

## **Uitspraak Commissie van Beroep 2014-018 d.d. 8 mei 2014**

(mr. F.R. Salomons, voorzitter, mr. A. Bus, mr. J.B. Fleers, drs. P.H.M. Kuijs AAG en mr. W.J.J. Los, leden, en mr. M.J. Drijfholt, secretaris)

### **Samenvatting**

Vermogensbeheer. Beheerovereenkomst. Asses-allocatie. Dekkingstekort. Checklist client-acceptance. Risicoprofiel. Voorlichting bank.

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

### **1. De procedure in hoger beroep**

- 1.1 Bij een op 24 oktober 2013 door de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening (verder: Commissie van Beroep) ontvangen beroepschrift met bijlagen heeft belanghebbende een uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening (verder: Geschillencommissie) van 11 september 2013 ter toetsing voorgelegd.
- 1.2 De bank heeft een op 6 december 2013 gedateerd verweerschrift ingediend.
- 1.3 De Commissie van Beroep heeft het beroep mondeling behandeld op 27 januari 2014. Beide partijen waren aanwezig.

### **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. Inleiding op de beoordeling van het beroep**

- 3.1 De Commissie van Beroep gaat uit van de door de Geschillencommissie onder 2.1 tot en met 2.16 van haar uitspraak vermelde feiten.
- 3.2 Kort gezegd gaat het om het volgende.
  - 3.2.1 Partijen hebben op 8 december 2003 gesproken over vermogensbeheer. Naar aanleiding daarvan heeft de bank een 'checklist client-acceptance' opgesteld. Op deze checklist is onder meer vermeld:

*“Professionele en sociale achtergrond van de relatie (beroep, clubs, functies etc)  
Heeft een bloemenexport bedrijf. (...)  
Beschikbaar vermogen en financiële positie*

Schatting totaalvermogen (incl. een paar panden en bedrijf): EUR 5 a 6 mio. Wil beginnen met (..) Value Investing met circa EUR 400/m. Er kan circa EUR 300/m tot EUR 500/m per jaar toegevoegd worden aan de portefeuille indien het goed gaat/hij er vertrouwen in heeft.

Herkomst van de financiële middelen

Uit arbeid.

Bedrijf heeft hij overgenomen van zijn vader.

Risicoperceptie en beleggingservaring

Zit ook bij de [naam] bank. Heeft heel veel in opties gedaan waarbij hij zowel veel geld heeft gewonnen als ook verloren. Heeft geen zin meer om zelf met het geld te bemoeien.”

Naar aanleiding van het gesprek heeft belanghebbende de brochure “Kenmerken en risico’s bij beleggen in effecten” en de voorlichtingsbrochure over Value Investing ontvangen, genaamd “Beleggen vanuit een geheel ander perspectief”. In de voorlichtingsbrochure over Value Investing is onder meer vermeld:

**“Het uitgangspunt van Value Investing beleggen**

Het uitgangspunt van Value Investing beleggen is in beginsel eenvoudig. Het is de kunst beleggingen voor onze cliënten te vinden die op het moment van aankoop “ondergewaardeerd” zijn ten opzichte van hun reële waarde. (..) Over het algemeen zullen aandelen opgenomen worden van ondernemingen met een relatief lage koers/winstverhouding, een relatief hoog dividendrendement en bovenal een achterliggende waarde van de onderneming die hoger is dan de beurswaarde op het moment van aankoop. Risicospreiding in de portefeuille vindt plaats door het opnemen van een ruim aantal fondsen.

Voor het feit dat Value Investing zich niet in een grotere mate van populariteit mag verheugen is een aantal verklaringen. Zoals gezegd speelt de omvang van het te beleggen vermogen een rol. Wie miljarden te beleggen heeft zal moeite hebben zich te manifesteren als koopjesjager. Voorts spelen psychologische factoren een rol van niet te onderschatten betekenis. De value-belegger zal vaak tegen de heersende trend ingaan en zich moeten losmaken van de heersende opinie. (..)

**Afwijkend resultaat**

Consequentie van deze beleggingsfilosofie is wel dat de performance van op deze wijze ingevulde portefeuilles beduidend kan afwijken van de algemene beurstrend.

Daarnaast is het nodig een langere beleggingshorizon te hanteren, aangezien sommige investeringen meer tijd vergen alvorens vruchten af te werpen.

**Beleggen volgens een andere stijl naast de bestaande “traditionele” portefeuille vermindert het specifieke risico van uw totale vermogen. (..)**

**Voor welke beleggers is value investing interessant?**

Wij hebben in de loop van de jaren ervaren dat deze benadering met name aanslaat bij cliënten die een “ondernemende” vorm van beleggen appreciëren. Een manier van beleggen die niet primair gericht is op een marktconforme benadering en het bewandelen van platgetreden paden. (..)”

Partijen hebben op 21 december 2003 een beheerovereenkomst ondertekend. De daarbij behorende bijlage luidt onder meer als volgt:

**“BIJLAGE BEHEEROVEREENKOMST (VALUE INVESTING)**

(..)

## 2. Asset-allocatie

De effectenportefeuille zal door (de bank) op basis van het onderstaande risicoprofiel beheerd worden.

- Aandelen *minimum: 20% - maximum: 80%*
- Vast inkomen genererend *minimum: 20% - maximum: 80%*

Met inachtneming van de bovenstaande criteria zal het vermogen voor een gedeelte worden belegd in vast inkomen genererende waarden, (o.a. obligaties) waarden met een (semi-) vastrentend karakter (o.a. preferente aandelen) en in aandelen van onroerend goed fondsen. Daarnaast zal het vermogen worden belegd in nationale en internationale effecten, waarbij de fondsen geselecteerd zullen worden op basis van “Value Investing”. Selectie van fondsen op basis van de Value Investing systematiek kan resulteren in een fondskeuze die een minder conventionele portefeuille oplevert.

## 3. Specifieke beleggingsinstructies geen.”

- 3.2.2 Belanghebbende heeft in de periode van 2004 tot en met 2007 meerdere stortingen gedaan tot een totaal van € 1.860.000,-. Op 14 november 2007 heeft de bank aan belanghebbende een krediet verstrekt van € 850.000,-, voor de aflossing van een lening van een voormalige vriendin. Tot zekerheid is ten behoeve van de bank een pandrecht gevestigd op de beleggingsportefeuille van belanghebbende. Verder is overeengekomen dat het krediet een bevoorschottingswaarde van 50 procent van de (beurs)waarde van de beleggingen niet mocht overschrijden.
- 3.2.3 Medio 2008 is de bevoorschottingswaarde van het krediet overschreden. Vanaf 24 juni 2008 heeft de bank op diverse momenten daarover met belanghebbende gesproken. Van de gesprekken heeft de bank verslagen gemaakt. Bij brief van 17 november 2008 heeft de bank belanghebbende verzocht maatregelen te nemen om het dekkingstekort te verminderen en daarbij ter keuze van belanghebbende enkele maatregelen opgesomd, waaronder de afgifte van een zogenoemde positieve/negatieve hypotheekverklaring (een toezegging over het vestigen van een hypotheek) voor het geval belanghebbende niet uiterlijk op 30 april 2009 aan zijn verplichtingen zou kunnen voldoen. Belanghebbende heeft echter besloten de portefeuille te liquideren. De beheerovereenkomst is op 28 april 2009 beëindigd.
- 3.3 Belanghebbende heeft vergoeding gevorderd van het verlies dat hij op zijn beleggingsportefeuille heeft geleden, berekend op € 847.434,-, te vermeerderen met rente en kosten. Volgens belanghebbende heeft de bank zich niet gedragen zoals van een redelijk bekwaam en redelijk handelend vermogensbeheerder mag worden verwacht. Hij heeft in dit verband de bank in hoofdzaak het volgende verweten:
- a. De bank heeft de risicobereidheid van belanghebbende onvoldoende geïnventariseerd en geen, althans een onvoldoende risicoprofiel opgesteld. Het vermogen van belanghebbende diende tot verwerving van inkomen.
  - b. De beleggingen en het in 2007 verstrekte krediet waren niet in overeenstemming met het risicoprofiel van belanghebbende.

- c. De bank heeft belanghebbende onvoldoende geïnformeerd over en gewaarschuwd voor de risico's van Value Investing.
- d. De bank heeft belanghebbende niet of onvoldoende gewaarschuwd voor de in 2008 ontstane dekkingstekorten.

3.4 De Geschillencommissie heeft de vordering afgewezen. Daartoe heeft de Geschillencommissie het volgende overwogen, kort gezegd:

- a. De informatie die is vermeld op de checklist client-acceptance is onvoldoende, maar niet aannemelijk is dat dit heeft geleid tot de gestelde schade. Niet aannemelijk is dat belanghebbende een lage risicobereidheid had en volgens een defensief risicoprofiel wilde beleggen. De bank mocht aannemen dat belanghebbende vrij beschikbaar vermogen had zonder specifieke doelstelling.
- b. De beleggingen zijn niet in overeenstemming geweest met de uitgangspunten die zijn opgenomen in de checklist client-acceptance en de beheerovereenkomst. De bank was niet ervan op de hoogte dat belanghebbende stortingen heeft gedaan met gelden die hij van een vriendin had geleend.
- c. De bank heeft belanghebbende door het intakegesprek, de brochures, een seminar en kwartaalrapportages voldoende ingelicht over de risico's van beleggen en van Value Investing.
- d. Uit gespreksverslagen blijkt dat de bank belanghebbende tijdig en voldoende heeft gewezen op de dekkingstekorten.

#### **4. Beoordeling van het beroep**

4.1 Belanghebbende heeft het oordeel van de Geschillencommissie op alle onderdelen bestreden.

##### Het risicoprofiel

4.2 Belanghebbende heeft aangevoerd dat hij een defensief risicoprofiel had.

4.3 Niet gebleken is dat de bank ten tijde van het sluiten van de beheerovereenkomst méér relevante informatie over belanghebbende heeft verzameld dan op de checklist client-acceptance is vermeld. Evenals de Geschillencommissie is de Commissie van Beroep van oordeel dat deze informatie te summier is voor een goede inventarisatie van de risicobereidheid van belanghebbende.

4.4 Dat brengt echter nog niet mee dat de bank van een onjuist risicoprofiel is uitgegaan. Uit de in de checklist client-acceptance vermelde informatie blijkt niet dat het te beleggen vermogen van belanghebbende diende tot verwerving van inkomen of bestemd was voor een oudedagsvoorziening. Ook uit andere stukken of hetgeen belanghebbende in deze procedure naar voren heeft gebracht, is dat niet aannemelijk geworden. Integendeel, uit de gesprekken die belanghebbende na het sluiten van de beheerovereenkomst met de bank heeft gevoerd, blijkt dat belanghebbende aan de bank heeft laten weten dat het ging om vermogen waarover hij vrij kon beschikken. Belanghebbende heeft bovendien bij het aangaan van de beheerovereenkomst gekozen voor Value Investing. In de brochure die hij

vóór het aangaan van de beheerovereenkomst heeft ontvangen, is onder meer vermeld dat deze vorm van beleggen een ander perspectief heeft, vaak ingaat tegen de heersende trend, een beduidend afwijkende performance kan hebben en een langere beleggingshorizon hanteert en dat ‘deze benadering met name aanslaat bij cliënten die een “ondernemende” vorm van beleggen appreciëren’. Voor belanghebbende, als ervaren belegger en ondernemer, moet hieruit duidelijk zijn geweest dat Value Investing bepaald geen defensieve vorm van beleggen was.

De vermelding dat Value Investing ‘naast de bestaande “traditionele” portefeuille (..) het specifieke risico van uw totale vermogen (vermindert)’ brengt daarin geen verandering, maar toont integendeel aan dat het gaat om een niet-traditionele beleggingsvorm en dat de combinatie van beleggingsvormen tot risicoverlaging leidt, wat op zichzelf niet onjuist is. Ook de omstandigheid dat belanghebbende naar zijn zeggen rust wilde bij het beheer en niet meer zelf wilde beleggen, is in dit opzicht niet relevant. Deze omstandigheid kan verklaren dat belanghebbende heeft gekozen voor vermogensbeheer door de bank, maar daaruit blijkt niet van een wens dat de bank het beheer op defensieve wijze zou inrichten. De conclusie is dat er geen reden is om aan te nemen dat de bank van een onjuist risico-profiel is uitgegaan.

#### De beleggingen

- 4.5 Belanghebbende heeft aangevoerd dat de beleggingen niet beantwoordden aan de uitgangspunten van het beheer. Wat betreft de uitgangspunten van het beheer geldt de beheerovereenkomst. Gesteld noch gebleken is dat daarnaast andere uitgangspunten zijn overeengekomen. De beheerovereenkomst houdt blijkens de bijlage in dat belanghebbende heeft gekozen voor Value Investing, dat de asset-allocatie bestond uit aandelen en vast inkomen genererende waarden, voor beide categorieën minimaal 20 en maximaal 80 procent, en dat geen specifieke beleggingsinstructies van toepassing waren.
- 4.6 Hetgeen belanghebbende heeft aangevoerd over de beleggingen, rechtvaardigt niet de conclusie dat de beleggingen niet voldeden aan de uitgangspunten, in het bijzonder dat deze niet pasten bij Value Investing. De omstandigheid dat in 2008, ten tijde van de economische crisis, de koersen in dalende markten veel sterker dan gemiddeld onder druk kwamen te staan en dat ondernemingen waarin was geïnvesteerd, in financieel zwaar weer zijn gekomen, kan worden aangemerkt als eigen aan de gekozen beleggingsmethode. Gelet op de bij deze methode behorende langere beleggingshorizon kan het jaar 2008 voor de beoordeling van de methode ook niet als maatgevend worden beschouwd.

#### Voorlichting

- 4.7 Belanghebbende meent dat de bank hem onvoldoende heeft ingelicht over de kenmerken en risico's van Value Investing.

4.8 Zoals hiervoor onder 4.4 naar voren is gekomen, blijkt uit de documentatie die belanghebbende vóór het aangaan van de beheerovereenkomst heeft ontvangen, voldoende wat de kenmerken en risico's van Value Investing waren. Hij heeft bovendien op 29 april 2004 deelgenomen aan een seminar over Value Investing. Belanghebbende was verder uit eigen ervaring bekend met de risico's van beleggen, waarop hij overigens nog in een afzonderlijke brochure is geweest. Er is daarom geen reden aan te nemen dat belanghebbende onvoldoende over de kenmerken en risico's was geïnformeerd.

#### Dekkingstekorten

- 4.9 Belanghebbende heeft gesteld dat het dekkingstekort op het hem verleende krediet hem pas op 31 juli 2008 bekend werd en dat de bank eerder had behoren in te grijpen.
- 4.10 De Commissie van Beroep stelt voorop dat de maximale bevoorschottingswaarde van het krediet betrekking had op het zekerheidsrecht van de bank ten aanzien van het krediet, te weten het aan de bank verleende pandrecht op de portefeuille van belanghebbende. De bevoorschottingswaarde strekte dan ook tot bescherming van het zekerheidsrecht van de bank. Er was geen sprake van een effectenkrediet voor de aankoop van beleggingen met een daaraan verbonden marginverplichting.
- 4.11 In het licht van de strekking van de bevoorschottingswaarde is het in dit geval niet van belang of belanghebbende over het dekkingstekort is ingelicht op 24 juni 2008, zoals de bank stelt, of op 31 juli 2008, zoals belanghebbende stelt. Ook als belanghebbende niet op 24 juni 2008 maar op 31 juli 2008 met het dekkingstekort bekend is geworden, is niet aannemelijk geworden dat hij daardoor nadeel heeft ondervonden.
- 4.12 In aanmerking genomen dat geen sprake was van een marginverplichting, kan ook niet worden gezegd dat de bank wegens het dekkingstekort in het beheer had moeten ingrijpen. De situatie op de markten bracht in juni en juli 2008 nog niet mee dat de bank het beheer moest bijstellen, mede gelet op de aard van Value Investing. De koersdaling op de markten kon bovendien van tijdelijke aard zijn. Vanaf augustus 2008 kwam paniek op de markten, maar op dat moment was verkoop van beleggingen geen passende methode voor herstel van de bevoorschottingswaarde. Het aanbod van de bank om – in plaats van aflossing van (een deel van) het krediet – de zekerheid voor de terugbetaling van het krediet aan te vullen met een positieve/negatieve hypotheekverklaring was in de gegeven omstandigheden niet onjuist. Het gaf belanghebbende de mogelijkheid om de ontwikkeling van de portefeuille enige tijd aan te zien, zonder verlies te nemen of extra gelden te verstrekken, waartoe zijn langere beleggingshorizon ruimte bood. Dat belanghebbende die ontwikkeling niet heeft willen afwachten, is zijn eigen keuze. Dat valt hem niet te verwijten, maar er is ook geen grond om de bank in dit opzicht een verwijt te maken ten aanzien van haar zorgplicht jegens belanghebbende.

#### Conclusie

- 4.13 Ook het overige dat is aangevoerd of gebleken, kan niet leiden tot een andere beslissing. De conclusie is dan ook dat het beroep ongegrond is.

## **5. Beslissing**

De Commissie van Beroep handhaaft de bestreden beslissing.