

Uitspraak Commissie van Beroep 2017-005A d.d. 14 februari 2017

(mr. C.A. Joustra, voorzitter, mr. A. Bus, drs. P.H.M. Kuijs AAG, mr. A. Smeeïng-van Hees en mr. R.J.F. Thiessen, leden, en mr. H.C. Dobbelaar-ten Cate, secretaris)

Samenvatting

Effectendienstverlening, vermogensbeheerovereenkomst. Geen te hoog doelrisicoprofiel vastgesteld. Zijn er onverantwoorde risico's genomen in de categorie vastrentende waarden? Vermogensbeheerder wordt in de gelegenheid gesteld toe te lichten waarom bepaalde, door Belanghebbende met name genoemde perpetuals en derivaten wel in deze categorie thuishoren.

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

1. De procedure in beroep

- 1.1 Bij een op 31 mei 2016 door de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening (verder: Commissie van Beroep) ontvangen brief waarbij beroep is ingesteld, aangevuld met beroepschrift met bijlagen (ontvangen op 17 juni 2016) hebben Belanghebbenden een uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening (verder: Geschillencommissie) van 22 april 2016 (kenmerk [kenmerk]) ter toetsing voorgelegd.
- 1.2 De Vermogensbeheerder heeft een op 21 juli 2016 gedateerd verweerschrift ingediend.
- 1.3 De Commissie van Beroep heeft het beroep mondeling behandeld op 12 september 2016. Beide partijen waren aanwezig. Belanghebbenden hebben spreekantekeningen overgelegd.

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 Geschillencommissie heeft in de bestreden uitspraak een aantal feiten vastgesteld. Deze feitenvaststelling is in hoger beroep niet bestreden, zodat ook de Commissie van Beroep daarvan zal uitgaan.
- 3.2 Het gaat in deze zaak om het volgende.
 - (i) Op 8 februari 2011 heeft een gesprek plaatsgevonden tussen [naam 1] (hierna: erflater) en de Vermogensbeheerder. Erflater was toen 86 jaar oud. Bij dit gesprek was ook de zoon van erflater, [naam 2], aanwezig.

- (ii) Naar aanleiding van dat gesprek is een cliëntinventarisatieformulier opgesteld dat door erflater en zijn echtgenote op 20 februari 2011 is ondertekend. Dit formulier bevat – voor zover hier relevant – de volgende gegevens:
- Bij “Beleggings-/bestedingsdoel” is “vrij vermogen” aangekruist.
 - Bij “Kennis van beleggen” is “gemiddeld” en “veel” aangekruist.
 - Bij “Ervaring met beleggen” is “gemiddeld” en “veel” aangekruist, en bij “Aard transacties” “Aandelen”, “Obligaties”, “Beleggingsfondsen” en “Derivaten”.
 - Bij “Frequentie van handelen” is “Onregelmatig” aangekruist.
 - De periode waarin transacties zijn verricht is “> 10 jaar”.
 - Het formulier vermeldt dat erflater voldoende kennis en ervaring heeft om de risico’s te overzien.
 - Het bruto jaarinkomen van erflater en zijn echtgenote bedroeg € 60.700,-.
 - Het te beleggen vermogen bedroeg ongeveer € 400.000,-. Bij “herkomst van het totale vermogen” is “sparen” omcirkeld.
 - Bij de vraag “Pensioenvoorziening geregeld?” is omcirkeld “ja”.
 - De WOZ-waarde van de eigen woning bedroeg ongeveer € 450.000,-.
 - Het formulier vermeldt niet dat er sprake is van (hypothecaire) geldleningen.
 - Gekozen is voor het ‘Stabiel/neutraal’-risicoprofiel, waarbij het risico (waarde schommelingen) minder dan 17,5% bedraagt. Dit profiel kent de volgende verdeling:
 - Aandelen 40-50%
 - Vastrentend 40-50%
 - Vastgoed 5-15%.
- (iii) Erflater en zijn echtgenote hebben een vermogensbeheerovereenkomst met de Vermogensbeheerder gesloten met een stabiel beleggingsprofiel, conform het cliënt-inventarisatieformulier.
- (iv) In maart 2011 heeft erflater een bedrag van € 200.000,- op de bij de Vermogensbeheerder geopende effectenrekening gestort en heeft de Vermogensbeheerder voor € 294.716,14 aan effecten aangekocht. Per 1 maart 2011 was sprake van een debetsaldo van € 94.716,14. In april 2011 is een bedrag, € 151.019,-, op deze rekening gestort. In december 2011 heeft erflater een bedrag van € 10.000,- onttrokken.
- (v) In een e-mail van 30 juli 2011 schrijft erflater aan de Vermogensbeheerder:
- “Hoewel het vermogen nu nog in onze handen is, beschouwen wij het als bezit van onze beide kinderen en dat is ook de horizon waartegen wij willen beleggen, dus op lange termijn en dan moeten wij misschien wel naar een offensiever beleggingsprofiel.”*
- (vi) Erflater heeft de vermogensbeheerovereenkomst in januari 2012 opgezegd. Op de effectenrekening resteerde toen een bedrag van € 217.819,-.
- (vii) Erflater is in oktober 2015 overleden.

- 3.3 Erflater heeft in de procedure bij de Geschillencommissie gevorderd dat de Vermogensbeheerder hem een bedrag van € 113.312,- aan schadevergoeding zou betalen, zijnde het verlies dat hij op de portefeuille heeft geleden. Daarnaast heeft hij wettelijke rente en een vergoeding voor de kosten van rechtsbijstand gevorderd. Erflater heeft aan zijn vordering ten grondslag gelegd (voor zover in hoger beroep nog relevant) dat de Vermogensbeheerder binnen het vastrentende deel van de portefeuille te risicovol heeft belegd. Voorts heeft erflater aangevoerd dat het risicoprofiel onjuist is vastgesteld. Op grond van de doelstellingen en de beleggingshorizon van erflater had de Vermogensbeheerder een defensief risicoprofiel moeten voorstellen, aldus erflater.
- 3.4 De Geschillencommissie heeft de vordering afgewezen. Zij heeft overwogen dat de Vermogensbeheerder uit de enkele omstandigheid dat erflater (en diens echtgenote) bij het aangaan van de vermogensbeheerrelatie een hoge leeftijd hadden bereikt, niet zonder meer is af te leiden dat het vermogen moest worden aangemerkt als pensioenvermogen. Erflater heeft immers te kennen gegeven dat het in beheer te geven vermogen vrij besteedbaar was en dat hij reeds over een passende pensioenvoorziening beschikte. Daarnaast heeft erflater te kennen gegeven dat hij vermogensgroei op de langere termijn beoogde. Op basis van deze gegevens is, met medeweten van erflater, het ‘Stabiel/neutraal’-risicoprofiel vastgesteld.
- De Geschillencommissie heeft verder overwogen dat niet aannemelijk is geworden dat bij de inrichting van de portefeuille is afgeweken van de vooraf vastgestelde uitgangspunten ter zake van de verdeling tussen zakelijke en vastrentende waarden en vastgoed. De portefeuille van erflater bestond conform het gekozen profiel voor circa 50% uit vastrentende waarden en erflater heeft zijn stelling dat de Vermogensbeheerder bij het kiezen van de (individuele) beleggingen onverantwoorde risico's heeft genomen, onvoldoende concreet onderbouwd.

4. Beoordeling van het beroep

- 4.1 De Commissie van Beroep zal allereerst de tweede grief van Belanghebbenden bespreken. Belanghebbenden betogen dat er een te hoog risicoprofiel is geadviseerd. Zij hebben daartoe aangevoerd dat op het cliëntinventarisatieformulier geen vraag over de beleggingshorizon is opgenomen, terwijl dit wel een belangrijk criterium is voor het bepalen welk risico genomen kan worden. Aangezien erflater in 2011 reeds hoogbejaard was, had de Vermogensbeheerder een korte beleggingshorizon met een defensief beleggingsprofiel moeten adviseren, aldus Belanghebbenden.
- 4.2 De Commissie van Beroep overweegt als volgt. Belanghebbenden hebben niet weersproken dat de Vermogensbeheerder – zoals zij stelt in haar verweerschrift bij de Geschillencommissie – ten tijde van het aangaan van de vermogensbeheerovereenkomst met erflater heeft besproken dat het gezien zijn hoge leeftijd verstandig was om defensief te beleggen, maar dat erflater juist offensief wilde beleggen omdat hij meer vertrouwen in aandelen had. Evenmin is weersproken dat erflater destijds naar voren heeft gebracht dat zijn vermogen weliswaar juridisch gezien zijn eigendom was, maar feitelijk gezien diende te worden beschouwd als eigendom van zijn twee kinderen. Daarnaast staat vast dat het vermogen dat werd belegd, vrij vermogen was en dat erflater reeds beschikte over een

toereikende pensioenvoorziening. Bij deze stand van zaken is de Commissie van Beroep van oordeel dat de Vermogensbeheerder niet kan worden verweten dat zij is uitgegaan van een lange beleggingshorizon en het ‘Stabiel/neutraal’-risicoprofiel.

- 4.3 Belanghebbenden voeren verder aan dat werd belegd met spaargeld en dat erflater in de praktijk moeilijk kon omgaan met vermogensverlies, zodat het zeer onzeker was of hij er goed aan deed om te beleggen. Zij hebben echter niet toegelicht dat en waarom dit bij het aangaan van de vermogensbeheerovereenkomst voor de Vermogensbeheerder duidelijk had moeten zijn, zodat de Commissie van Beroep deze stelling verwerpt.
- 4.4 Tot slot hebben Belanghebbenden in het kader van grief 2 aangevoerd dat de Vermogensbeheerder – gezien de uitspraak van erflater dat het vermogen feitelijk aan de kinderen toebehoorde – ook rekening had moeten houden met de beleggingsdoelstellingen en de beleggingshorizon van de beide kinderen. Als de Vermogensbeheerder dat had gedaan, had zij geweten dat geen van beide kinderen wilde beleggen, maar dat zij het geld wilden gaan gebruiken voor hun eigen onderneming, aldus Belanghebbenden. De Commissie van Beroep verwerpt deze stelling. Van een vermogensbeheerder kan in beginsel niet worden verwacht dat deze rekening houdt met de beleggingsdoelstellingen van de toekomstige erfgenamen van een belegger, ook niet als het gaat om een hoog-bejaarde belegger die te kennen heeft gegeven dat het te beleggen vermogen feitelijk voor de kinderen (erfgenamen) is. Belanghebbenden hebben geen feiten of omstandigheden aangevoerd waarom van de Vermogensbeheerder in dit geval wel kon worden verwacht dat zij rekening hield met de beleggingswensen van de kinderen van erflater.
- 4.5 De conclusie is dat de tweede grief faalt.
- 4.6 Met de eerste grief klagen Belanghebbenden dat de Geschillencommissie ten onrechte heeft geoordeeld dat erflater onvoldoende heeft onderbouwd dat onverantwoorde risico's zijn genomen in de categorie vastrentende waarden. Belanghebbenden voeren aan dat het vastrentende deel van de portefeuille voor een aanzienlijk deel bestaat uit perpetuums, junk bonds en bedrijfsobligaties en dat daarmee het risico van de portefeuille aanzienlijk groter was dan erflater mocht verwachten van het ‘Stabiel/neutraal’-risicoprofiel. De portefeuille bestond gedurende de gehele periode voor ongeveer 50% uit aandelen, zodat er in de categorie vastrentende waarden geen ruimte was voor effecten met een risico dat vergelijkbaar is met het risico van aandelen. In de categorie vastrentende waarden had geen enkele obligatielening een hogere rating dan BBB+. Bovendien is de hoeveelheid perpetuums en derivaten binnen deze categorie onverantwoord hoog, aldus Belanghebbenden.
- 4.7 Bij de beoordeling van deze grief stelt de Commissie van Beroep het volgende voorop. Erflater en de Vermogensbeheerder hebben in hun vermogensbeheerovereenkomst tot uitgangspunt genomen dat binnen een bandbreedte van 40-50% in aandelen zou worden belegd en binnen een bandbreedte van 40-50% in vastrentende waarden. Het is binnen een vermogensbeheerrelatie vervolgens aan de beheerder om, binnen de door de cliënt gegeven richtlijnen over het beheer, de beslissingen te nemen over het al dan niet uit

voeren van transacties. Daarbij dient een vermogensbeheerder het aan hem toevertrouwde vermogen te beheren zoals van een redelijk handelend en redelijk bekwaam vermogensbeheerder kan worden verwacht.

- 4.8 Voor zover Belanghebbenden erover klagen dat de Vermogensbeheerder heeft belegd in vastrentende waarden met een te lage rating, heeft het volgende te gelden. Naar de Commissie van Beroep begrijpt, zijn Belanghebbenden van mening dat (bij het ‘Stabiel/ neutraal’-risicoprofiel) de ratings van de vastrentende waarden boven BBB+ moeten liggen. De Commissie van Beroep is evenwel van oordeel dat het feit dat de obligatieleningen een ‘investment grade rating’ van BBB of BBB+ hadden, niet betekent dat de Vermogensbeheerder in dit geval in afwijking van het overeengekomen profiel te risicovol heeft belegd. Hierbij is van belang dat een rating van BBB of BBB+ wordt beschouwd als “investment grade”, zodat in beginsel kan worden aangenomen dat het verantwoord is deze in een beleggingsportefeuille op te nemen. Bij een rating van BB+ of BB (‘speculative grade’) dan wel B (‘highly speculative’), kan dit anders liggen, omdat in een neutrale portefeuille waarvan de component aandelen ‘vol’ is in beginsel geen effecten met een BB-rating of lager thuishoren. Belanghebbenden hebben echter niet aangevoerd dat de onderhavige effecten tot verlies hebben geleid. Om deze reden zal de Commissie van Beroep aan deze klacht voorbijgaan.
- 4.9 Voor zover Belanghebbenden erover klagen dat de Vermogensbeheerder (te veel) perpetuals en derivaten heeft opgenomen in de vastrentende waarden, heeft het volgende te gelden. Tussen partijen staat vast dat de portefeuille van erflater in de categorie vastrentende waarden mede derivaten en perpetuele obligaties bevatten. Perpetuele obligaties kunnen qua eigenschappen en risico’s niet worden gelijkgesteld met “gewone” vastrentende waarden zoals staats- en bedrijfsobligaties en zij vertonen (ook) kenmerken van zakelijke waarden. Dit betekent echter nog niet dat perpetuele obligaties zonder meer tot de categorie aandelen moeten worden gerekend, zoals Belanghebbenden aanvoeren. Het antwoord op de vraag in hoeverre de Vermogensbeheerder de perpetuele obligaties als vastrentende waarden in de portefeuille mocht opnemen, hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder de aard van de desbetreffende perpetual. Voor de beoordeling daarvan valt daarom niet vooraf een richtsnoer te geven. Uitgangspunt daarbij is de tussen partijen gesloten overeenkomst. Voor derivaten heeft hetzelfde te gelden. Per derivaat moet worden uitgemaakt of deze al dan niet onder de zakelijke waarden moet worden gerangschikt.
- 4.10 Belanghebbenden hebben op p. 2 en 3 van hun beroepsschrift opgesomd welke producten volgens hen (op enig moment) ten onrechte in de categorie vastrentende waarden waren opgenomen.
- DB Cap Funding 09/Perp
 - BPCE 09/Perp
 - Eureka Reg-S Series 2 08/Perp
 - SNS Bank VRN 09/Perp
 - OEVAG VRN 08/Perp
 - Banca pop di Berg FRN
 - 01/Perp

- Axa FRN 04/ Perp
- Commerzban FRCV 11/12

Voorts hebben Belanghebbenden op basis van de door de Vermogensbeheerder toegezonden vermogensrapportages gespecificeerd in welke mate de portefeuille volgens hen te risicovol was samengesteld:

	31 mrt.	30 juni	30 sept.	31 dec.
Totale portefeuille	€ 192.872,-	€ 316.261,-	€ 266.541,-	€ 221.515,-
Zakelijke waarden	€ 149.837,-	€ 169.140,-	€ 118.783,-	€ 51.861,-
Perpetuals + Derivaten	€ 37.729,-	€ 65.025,-	€ 59.997,-	€ 38.925,-
% zakelijk + perp. + deriv.	<u>97,25%</u>	<u>74,04%</u>	<u>67,07%</u>	<u>40,98%</u>

- 4.11 De Commissie van Beroep overweegt als volgt. De door Belanghebbenden berekende percentages zijn niet zonder meer doorslaggevend voor het antwoord op de vraag of de portefeuille van erflater te veel perpetuele obligaties en derivaten bevatten. Immers, zoals hiervoor overwogen, kunnen bij die beoordeling de perpetuele obligaties en derivaten niet zonder meer bij de zakelijke waarden worden opgeteld, zoals Belanghebbenden in de bovenstaande berekening doen. Belanghebbenden hebben concreet aangewezen welke effecten volgens hen ten onrechte in de categorie vastrentende waarden is opgenomen. De Commissie van Beroep ziet aanleiding de Vermogensbeheerder in de gelegenheid te stellen toe te lichten waarom deze effecten wel in die categorie thuishoren.
- 4.12 De Commissie van Beroep is voorts van oordeel dat voor de beoordeling of de portefeuille te risicovol was samengesteld, weinig belang toekomt aan de samenstelling op 31 maart 2011, omdat erflater op deze datum nog slechts de helft van het te beleggen vermogen had overgemaakt op de effectenrekening en de portefeuille op dat moment dus nog in opbouw was.
- 4.13 Als zou moeten worden aangenomen dat de een of meer van de hiervoor genoemde perpetuals en/of derivaten niet thuishoorde in de categorie vastrentende waarden, dan moet worden bepaald of hieruit schade is voortgevloeid. De Commissie van Beroep verzoekt de Vermogensbeheerder ook op dit aspect nader in te gaan.
- 4.14 Nadat de Vermogensbeheerder de nadere inlichtingen heeft verstrekt als bedoeld in 4.11 en 4.13, zullen Belanghebbenden hierop kunnen reageren.

5. Beslissing

De Commissie van Beroep stelt de Vermogensbeheerder in de gelegenheid binnen zes weken na heden inlichtingen te verstrekken als bedoeld in 4.11 en 4.13. Belanghebbenden krijgen vervolgens de gelegenheid binnen zes weken na ontvangst van de toelichting van de Vermogensbeheerder te reageren.