensbeheer en beleggingsadvies”, *T. Fin. R.* 2004, 886 – 908.
- DIRIX, E., “Exoneratiebedingen”, *TPR* 1988, 1171 – 1204.
- ELOOT, O. en TILLEY, H., “Beleggersbescherming in MiFID II en MiFIR. Een overzicht van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, 179 -201.
- FRANCIS, F., “Bankiersaansprakelijkheid en exoneratiebedingen in algemene bankvoorwaarden”, *Jura Falconis* 2004 – 2005, 315 – 364.
- HOUBEN, R. en VANDERSTRAETEN, D., “De bescherming van de financiële consument door de FSMA, *DCCR* 2016, 21 – 60.
- RAVELINGEN, F., “Aansprakelijkheid van de lead manager: grondslag en reikwijdte” (noot onder Brussel 3 oktober 2006), *Bank.Fin.R.* 2008, 110 – 122.
- STEENNOT, R., “Bescherming van de consument als belegger”, *TPR* 2009, 498 – 506.
- STEENNOT, R., “De bescherming van de consument door het Hof van Justitie: een brug te ver?”, *TRP* 2017, 81 – 180 p.
- STEENNOT, R., “De bescherming van de consument door de Autoriteit voor Financiële Diensten

en Markten en het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten”, *T. Verz.* 2011, 115 - 147.

- STEVENS, O., “Het begrip beleggingsadvies “gescreend”: Post-versus Pre-MiFID” (noot onder Rb Brussel 21 november 2011), *TBH* 2013, 645 – 649.
- SWINNEN, K., “De inpassing van digitale producten in het Belgisch privaatrecht”, *TPR* 2018, 1021 – 1100.
- VAN DYCK, T. EN DENTRUCK, L., “De burgerlijke sanctie van artikel 30ter van Twin Peaks II: de tanden van een papieren tijger?”, *BFR.* 2013, 274 – 283 p.
- WERBROUCK, J., “De productaansprakelijkheid voor zelfrijdende motorrijtuigen”, *TPR* 2018, 529 – 603.
- X, noot onder Cass. 21 april 1972, Arr.Cass. 1972, 789 – 791.

#### **Andere bronnen:**

- BOGAERT, F. en SAVONET, L, *Automation and digitalisation in investment advice*, s.l., 2018, 27 p. (voorlopig onuitg.)
- BOGAERT, F., Robo investment advisors, 16 januari 2018, 10 p.
- FEBELFIN, MiFID II: Wat verandert er voor mij?, 32 p.
- FSMA, Mededeling over het moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten, 20 juni 2011, 10 p.
- FSMA, Mededeling over de voorbereiding van de inwerkingtreding van de MiFID II-richtlijn (voor de aspecten in verband met de gedragsregels), 18 juli 2017, 22 p.
- FSMA, Voorstellingsbrochure, [www.fsma.be](http://www.fsma.be)
- [www2.afm.nl/nl-nl/over-afm/blog/7-speerpunten/2](http://www2.afm.nl/nl-nl/over-afm/blog/7-speerpunten/2)
- [www.belfius.be/about-us/dam/corporate/press-room/press](http://www.belfius.be/about-us/dam/corporate/press-room/press)
- [articles/downloads/nl/2018/Persbericht\\_Belfius\\_Track\\_17122018.pdf](http://articles/downloads/nl/2018/Persbericht_Belfius_Track_17122018.pdf)
- [www.febelfin.be/nl/mifid-ii-komt-eraan-maar-wat-het](http://www.febelfin.be/nl/mifid-ii-komt-eraan-maar-wat-het)
- [www.fsma.be/nl/wat-houdt-de-mifid-richtlijn-welke-impact-heeft-zij-op-u](http://www.fsma.be/nl/wat-houdt-de-mifid-richtlijn-welke-impact-heeft-zij-op-u)
- [www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten](http://www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten)
- [www.fsma.be/nl/news/moratorium-op-de-commercialisering-van-bijzonder-ingewikkelde-gestructureerde-producten](http://www.fsma.be/nl/news/moratorium-op-de-commercialisering-van-bijzonder-ingewikkelde-gestructureerde-producten).
- [www.fsma.be/nl/faq/2-wat-wordt-verboden-onder-het-reglement](http://www.fsma.be/nl/faq/2-wat-wordt-verboden-onder-het-reglement)

- [www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten](http://www.fsma.be/nl/bank-krediet-beleggingsdiensten)
- [www.fsma.be/nl/fintech-contactpunt](http://www.fsma.be/nl/fintech-contactpunt)
- [www.investopedia.com/terms/m/misselling.asp](http://www.investopedia.com/terms/m/misselling.asp)
- [www.lexalert.be/nl/article/omzetting-mifid-ii-richtlijn-algemeen](http://www.lexalert.be/nl/article/omzetting-mifid-ii-richtlijn-algemeen).
- [www.kbc.be/particulieren/nl/product/beleggen/mobiel-beleggen-met-advies.html](http://www.kbc.be/particulieren/nl/product/beleggen/mobiel-beleggen-met-advies.html)
- [www.ombudsfm.be/nl/particulieren/klacht-indienen/procedure/](http://www.ombudsfm.be/nl/particulieren/klacht-indienen/procedure/)
- [www.ombudsfm.be/nl/particulieren/ombudsfm/tot-uw-dienst/](http://www.ombudsfm.be/nl/particulieren/ombudsfm/tot-uw-dienst/)
- [www.ombudsfm.be/nl/particulieren/faq/](http://www.ombudsfm.be/nl/particulieren/faq/)
- [www.test-aankoop.be/invest/beleggen/fondsen/dossiers/robot-en-ligne-pour-gerer-placements/robot-en-ligne-pour-gerer-vos-placements](http://www.test-aankoop.be/invest/beleggen/fondsen/dossiers/robot-en-ligne-pour-gerer-placements/robot-en-ligne-pour-gerer-vos-placements)
- [www.robo-advisor.be/](http://www.robo-advisor.be/)
- [www.robo-advisor.be/robo-adviseurs/](http://www.robo-advisor.be/robo-adviseurs/)

#### Buitenlandse bronnen

- AFM, Leidraad invulling van de zorgplicht bij (semi)automatisch vermogensbeheer, 15 maart 2018, 33 p.
- AFM, Meer ruimte voor innovatie in de financiële sector. Vervolgstappen markttoegang, vergunningen en toezicht, december 2016, 12 p.
- AFM, Visie op roboadvies. Kansen, zorgplicht en aandachtspunten, 15 maart 2018, 25 p.
- CESR, Understanding of the definition of advice under MiFID, 14 oktober 2009, 16 p.
- DELOITTE, The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management, augustus 2016, 5 p.
- DELOITTE, The next frontier: The future of automated financial advice in the UK, 20 april 2017, 52 p.
- ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, 60 p.
- ESMA, EBA en EIOPA, Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice, 4 december 2015, [https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Discussion%20Paper/20151204\\_JC\\_2015\\_080\\_discussion\\_paper\\_on\\_Automation\\_in\\_Financial\\_Advice.pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Discussion%20Paper/20151204_JC_2015_080_discussion_paper_on_Automation_in_Financial_Advice.pdf).
- ESMA, EBA en EIOPA, Report on automation in financial advice, 16 december 2016, [esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20\(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools\).pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/EBA%20BS%202016%20422%20(JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools).pdf).

- ESMA, EBA en EIOPA, Joint Committee Report on the results of the monitoring exercise on ‘automation in financial advice’, 5 september 2018, [esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC%202018%2029%20-%20JC%20Report%20on%20automation%20in%20financial%20advice.pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC%202018%2029%20-%20JC%20Report%20on%20automation%20in%20financial%20advice.pdf).
- FISCH, J. E., LABOURE, M. en TURNER, J. A., *The Economics of Complex Decision Making: The Emergence of the Robo Adviser*, s.l. ,2017, 34 p.
- PWC, Robo Advisory moves forward in Italy, 23 september 2016, 34 p.
- 'T HARD, F.M.A. en LOONEN, A.J.C.C.M., *MiFID II vanuit de praktijk en theorie bezien*, Zutphen, Uitgeverij Paris, 2018, 227 p.