

## **Uitspraak Commissie van Beroep 2018-036 d.d. 9 mei 2018**

(mr. W.J.J. Los, voorzitter, mr. A. Bus, mr. E.E. van Tuyll van Serooskerken-Röell, F.R. Valkenburg AAG RBA en mr. J.B.M.M. Wuisman, leden en mevr. mr. H.C. Dobbelaar-ten Cate, secretaris)

### **Samenvatting**

Vermogensbeheer. Neutraal risicoprofiel. De in de portefeuille opgenomen vastrentende waarden zijn in de gegeven omstandigheden niet onverenigbaar met het neutrale profiel. De overeenkomst staat toe dat opties als zakelijke waarden in de portefeuille worden opgenomen. Wel mag van een redelijk bekwaam en redelijk handelend vermogensbeheerder worden verwacht dat de beleggingsbeslissingen met betrekking tot de opties kunnen worden verklaard vanuit een bepaalde visie of strategie die past bij het geldende, neutrale profiel, in aanmerking genomen de aan opties verbonden risico's en kosten. Ongeveer 1.000 transacties in minder dan 10 jaar. De richtlijnen van de Vermogensbeheerder zijn op zichzelf aanvaardbaar, maar de richtlijnen bevatten geen visie of strategie. De richtlijnen verklaren immers niet waarom, gegeven het neutrale profiel, zo veel transacties zijn verricht en waarom de desbetreffende opties zijn gekozen. De visie dat kansrijke fondsen worden gekozen, kort gezegd, op basis van een top-down macro-economische analyse, is te vaag en algemeen om de transacties te verklaren. Bij gebreke van een deugdelijke verklaring komt de Commissie van Beroep tot de conclusie dat het grote aantal transacties in een grote diversiteit van opties zich niet laat verenigen met een zorgvuldig beheer op basis van het neutrale risicoprofiel. Op het punt van de belegging in opties is dus sprake van een tekortkoming in de nakoming van de verplichtingen uit het vermogensbeheer. De schade begroot op het verlies op de optietransacties, de met de transacties gemoeide kosten en het gederfde rendement over het vermogen dat in opties is belegd. Geen eigen schuld consument.

[Klik hier voor de uitspraak in eerste aanleg](#)

### **I. De procedure in beroep**

- 1.1 Bij een tijdig ontvangen beroepschrift van 30 mei 2017 heeft de Vermogensbeheerder bij de Commissie van Beroep financiële dienstverlening (verder: Commissie van Beroep) beroep ingesteld tegen een bindend advies van de Geschillencommissie financiële dienstverlening (verder: Geschillencommissie) van 24 april 2017 (dossiernummer [nummer]).
- 1.2 De Vermogensbeheerder heeft bij brief van 27 juni 2017 de gronden van het beroep uiteengezet.
- 1.3 Belanghebbenden hebben op 7 september 2017 een verweerschrift ingediend en daarbij tevens incidenteel beroep ingesteld.
- 1.4 De Vermogensbeheerder heeft op 11 oktober 2017 een verweerschrift in het incidenteel beroep ingediend.
- 1.5 De Vermogensbeheerder heeft op 5 januari 2018 een nadere productie ingediend.

- 1.6 Belanghebbenden hebben bij brief van 11 januari 2018 meegedeeld dat zij hun eis vermeerderen met de wettelijke rente en de kosten van rechtsbijstand.
- 1.7 De mondelinge behandeling heeft plaatsgevonden op 15 januari 2018. Partijen zijn daar verschenen. De Vermogensbeheerder werd vertegenwoordigd door [naam 1] en [naam 2], beiden in dienst van de Vermogensbeheerder, bijgestaan door mr. [naam 3] en mr. [naam 4], advocaten te [plaatsnaam]. Belanghebbenden werden bijgestaan door hun gemachtigde mr. [naam 5], advocaat te [plaatsnaam]. Partijen hebben hun standpunten toegelicht, de Vermogensbeheerder aan de hand van een pleitnota, en zij hebben vragen van de Commissie van Beroep beantwoord.
- 1.8 Bij brief van 1 februari 2018 heeft de Vermogensbeheerder nog een toelichting gegeven op het behaalde rendement en het verlies op ongedekte optietransacties. Belanghebbenden hebben daarop gereageerd bij brief van 19 februari 2018.

## **2. De procedure in eerste aanleg**

Voor het verloop van de procedure in eerste aanleg verwijst de Commissie van Beroep naar de aan deze uitspraak gehechte uitspraak van de Geschillencommissie.

## **3. Feiten**

- 3.1 De Commissie van Beroep gaat uit van de feiten die de Geschillencommissie heeft vermeld in het bindend advies van 24 april 2017 onder 2.1 tot en met 2.10. Die feiten zijn niet betwist en worden voor zover relevant aangevuld met enkele andere feiten die tussen partijen vaststaan. Kort gezegd gaat het om het volgende.
- 3.2 Belanghebbenden zijn ondernemer geweest. Een deel van hun vermogen hadden zij ondergebracht in een effectenportefeuille die werd beheerd door [naam 6] Vermogensbeheer.
- 3.3 Op 22 mei 2007 hebben Belanghebbenden in verband met de overdracht van het beheer van de effectenportefeuille een intakeformulier van de Vermogensbeheerder ondertekend. Op het formulier is onder meer vermeld dat het totaal beschikbare vermogen groter was dan € 1 miljoen en dat tussen 10-25% van het vrij belegbaar vermogen zou worden belegd. Als beleggingsdoelstelling kon onder meer 'aanvulling op uw toekomstig inkomen (aanvullend pensioen)' worden omcirkeld, maar Belanghebbenden hebben (alleen) 'algemene vermogensgroei' als beleggingsdoelstelling aangegeven. Met betrekking tot hun kennis en ervaring hebben Belanghebbenden vermeld dat zij veel kennis hadden van aandelen, obligaties en opties, dat zij meer dan 5 jaar ervaring en een bovengemiddelde kennis van beleggen hadden. Verder is vermeld dat Belanghebbenden zich bij een waardedaling van 5-10% per jaar ongerust zullen maken. Op basis van de informatie is een neutraal profiel vastgesteld.

- 3.3 Belanghebbenden hebben vervolgens op 28 mei 2007 een zogenoemde beleggingsovereenkomst ondertekend. Op grond van deze overeenkomst is tussen Belanghebbenden en (een rechtsvoorganger van) de Vermogensbeheerder een relatie van vermogensbeheer tot stand gekomen. Artikel 2 van de overeenkomst luidt:

**Aansprakelijkheid**

Effecteninstelling zal deze overeenkomst te goeder trouw en naar beste kunnen uitvoeren. Effecteninstelling zal niet aansprakelijk zijn voor schade als gevolg van waardevermindering, koersdaling en/of andere door Cliënt geleden verliezen, tenzij komt vast te staan dat schade rechtstreeks gevolg is van grove nalatigheid of opzet van Effecteninstelling bij uitvoering van deze overeenkomst.

- 3.4 Het beheer zou worden gevoerd op basis van een neutraal profiel. Over dit profiel is in de overeenkomst het volgende vermeld:

	min.	norm	max.
Zakelijke waarden	30%	50%	70%
Vastrentende waarden	30%	50%	70%
Liquiditeiten	0%	0%	20%

Risico U dient rekening te houden met waardeschommelingen van de portefeuille tussen de 10% en 20%\* (..)

Zakelijke waarden: aandelen, aandelen in vastgoedfondsen, opties (of andere afgeleide producten) en combinaties hiervan alsmede eventuele marginrequirements. Het gaat hier om beleggingscategorieën met een relatief hoog rendementsperspectief, waarvan het beoogde rendement een relatief lage mate van voorspelbaarheid heeft. Essentieel hierbij is dat in sommige jaren het rendement (fors) negatief kan uitvallen, waardoor derhalve sprake is van relatief hoge beleggingsrisico's.

Vastrentende waarden: beleggingen die een lager rendementsperspectief hebben dan Zakelijke waarden en waarvan de voorspelbaarheid van het rendement relatief hoog is, zoals obligaties, liquide middelen of garantieproducten.

Liquiditeiten: kasmiddelen en deposito's.

Derivaten kunnen ingezet worden binnen alle profielen. De wijze waarop en de mate waarin is afhankelijk van het soort profiel.

Als de bij het portefeuilleprofiel vermelde **bandbreedte** op enig moment wordt overschreden is [de Vermogensbeheerder] niet gehouden om de portefeuille onmiddellijk aan te passen, maar kan zij ten aanzien van het moment waarop zij daartoe overgaat alle naar haar oordeel relevante omstandigheden in aanmerking nemen. De voor een bepaald portefeuilleprofiel aangeven grootte van de voor de cliënt acceptabele **waardeschommelingen\*** (uitgedrukt in een percentage van de waarde van de portefeuille) houdt niet in dat er geen grotere waardeschommeling op zal kunnen treden. Het betreft hier slechts indicaties, die dienen als hulpmiddel om te bepalen welk portefeuilleprofiel het beste bij de risicohouding van de cliënt past.

- 3.4 Bijlage I bij de overeenkomst luidt onder meer:

**Beleggingsdoelstelling**

Uw beleggingsdoelstelling is algemene vermogensgroei (correctie voor inflatie/ goed rendement).

**Beleggingshorizon**

Uw beleggingshorizon is tussen 5 en 10 jaar.

**Voor beleggingen beschikbaar vermogen**

Uw totale voor beleggingen beschikbare vermogen bedraagt circa € 1.000.000 waarvan € 195.000 het Belegbare Vermogen als bedoeld in deze overeenkomst is.

Uw inkomen zal naar verwachting op korte termijn gelijk blijven.

De herkomst van het belegbaar vermogen is arbeid.

**Financiële positie**

Uw jaarlijkse bruto inkomsten bedragen tussen € 25.000 en € 50.000.

Het betreft inkomsten uit arbeid.

Voor uw levensonderhoud bent u niet afhankelijk van de inkomsten uit het belegbare vermogen.

**Risicohouding en rendement**

U streeft een rendement na van gemiddeld 6-8% per jaar.

De rendements-risicoverhouding, gemiddelde opbrengst en een gemiddeld risico, spreekt u het meest aan.

3.5 In juni 2007 heeft de Vermogensbeheerder het beheer van de effectenportefeuille van Belanghebbenden van [naam 6] overgenomen. De effectenportefeuille bevatte ook opties. De waarde van de effectenportefeuille bij aanvang was € 240.860,-. Ten behoeve van het beheer is voor Belanghebbenden een effectenrekening bij [naam bank] N.V. geopend.

3.6 De Vermogensbeheerder heeft op enig moment een 'Consumentenbrief inzake Beleggingsbeleid (..)' verspreid. Daarin is onder meer opgenomen:

**6. HOE KUNT U ALS (POTENTIËLE) CLIËNT HET BELEGGINGSBELEID VAN DE BELEGGINGSONDERNEMING BEOORDELEN?**

*Welke maatstaven moet u als cliënt gebruiken om het beleggingsbeleid en beleggingsresultaten te beoordelen? En op welke termijn (horizon) is een beoordeling van het beleid en resultaten zinvol?*

*Wij zijn van mening dat een beoordeling van een gevoerd beleggingsbeleid niet alleen gedaan moeten worden op basis van het rendement, maar ook het genomen risico om tot het rendement te komen en de bijbehorende kosten. Omdat beurzen en beleggingsresultaten zich nooit lineair zullen gedragen en van tijd tot tijd volatiel kunnen zijn, is het zinvol om een periode van ca. 3-5 jaar te gebruiken voor het goed kunnen beoordelen van de geleverde prestaties. [De Vermogensbeheerder] streeft er naar om uw vermogen optimaal te laten renderen, waarbij een langdurige vertrouwensband wordt opgebouwd. Wij streven niet zozeer een rendement na dat elk jaar een bepaalde index verslaat maar streven naar het beperken van verlies in dalende markten en een goed rendement in stijgende markten. Een bovengemiddeld rendement bij een beneden-gemiddeld risico is ons inziens de basis voor een succesvolle duurzame samenwerking met onze klanten.*

3.7 Partijen hebben vanaf de aanvang van het beheer regelmatig contact gehad. Van de gespreksmomenten heeft de Vermogensbeheerder notities gemaakt.

3.8 In 2015 is een nieuw intakeformulier ingevuld. Op het formulier is bij een vraag over de mogelijke waardeontwikkeling van een voorbeeldportefeuille aangevinkt dat Belanghebbenden het risico nemen dat de portefeuille na een jaar een rendement heeft van tussen -10% en +25%. Het risicoprofiel van Belanghebbenden is neutraal gebleven.

- 3.9 Tijdens het beheer hebben Consumenten geen aanvullende stortingen op of onttrekkingen aan het belegd vermogen gedaan. Het vermogen heeft zich als volgt ontwikkeld:

Jaar	AuM	Resultaat	%	Resultaat cum	% cum
Startdatum portefeuille	€ 240.263				
2007	€ 210.728	-€ 29.535	-12%		-12%
2008	€ 129.092	-€ 81.636	-39%	-€ 111.171	-46%
2009	€ 172.471	€ 43.379	34%	-€ 67.792	-28%
2010	€ 199.329	€ 26.858	16%	-€ 40.934	-17%
2011	€ 159.003	-€ 40.326	-20%	-€ 81.260	-34%
2012	€ 169.249	€ 10.246	6%	-€ 71.014	-30%
2013	€ 164.436	-€ 4.813	-3%	-€ 75.827	-32%
2014	€ 181.195	€ 16.759	10%	-€ 59.068	-25%
2015	€ 187.885	€ 6.690	4%	-€ 52.378	-22%
Einddatum portefeuille	€ 181.252	-€ 6.633	-4%	-€ 59.011	-25%

- 3.10 Bij brief van 8 april 2016 hebben Belanghebbenden zich bij de Vermogensbeheerder over het beleggingsresultaat beklagd en gevraagd de portefeuille te liquideren. De Vermogensbeheerder heeft de klacht afgewezen.

#### 4. Vorderingen en advies Geschillencommissie

- 4.1 Belanghebbenden hebben geklaagd over het resultaat van het vermogensbeheer. Volgens hen zijn te risicovolle producten in de portefeuille opgenomen, in aanmerking genomen het overeengekomen neutrale risicoprofiel.
- 4.2 Belanghebbenden hebben hun schade begroot op het verschil tussen het vermogen bij het einde van het vermogensbeheer (€ 181.252,38) en het vermogen dat zij bij belegging in het [naam fonds] zouden hebben ontvangen (€ 343.373,-). Dat verschil vorderen zij als schadevergoeding van de Bank.
- 4.3 De Geschillencommissie heeft, kort gezegd, het volgende overwogen. Het beroep op schending van de klachtplicht wordt verworpen, omdat aannemelijk is dat Belanghebbenden tot het einde van het vermogensbeheer zijn afgegaan op geruststellende mededelingen door de Vermogensbeheerder en niet aannemelijk is dat de Vermogensbeheerder door tijdsverloop nadeel heeft ondervonden. De rendementsdoelstelling van 8% of hoger is volgens de Geschillencommissie nauwelijks te verenigen met een neutraal risicoprofiel en daaraan ondergeschikt. Het beleggen in derivaten als opties en turbo's binnen de categorie zakelijke waarden is niet onverenigbaar met een neutraal risicoprofiel. Wel mogen de risico's daarvan, behoudens instemming van de opdrachtgever, niet groter zijn dan die van het beleggen in aandelen. Om die reden moeten de optietransacties in beginsel worden beperkt tot transacties die in verband met de in de portefeuille aanwezige aandelen als gedekt kunnen worden beschouwd. Uitoefening van opties mag verder niet ertoe leiden dat de asset allocatie wordt overschreden of dat aandelen in de portefeuille komen die niet passen bij het risicoprofiel. Volgens de Geschillencommissie hebben de

optietransacties die in het kader van het onderhavige vermogensbeheer zijn uitgevoerd, niet aan deze voorwaarden voldaan, terwijl deze transacties en de daaraan verbonden risico's voor Belanghebbenden ook niet voldoende zichtbaar waren. Bovendien hebben de frequente transacties kosten meegebracht die de rendementsdoelstelling in gevaar brachten en die niet in overeenstemming zijn met zorgvuldig vermogensbeheer.

- 4.4 De Geschillencommissie acht het aannemelijk dat Belanghebbenden bij een goed inzicht in de risico's voor een andere vorm van vermogensbeheer zouden hebben gekozen of eerder maatregelen zouden hebben genomen om hun verlies te beperken. Voor dat verlies houdt de Geschillencommissie de Vermogensbeheerder aansprakelijk. Het verlies heeft de Geschillencommissie, met toepassing van de zogenaamde VBR-index (gepubliceerd op [www.vermogensbeheer.nl](http://www.vermogensbeheer.nl)) begroot op € 145.000,-. Een derde van dit verlies moet volgens de Geschillencommissie voor rekening van Belanghebbenden blijven, omdat ze welbewust hebben gekozen voor de specifieke vorm van vermogensbeheer door de Vermogensbeheerder, terwijl ze uit de documentatie van de Vermogensbeheerder hadden kunnen afleiden dat daaraan grotere risico's waren verbonden dan aan een meer terughoudend en klassiek beleggingsbeleid. Aldus heeft de Geschillencommissie beslist dat de Vermogensbeheerder € 96.666,- aan Belanghebbenden moet vergoeden.

## 5. **Beoordeling van het beroep**

- 5.1 De Vermogensbeheerder heeft tien grieven tegen het bindend advies van de Geschillencommissie aangevoerd. Belanghebbenden hebben in incidenteel beroep een grief gericht tegen het oordeel van de Geschillencommissie dat een derde van de schade (wegens eigen schuld) voor hun rekening dient te blijven. De grieven worden hierna besproken, voor zover die van belang zijn voor de beslissing in beroep.

### *Klachtplicht en verjaring*

- 5.2 De Vermogensbeheerder heeft in grief I met een beroep op artikel 6:89 van het Burgerlijk Wetboek (BW) aangevoerd dat Belanghebbenden te laat hebben geklaagd over het tegenvallende rendement. De Vermogensbeheerder heeft daartoe gesteld, kort gezegd, dat Belanghebbenden ervaren beleggers waren en dat zij al in 2007 en 2008 hebben kunnen zien dat het streefrendement van 6% tot 8% niet werd behaald. Zij hebben desondanks pas in 2016 daarover geklaagd. Dat laat zich niet verklaren door geruststellende mededelingen van de Vermogensbeheerder, want die zijn niet gedaan. Door het late tijdstip van klagen heeft de Vermogensbeheerder geen schade beperkende maatregelen kunnen nemen, zoals het toepassen van een ander beleggingsbeleid. De Vermogensbeheerder heeft bovendien in het kader van grief I een beroep gedaan op verjaring van de schadevordering van Belanghebbenden, aangezien meer dan vijf jaren zijn verstreken vanaf het moment dat zij bekend waren dan wel behoorden te zijn met de schade.



- 5.3 Waar het om gaat, is of - en zo ja wanneer - Belanghebbenden reden hadden om aan te nemen dat de Vermogensbeheerder te kort schoot in de nakoming van zijn verplichtingen ter zake van het beheer van hun effectenportefeuille doordat dit het beheer niet beantwoordde aan de overeenkomst, met name omdat werd belegd in producten die niet pasten bij hun profiel.
- 5.4 Als uitgangspunt mag worden aangenomen dat de Vermogensbeheerder bij het vermogensbeheer kon worden beschouwd als de professionele en bij uitstek deskundige dienstverlener en dat Belanghebbenden die professionaliteit en deskundigheid niet bezaten. Dit brengt reeds mee dat Belanghebbenden niet zonder meer hoefden te onderkennen of de uitvoering door Vermogensbeheerder van het aan Vermogensbeheerder toevertrouwde beheer van hun vermogen wel of niet voldeed aan wat ter zake was overeengekomen. Daar komt nog bij dat zij in beginsel ervan mochten uitgaan dat de Vermogensbeheerder zijn verplichtingen jegens hen naar behoren naleefde. Op Belanghebbenden rustte dan ook op grond van artikel 6:89 BW pas dan een plicht om te onderzoeken of de Vermogensbeheerder zijn verplichtingen jegens hen wel had nageleefd, indien zij gereede aanleiding hadden te veronderstellen dat de Vermogensbeheerder daarin kon zijn tekortgeschoten. En pas wanneer zij met een dergelijk onderzoek een tekortschieten hadden ontdekt of redelijkerwijs hadden kunnen ontdekken, hadden zij binnen bekwame tijd over dat tekortschieten bij Vermogensbeheerder moeten klagen. Het enkele feit dat de beleggingsresultaten tegenvielen of dat verliezen werden geleden, wijst niet zonder meer op een tekortkoming van de Vermogensbeheerder en heeft voor Belanghebbenden ook geen aanleiding hoeven te zijn om aan te nemen dat Vermogensbeheerder zijn verplichtingen jegens hen ter zake van het beheer van de effectenportefeuille niet naar behoren nakwam of om daarnaar een onderzoek te doen. Andere feiten of omstandigheden die voor Belanghebbenden (aanmerkelijk) eerder dan in 2016 voldoende aanwijzingen voor een tekortschieten van Vermogensbeheerder hadden kunnen opleveren, zijn niet of niet voldoende gesteld of aannemelijk geworden. Grief I, voor zover daarin de verwerping van het beroep van de Vermogensbeheerder op artikel 6:89 BW wordt bestreden, faalt.
- 5.5 Voor zover in Grief I ook een beroep op verjaring van de schadevordering wordt gedaan, faalt dat beroep eveneens. Een rechtsvordering tot schadevergoeding verjaart vijf jaren na de aanvang van de dag volgende op die waarop de benadeelde zowel met de schade als met de daarvoor aansprakelijke persoon bekend is geworden. De eis van bekendheid met de aansprakelijke persoon houdt in dat voor het gaan lopen van de verjaringstermijn ook vereist is dat de benadeelde bekend is met de oorzaak van de schade en aan wie die oorzaak is toe te rekenen. In het onderhavige geval betreft die oorzaak het tekortschieten van de Vermogensbeheerder in de nakoming van haar verplichtingen jegens Belanghebbende. Ook hier geldt dat niet van feiten en omstandigheden is gebleken waaruit kan worden afgeleid dat Belanghebbenden al vijf jaren vóór het in mei 2016 instellen van de schadevordering tegen de Vermogensbeheerder wisten dat laatstgenoemde tekortschoot in de nakoming van zijn verplichtingen jegens Belanghebbenden ter zake van het beheer van hun effectenportefeuille. Er is ook hier ervan uit te gaan dat het enkele feit dat de beleggingsresultaten tegenvielen of dat verliezen werden geleden, niet zonder meer op een tekortkoming van de Vermogensbeheerder wijst.

*Profiel en asset allocatie*

- 5.6 Op basis van de informatie die Belanghebbenden aan de Vermogensbeheerder hebben verstrekt, is voor hen een neutraal risicoprofiel vastgesteld. Het staat niet ter discussie dat dit een passend en bewust gekozen profiel was. De Vermogensbeheerder behoefde op grond van de door Belanghebbenden verstrekte informatie geen rekening houden met een pensioendoelstelling. Belanghebbenden hebben immers uitdrukkelijk niet als beleggingsdoelstelling aangegeven dat (mede) sprake was van ‘aanvulling op toekomstig inkomen (aanvullend pensioen)’. Zowel de vraag op het intakeformulier als het antwoord van Belanghebbenden daarop laten aan duidelijkheid niets te wensen over. De door Belanghebbenden verstrekte informatie gaf ook geen aanleiding om aan de juistheid daarvan te twijfelen, mede in aanmerking genomen dat de Vermogensbeheerder alleen een beperkt deel van het vermogen in beheer kreeg. De Vermogensbeheerder behoefde daarom naar aanleiding van de verstrekte informatie geen nadere vragen op dit punt aan Belanghebbenden voor te leggen.
- 5.7 Anders dan bij de Geschillencommissie hebben Belanghebbenden in beroep aangevoerd dat de bandbreedten tussen de zakelijke waarden en vastrentende waarden zijn overschreden, omdat bepaalde producten, gelet op het daaraan verbonden risico, ten onrechte onder de vastrentende waarden zijn opgenomen. Dit is een uitbreiding van de klacht, die niet voor het eerst in beroep aan de orde kan worden gesteld. Overigens ziet de Commissie van Beroep geen goede gronden om aan te nemen dat de Vermogensbeheerder bepaalde producten onjuist heeft gekwalificeerd, althans in die mate dat de bandbreedten (structureel) werden overschreden.
- 5.8 Belanghebbenden hebben bij de Geschillencommissie wel aangevoerd dat de Vermogensbeheerder te risicovolle beleggingen heeft gekozen, gelet op het neutrale risicoprofiel.
- 5.9 De vraag of de beleggingen te risicovol waren, moet worden beantwoord aan hetgeen partijen zijn overeengekomen. Daarbij is met name het neutrale risicoprofiel en de in de overeenkomst opgenomen omschrijving van de verschillende beleggingscategorieën van belang, in het licht van de beleggingsdoelstelling (algemene vermogensgroei), de middellange beleggingshorizon (5-10 jaar) en het nagestreefde rendement (6-8% per jaar).

*Vastrentende waarden*

- 5.10 Wat betreft de vastrentende waarden hebben Belanghebbenden in beroep met name erop gewezen dat perpetuele leningen, floating rate notes en bedrijfsobligaties met een lage rating als vastrentende waarden zijn aangekocht.
- 5.11 De omschrijving van de vastrentende waarden in de overeenkomst laat aankoop van de door Belanghebbenden bedoelde producten toe. Het is verder niet zonder meer onverenigbaar met een neutraal profiel dat ook perpetuele leningen en floating rate notes in de portefeuille worden opgenomen. Het aandeel van de door Belanghebbenden genoemde perpetuele leningen en floating rate notes in het totaal van vastrentende



waarden is beperkt gebleven. De specifieke risico-eigenschappen van deze producten in samenhang met de aard en reputatie van de bedrijven die deze producten hebben uitgegeven en de destijds bestaande marktomstandigheden, zijn ook niet zodanig dat deze niet pasten in het beheer. De producten waren voorts geschikt om bij te dragen aan de rendementsdoelstelling van Belanghebbenden. De bedrijfsobligaties die Belanghebbenden hebben genoemd, zijn evenmin onverenigbaar met de overeenkomst. Het enkele feit dat de obligaties een mindere rating hadden, maakt deze nog niet ongeschikt voor opname of behoud in de portefeuille van Belanghebbenden. Ten overvloede overweegt de Commissie van Beroep dat niet is gesteld of aannemelijk geworden dat door de Vermogensbeheerder gemaakte beleggingskeuzes ten aanzien van de vastrentende waarden tot (een groter) verlies hebben geleid dan het geval zou zijn geweest indien andere vastrentende waarden in de portefeuille waren opgenomen.

#### *Zakelijke waarden*

- 5.12 Wat betreft de zakelijke waarden staan met name de opties ter discussie. Volgens Belanghebbenden is zonder noodzaak op grote schaal in opties gehandeld, kennelijk vooral om het rendement op de portefeuille te verhogen. In de rapportages is dat onvoldoende zichtbaar gemaakt. Bovendien heeft het geleid tot hoge transactiekosten. De Geschillencommissie heeft aangenomen dat het beheer van de Vermogensbeheerder op dit punt niet heeft voldaan aan de daaraan te stellen eisen. Daarover gaan de grieven 2 tot en met 7 van de Vermogensbeheerder.
- 5.13 De overeenkomst staat toe dat opties als zakelijke waarden in de portefeuille worden opgenomen. Wel mag van een redelijk bekwaam en redelijk handelend vermogensbeheerder worden verwacht dat de beleggingsbeslissingen met betrekking tot de opties kunnen worden verklaard vanuit een bepaalde visie of strategie die past bij het geldende, neutrale profiel, in aanmerking genomen de aan opties verbonden risico's en kosten. De Commissie van Beroep neemt aan dat ook de Geschillencommissie dit op het oog heeft, zij het dat de Commissie van Beroep geen reden ziet om het beleid en de beperkingen die de Geschillencommissie heeft geformuleerd, bij voorbaat en in alle gevallen tot de enig juiste maatstaf te nemen.
- 5.14 Wat in dit geval opvalt, is dat de Vermogensbeheerder een groot aantal optietransacties heeft verricht. Het gaat om ongeveer 1.000 transacties in minder dan 10 jaar. De richtlijnen die de Vermogensbeheerder zegt daarbij in acht te hebben genomen (beroepschrift p. 17, onder xii-xiv), zijn op zichzelf aanvaardbaar, maar de richtlijnen bevatten geen visie of strategie. De richtlijnen verklaren immers niet waarom, gegeven het neutrale profiel, zo veel transacties zijn verricht en waarom de desbetreffende opties zijn gekozen. Ook op de mondelinge behandeling is daarover geen duidelijkheid verschaft. De visie dat kansrijke fondsen worden gekozen, kort gezegd, op basis van een top-down macro-economische analyse, is te vaag en algemeen om de transacties te verklaren. Bij gebreke van een deugdelijke verklaring komt de Commissie van Beroep tot de conclusie dat het grote aantal transacties in een grote diversiteit van opties zich niet laat verenigen met een zorgvuldig beheer op basis van het neutrale risicoprofiel. Op het punt van de

belegging in opties is naar het oordeel van de Commissie van Beroep dus sprake van een tekortkoming in de nakoming van de verplichtingen uit het vermogensbeheer.

- 5.15 Dat bij de keuze voor andere zakelijke waarden sprake is geweest van een tekortkoming, is niet voldoende aannemelijk geworden. Specifiek wat betreft de turbo's geldt dat de overeenkomst dergelijke producten niet van het beheer uitsloot en dat de omvang van de belegging in turbo's beperkt is gebleven.
- 5.16 De tekortkoming verplicht de Vermogensbeheerder volgens artikel 2 van de overeenkomst tot schadevergoeding indien de schade een rechtstreeks gevolg is van grove nalatigheid of opzet. De Vermogensbeheerder heeft in zijn verweer in de procedure bij de Geschillencommissie (op p. 3 en 4) ontkend dat sprake is van grove nalatigheid of opzet. De Geschillencommissie heeft hiernaar verwezen in 3.2 van het bindend advies en is vervolgens tot de conclusie gekomen dat de Vermogensbeheerder jegens Belanghebbenden schadeplichtig is. De Vermogensbeheerder heeft in beroep weliswaar verwezen naar zijn stellingen in eerste aanleg, maar niet aangevoerd, laat staan toegelicht, dat zij niet schadeplichtig is bij gebreke van grove nalatigheid of opzet indien sprake is van een tekortkoming. Voor zover de Vermogensbeheerder zijn verweer op dit punt heeft willen handhaven, is dat verweer naar het oordeel van de Commissie van Beroep daarom onvoldoende duidelijk naar voren gebracht en toegelicht. De Commissie van Beroep zal om die reden aannemen dat de vastgestelde tekortkoming de Vermogensbeheerder tot schadevergoeding verplicht.
- 5.17 Uit het voorgaande volgt dat de grieven 2 tot en met 7 van de Vermogensbeheerder vergeefs zijn voorgedragen.

#### *Schade*

- 5.18 Grief 10 van de Vermogensbeheerder betreft de begroting van de schade. Wat betreft de begroting van de schade geldt dat er geen reden is om, zoals Belanghebbenden wensen, het resultaat van het beheer van de gehele portefeuille te vergelijken met het resultaat van een Robecofonds of een niet-verifieerbaar, fictief resultaat van de website [www.vermogensbeheer.nl](http://www.vermogensbeheer.nl). De tekortkoming betreft alleen de optietransacties en er moet dus worden vastgesteld welke schade uit die transacties is voortgekomen.
- 5.19 De schade betreft in de eerste plaats het verlies op de optietransacties en de met de transacties gemoeide kosten. De Vermogensbeheerder heeft die schade becijferd op € 46.310,- (beroepschrift onder 14.10). Belanghebbenden hebben niets aangevoerd waaruit kan volgen dat deze berekening onjuist is, zodat de Commissie van Beroep die overneemt. In zoverre slaagt grief 10 van de Vermogensbeheerder.
- 5.20 De schade bedraagt daarnaast het gederfde rendement over het vermogen dat in opties is belegd. Deze schade is niet nauwkeurig vast te stellen, maar moet zo goed mogelijk worden geschat. Voor deze schatting heeft de Commissie van Beroep aangenomen dat het verlies op de optietransacties in gelijke mate over de jaren van het beheer is ontstaan, dus elk jaar € 6.616,-. Het gederfde rendement daarover stelt de Commissie van Beroep gelijk

aan het rendement dat tijdens het beheer volgens de Vermogensbeheerder is behaald (zie hierboven onder 3.9 en bijlage I bij de brief van de Vermogensbeheerder van 1 februari 2018). Het gederfde rendement is dan € 4.236,-. Dat brengt de totale schade op € 50.546,-.

- 5.21 Nu de kosten van de optietransacties in de schade zijn meegenomen, behoeft grief 8 van de Vermogensbeheerder geen bespreking meer. Grief 9 van de Vermogensbeheerder kan eveneens buiten bespreking blijven, omdat het voor de verplichting tot schadevergoeding niet relevant is of Belanghebbenden bij een goed inzicht in de risico's van het beheer door de Vermogensbeheerder voor een andere vorm van vermogensbeheer zouden hebben gekozen.

*Eigen schuld*

- 5.22 Belanghebbenden hebben zich met hun incidentele grief ertegen verzet dat de schade, althans de schade die is geleden vóór 1 januari 2009, deels voor hun eigen rekening is gebracht.
- 5.23 De reden waarom de Geschillencommissie de schade deels voor rekening van Belanghebbenden heeft gelaten, komt erop neer dat Belanghebbenden hebben gekozen voor een specifieke vorm van vermogensbeheer waaraan hogere risico's waren verbonden dan bij vermogensbeheer met een terughoudender en op klassieke beleggingen gericht beleid. Uit welke documentatie en informatie Belanghebbenden hebben moeten afleiden dat aan het onderhavige vermogensbeheer hogere risico's waren verbonden, is echter niet duidelijk gemaakt. Met hun keuze voor de Vermogensbeheerder hebben Belanghebbenden bovendien niet het risico aanvaard of bevorderd dat de Vermogensbeheerder het beheer anders zou uitvoeren dan was overeengekomen. Er is dus in zoverre geen reden om de schade die door de optietransacties is ontstaan, voor rekening van Belanghebbenden te laten. Waar verder uitgangspunt is dat Belanghebbenden onvoldoende zicht hebben gehad op de aard en omvang van de optietransacties en het hun ook niet duidelijk behoefde te zijn dat daarmee werd afgeweken van de overeenkomst, valt het hun ook niet te verwijten dat zij daartegen niet zijn opgetreden, althans niet eerder dan dat zij zich daarover bij de Vermogensbeheerder hebben beklagd. Ook voor het overige zijn geen feiten of omstandigheden aannemelijk geworden die de conclusie rechtvaardigen dat Belanghebbenden aan de schade hebben bijgedragen. De schade behoort daarom niet deels voor hun eigen rekening te blijven.
- 5.24 De conclusie is dat de grief van Belanghebbenden slaagt.

*Overig*

- 5.25 Hetgeen partijen verder nog naar voren hebben gebracht, behoeft niet te worden besproken, omdat dit niet tot een andere beslissing kan leiden.

### *Slotsom*

- 5.26 De slotsom is dat de bezwaren van de Vermogensbeheerder tegen het advies van de Geschillencommissie deels terecht zijn voorgesteld. Ook het bezwaar van Belanghebbenden treft doel. De Commissie van Beroep zal daarom een andere beslissing in de plaats van het bindend advies van de Geschillencommissie stellen.

### *Rente en kosten*

- 5.27 Belanghebbenden hebben in beroep alsnog verzocht om vergoeding van wettelijke rente vanaf 8 april 2016 en om vergoeding van de kosten van rechtsbijstand. De wettelijke rente is toewijsbaar. De kosten van rechtsbijstand worden met toepassing van het geldende liquidatietarief begroot op € 3.000,- (2 punten x € 1.500,00).

## **6. Beslissing**

De Commissie van Beroep stelt de volgende beslissing in de plaats van het bindend advies van de Geschillencommissie:

De Vermogensbeheerder moet binnen vier weken na heden aan Belanghebbenden betalen:

- € 50.546,- aan schadevergoeding, te vermeerderen met de wettelijke rente daarover vanaf 8 april 2016;
- € 500,- voor de eigen bijdrage die Belanghebbenden in beroep hebben betaald;
- € 3.000,- voor de kosten van rechtsbijstand in beroep.