

## **Uitspraak Commissie van Beroep 2015-010 d.d. 30 maart 2015**

(mr. W.J.J. Los, mr. J.B. Fleers, mr. A Bus en drs. P.H.M. Kuijs AAG en mr. M.J. Drijftholt, secretaris)

### **Samenvatting**

Beleggingsadviesrelatie. Stelplicht. Klagers maken niet duidelijk waarom – beoordeeld naar de ten tijde van het geven van de adviezen geldende omstandigheden – sprake is geweest van ondeugdelijk advies, en tot welke schade het gevolg geven daaraan heeft geleid. Vordering terecht door de Geschillencommissie afgewezen.

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

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

- 1.1 Belanghebbenden hebben bij een op 21 augustus 2014 ontvangen en bij brief van 18 september 2014 aangevuld beroepschrift de uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening (hierna: de Geschillencommissie) van 14 juli 2014 in de zaak nr. [nummer] ter toetsing voorgelegd aan de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening (hierna: de Commissie van Beroep).
- 1.2 De Bank heeft een verweerschrift ingediend. Daarbij is tevens incidenteel beroep ingesteld.
- 1.3 Belanghebbenden hebben bij een op 30 december 2014 gedateerde brief, met bijlagen, het incidenteel beroep bestreden.
- 1.4 De Commissie van Beroep heeft het beroep mondeling behandeld op 12 januari 2015. Beide partijen waren aanwezig. Partijen hebben hun standpunten nader toegelicht – wat betreft Belanghebbenden: aan de hand van een pleitnota met bijlage – en vragen van de Commissie van Beroep beantwoord. Partijen hebben desgevraagd ermee ingestemd dat, in verband met plotselinge verhindering wegens ziekte van een der aangewezen leden van de Commissie van Beroep, vier in plaats van vijf leden aan de behandeling van het beroep hebben deelgenomen.

### **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 van 14 juli 2014.

### 3. Inleiding op de beoordeling van beide beroepen

3.1 Het gaat in deze zaak om het volgende.

(i) Tussen partijen heeft sedert de jaren tachtig een beleggingsadviesrelatie bestaan. Deze (inmiddels beëindigde) relatie had betrekking op twee portefeuilles. De portefeuille genummerd [nummer 1] (hierna: [nummer 1]) stond op naam van Belanghebbende 1 en/of 2. De portefeuille genummerd [nummer 2] (hierna: [nummer 2]) stond op naam van Belanghebbende 2 en/of 1.

(ii) Voor beide portefeuilles gold aanvankelijk een defensief risicoprofiel. Het profiel van portefeuille [nummer 1] is in 2005 gewijzigd in Neutraal, in 2006 in Offensief, eind 2007 weer in Neutraal, en is in 2011 gesteld op Offensief. Het profiel van portefeuille [nummer 2] is eind 2007 gewijzigd in Neutraal, in april 2008 in Offensief, kort daarna teruggebracht tot Neutraal en in 2011 gesteld op Offensief.

(iii) De waarde van portefeuille 268 bedroeg op 31 augustus 2006 € 1.117.784. Van dat bedrag had € 275.699 betrekking op 9075 aandelen Fortis, € 90.281 op 2675 aandelen ING, € 107.100 op 4080 Rabobank Ledencertificaten 1 en € 100.859 op 1903 Rabobank Ledencertificaten 3.

Op 29 december 2006 - verkocht waren inmiddels onder andere de aandelen Fortis en ING alsmede de Rabobank Ledencertificaten 3, terwijl de waarde van het deel "obligaties" en het deel "beleggingsfondsen giraal" met name als gevolg van aankopen was toegenomen van € 154.370 tot € 296.845 onderscheidenlijk van € 73.265 tot € 134.074 - beliep de waarde € 760.618.

In 2007 werden er bij verschillende gelegenheden opnieuw aandelen Fortis gekocht. Op 30 maart van dat jaar bevatte de portefeuille er 3060, die tegen een koers van € 34,18 een waarde van € 104.590 vertegenwoordigden, en op 31 december 2007 waren het er, na aankopen tegen een aanzienlijk lagere koers, 5100. De waarde van het pakket Fortis bedroeg toen € 92.208. Ook werden er in maart van dat jaar opnieuw aandelen ING gekocht: 1540 die aan het eind van die maand tezamen een waarde hadden van in € 48.741. De gehele portefeuille 268 had op 31 december 2007 een waarde van € 893.022 en was toen als volgt samengesteld:

<i>aandelen</i>	<i>waarde in euro's</i>
Aalberts Industries	20.400
Crucell	15.960
Fortis	92.208
Fortis Strip VVPR	20
Grontmij CTA	32.764
ING Groep	41.195
Kon Wessanen	22.304
Nutreco	18.395
SBM Offshore	36.288
Total	48.873

<i>obligaties</i>	
0% ABO AAA Ass Backed Inf Obl 2011	47.275
0% ING Perp Securities II 03/Perp 6-jun	29.250
0% NIBC Bank MTN FRN 05/40 21-feb	54.931
0% Rabo AEX Click Garant	67.335
2,1% Rabo Groen Serie 65 06/11 11-dec	50.500
<i>beleggingsfondsen giraal</i>	
ROB EM Stars EQ	41.792
ROB SAM SM Energy Fd	20.326
ROB SAM Smart Mat Fd	19.799
<i>overig</i>	
ING Biotechn Fund	18.146
ING Premium Dividend	47.354
MEI Roemenië en Bulg	18.462
ML Emerging Europe	1.339
ML Latin America Fd	18.935
ML World Mining Fd	19.009
Rabobank Ledencert I	110.160

Op 31 december 2008 - de samenstelling van de portefeuille is dat jaar, waarin de kredietcrisis haar hoogtepunt bereikte, niet wezenlijk veranderd, behoudens verkoop van de Rabobank Ledencertificaten I en vergroting van het pakket Fortis tot 10.000 aandelen - beliep de totale waarde van de beleggingen € 361.645,- en op 31 december 2011 € 312.732,-.

(iv) De waarde van portefeuille 187 bedroeg op 31 januari 2007 € 78.459,-, op 31 januari 2008, € 71.810,- (waarvan € 10.862,- ter zake van 730 aandelen Fortis en € 26.000,- ter zake van later dat jaar verkochte Rabobank Ledencertificaten I), op 31 december 2008 € 16.285,- waarvan nog € 677,- ter zake van die aandelen Fortis, en op 31 december 2011 € 32.910,-.

- 3.2 In de procedure bij de Geschillencommissie vorderden Belanghebbenden dat de Bank zou worden veroordeeld tot vergoeding van het verlies op de portefeuilles, door hen toen begroot op € 400.000,- in totaal. Daartoe stelden zij dat de Bank toerekenbaar was tekortgeschoten in de nakoming van haar verbintenissen uit de beleggingsadviesrelatie door
- zich niet te houden aan de - aanvankelijk defensieve - beleggingsstrategie van Belanghebbenden en hun wens om slechts ongeveer 10% van hun vermogen te beleggen;
  - steeds te adviseren nieuwe fondsen en aandelen te kopen en
  - voorbij te gaan aan hun verzoek tot afdekking van het beleggingsrisico.
- 3.3 De Geschillencommissie heeft de vordering afgewezen. Hetgeen zij daartoe heeft overwogen, kan als volgt worden weergegeven.

Belanghebbenden hebben gesteld dat zij belegden met een pensioendoelstelling, maar dat is niet komen vast te staan (rov. 4.3). Uit de eigen stellingen van de Bank volgt dat de risicoprofielen herhaaldelijk zijn aangepast in verband met toename van het percentage risicovolle beleggingen. Bij die wijzigingen heeft zij onvoldoende inlichtingen ingewonnen over de risicobereidheid en beleggingsdoelstellingen van Belanghebbenden, hetgeen betekent dat zij in zoverre toerekenbaar is tekort geschoten in de nakoming van haar verbintenissen uit de adviesrelatie. Dat dit tot schade heeft geleid is echter niet komen vast te staan, nu Belanghebbenden onvoldoende hebben toegelicht dat hun portefeuilles wezenlijk defensiever zouden zijn ingericht als de Bank bij het wijzigen van de profielen wel naar behoren inlichtingen zou hebben ingewonnen (rov. 4.4 en 4.5). In het midden kan blijven of Belanghebbenden, zoals zij stellen, verzocht hebben het beleggingsrisico af te dekken, maar dat dit door de Bank is afgeraden. Uit de vaststaande feiten volgt immers niet dat het kopen van opties of andere financiële Uit de door de Bank overgelegde gespreksaantekeningen blijkt daarnaast dat Belanghebbenden dat risico niet hebben willen beperken door verkoop en overheveling naar een deposito omdat zij de koersen daarvoor te laag vonden (rov. 4.8).

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

4.1 Hoewel het incidenteel beroep, voor zover daarin wordt gesteld dat de vordering niet voor behandeling in aanmerking komt omdat deze is verjaard (art. 3:307 BW) dan wel omdat Belanghebbenden te laat hebben geklaagd (art. 6:89 BW), van een verdere strekking is dan het principaal beroep, bestaat er, zoals hierna zal blijken, aanleiding dit beroep toch als eerste te behandelen.

Ter zitting hebben Belanghebbenden hun vordering nader aldus geformuleerd dat zij verzoeken vast te stellen dat de Bank, door beleggingsadviezen te geven waarbij zij zich niet hield aan het aanvankelijk geldende defensieve risicoprofiel, haar zorgplicht jegens hen heeft geschonden, dat daardoor schade is ontstaan die door de Bank vergoed dient te worden, en dat die schade op kosten van de Bank zal worden berekend door een door de Commissie van Beroep aan te wijzen onafhankelijke deskundige.

4.2 De Commissie van Beroep herhaalt voor alle duidelijkheid de, overigens door Belanghebbenden terecht niet bestreden, vooropstelling van de Geschillencommissie in rov. 4.1 van haar uitspraak: nu het hier gaat om een beleggingsadviesrelatie, een relatie waarin de cliënt uiteindelijk zelf de beleggingsbeslissingen neemt, is hij in beginsel degene die verantwoordelijk is voor de gevolgen van die beslissingen. Dit kan alleen anders zijn indien komt vast te staan dat de adviseur, in dit geval: de Bank, niet heeft gehandeld zoals een redelijk bekwaam en redelijk handelend beleggingsadviseur betaamt.

##### *beleggingsdoelstelling*

4.3.1 Belanghebbenden, die sedert 2006 onderscheidenlijk 1998 met pensioen zijn, benadrukken in hoger beroep opnieuw dat zij belegden met een pensioendoelstelling, dat de Bank daarvan op de hoogte was, maar zich bij het geven van haar adviezen niet aan die doelstelling, waarbij volgens hen slechts een defensief risicoprofiel past, heeft gehouden.

De Bank bestrijdt, evenals in eerste aanleg, dat van een pensioendoelstelling sprake was: haar is geen andere doelstelling bekend dan het behalen van een hoger rendement dan sparen.

- 4.3.2 Zoals de Geschillencommissie in haar rov. 4.2 opmerkt, is in het op portefeuille [nummer 1] betrekking hebbende Beleggings Inventarisatie Formulier van 29 september 2005 achter Beleggings-/bestedingsdoel aangekruist “vrij vermogen”, en niet “opbouw pensioen”. Ook de door de Bank overgelegde, indertijd met Belanghebbenden besproken, portefeuileanalyses uit de jaren 2008-2011 bevatten aanwijzingen voor het gelijk van de Bank met betrekking tot dit geschilpunt. In de analyses van 14 maart 2008 en 8 oktober 2009 betreffende portefeuille [nummer 1] valt immers op blz. 2 onder **Uitgangspunten** onder meer te lezen:

“Uw doelrisicoprofiel is “Neutraal”. Bij dit doelrisicoprofiel hoort een beleggingshorizon van minimaal 5 jaar. Dit betekent dat u het geld waarmee u wilt beleggen, ten minste 5 jaar niet nodig heeft voor andere doeleinden. Daarnaast streeft u naar een gemiddeld rendement van 6% op jaarbasis.”

Voorts bevatten de eveneens op portefeuille [nummer 1] betrekking hebbende analyses die als datum van bespreking vermelden 15 februari 2010 en 18 april 2011 op blz. 2 onder meer de volgende tekst:

“Uw beleggingsdoel is als volgt geformuleerd “Het behalen van hoger rendement dan sparen” (...) “Uw beleggingshorizon is minimaal 5 jaar en u accepteert een neerwaarts risico in enig jaar van -15%. U streeft naar een gemiddeld rendement van 6% op jaarbasis op lange termijn. Het risicoprofiel van uw portefeuille is Neutraal.”

onderscheidenlijk

“Uw beleggingsdoel is als volgt geformuleerd “Het behalen van hoger rendement dan sparen.” (...) “Uw beleggingshorizon is minimaal 10 jaar en u accepteert een neerwaarts risico in enig jaar van -25%. U streeft naar een gemiddeld rendement van 7% op jaarbasis op lange termijn. Het risicoprofiel van uw portefeuille is Offensief.”

Concrete aanwijzingen voor het door Belanghebbenden verdedigde standpunt inzake hun beleggingsdoelstelling ontbreken daarentegen geheel, zodat Belanghebbenden zich tevergeefs keren tegen het oordeel van de Geschillencommissie dat van een pensioendoelstelling niet gebleken is.

*tot schadevergoeding verplichtende beleggingsadviezen?*

4.4.1 Zoals hiervoor in 3.3 is vermeld, heeft de Geschillencommissie geoordeeld dat de Bank in zoverre toerekenbaar is tekortgeschoten in haar verbintenissen uit de adviesrelatie dat zij bij de aanpassingen van de risicoprofielen - zoals zij zelf stelt: wegens het toegenomen percentage risicovolle beleggingen in de portefeuille - onvoldoende inlichtingen heeft ingewonnen over de risicobereidheid en beleggingsdoelstellingen van

Belanghebbenden. De Bank heeft dit oordeel in het door haar ingestelde incidenteel beroep weliswaar bestreden, maar bij de beoordeling van de overige bezwaren die Belanghebbenden in het principaal beroep heeft aangevoerd tegen de beslissing van de Geschillencommissie zal ervan worden uitgegaan dat dit oordeel juist is.

- 4.4.2 Het hoofdbezwaar van Belanghebbenden is gericht tegen het oordeel van de Geschillencommissie dat het hiervoor genoemde tekortschieten van de Bank niet heeft geleid tot schade die voor vergoeding in aanmerking komt, omdat Belanghebbenden onvoldoende hebben toegelicht dat hun portefeuilles wezenlijk defensiever zouden zijn ingericht indien de Bank bij het aanpassen van de risico profielen wel naar behoren inlichtingen inzake risicobereidheid en beleggingsdoelstellingen zou hebben ingewonnen. Zou de Bank dit laatste hebben gedaan “dan had men ons nooit willens en wetens risicovolle beleggingen geadviseerd en in die mate en (...) waren de adviezen keurig binnen het door ons gekozen risicoprofiel (defensief) gebleven. Hierdoor was het verlies in 2008 beduidend lager geweest dan de nu geschatte € 400.000 (in 2009 was dit verlies zelfs € 567.000,- (...).”, zo stellen Belanghebbenden aan het slot van de tweede bladzijde van hun hiervoor in 1.1 genoemde brief van 18 september 2014. De gespreksaantekeningen waarop de Geschillencommissie haar oordeel baseert dat Belanghebbende I regelmatig zelf het initiatief nam tot transacties zijn totaal ondeugdelijk. Het was steeds, op een enkele uitzondering na, de Bank die het initiatief nam. De Bank haalde hen over om orders te plaatsen en telkens bleek dan dat de aankopen helemaal niet in hun profiel pasten en tot wijziging daarvan moesten leiden, aldus Belanghebbenden.
- 4.4.3 Volgens de Bank hebben Belanghebbenden op geen enkele wijze toegelicht, laat staan aangetoond dat sprake is geweest van beleggingsadviezen die een redelijk bekwaam en oorzakelijk verband tussen haar adviezen en de schade in de vorm van beleggingsverliezen, die Belanghebbenden vergoed willen zien. Over de periode tot 2008 is omtrent bijzondere verliezen die in verband zouden staan met adviezen van de Bank in het geheel niets concreets gesteld. In de jaren nadien is inderdaad verlies geleden, maar die zijn niet het gevolg van risicovolle beleggingen waartoe op advies van de Bank is besloten; van dergelijke beleggingen is geen sprake geweest. De toen ontstane verliezen vinden hun oorzaak in de marktomstandigheden (kredietcrisis) en in het feit dat Belanghebbenden, die blijkens de gespreksaantekeningen niet alleen op advies van de Bank maar in veel gevallen ook zelfstandig handelden, niet bereid waren hun portefeuilles af te bouwen omdat zij niet met verlies wilden verkopen.
- 4.4.4 Of sprake is geweest van beleggingsadviezen die een redelijk bekwaam en redelijk handelend beleggingsadviseur niet had mogen geven, moet worden beoordeeld naar de omstandigheden ten tijde van het geven van die adviezen. De cliënt die stelt dat hij als gevolg van zodanige adviezen schade heeft geleden die hem vergoed dient te worden, kan er - in geval van betwisting - ter staving van die stelling niet mee volstaan te wijzen op koersverliezen: aan iedere belegging in effecten is immers onverbrekelijk het risico van koersverlies verbonden. Wil een vordering als de onderhavige kunnen slagen dan zal de cliënt per geval moeten duidelijk maken waarom - beoordeeld naar de hiervoor bedoelde omstandigheden - sprake is geweest van een, kort gezegd, ondeugdelijk advies, en tot

welke schade het gevolg geven daaraan heeft geleid.

Belanghebbenden lijken dit uit het oog te verliezen. Zij stellen dat de Bank niet bij hun profielen passende, risicovolle beleggingen heeft geadviseerd en in sommige gevallen zelfs aan hen heeft opgedrongen. Zij laten echter na tegenover de desbetreffende betwisting door de Bank duidelijk te maken om welke adviezen het nu precies gaat en op grond waarvan geoordeeld zou moeten worden dat die adviezen, gelet op de toentertijd geldende omstandigheden, betrekking hadden op niet passende dan wel risicovolle beleggingen: ook in beroep valt dat uit de stellingen van Belanghebbenden niet op te maken. Alleen al hierop stuit het hoofdbezwaar van Belanghebbenden af, zodat moet worden geoordeeld dat hun vordering voor zover deze erop berust dat de Bank ondeugdelijke beleggingsadviezen heeft gegeven terecht door de Geschillencommissie is afgewezen.

*weigering om risico af te dekken?*

- 4.5 Belanghebbenden hebben tegenover de desbetreffende betwisting door de Bank niet aannemelijk gemaakt dat zij op 18 december 2007, en dus vóór het uitbreken van de kredietcrisis, hebben verzocht maatregelen ter afdekking van koersrisico's te nemen, maar dat daarop toen afwijzend is gereageerd. Ook in zoverre slaagt het beroep dus niet. Opmerking verdient daarbij nog dat de Bank niet zonder reden vraagtekens heeft geplaatst bij de authenticiteit van de door Belanghebbenden als productie III bij de brief van 18 september 2014 gevoegde, door henzelf opgestelde, gespreksnotitie, waarop zij met betrekking tot dit geschilpunt een beroep hebben gedaan.

## **5. Slotsom**

Het voorgaande leidt ertoe dat het principale beroep faalt. Het incidentele beroep mist bij deze uitkomst belang en behoeft daarom geen behandeling.

## **6. Beslissing**

*in het principale beroep:*

De Commissie van Beroep handhaaft de bestreden beslissing.