

Tussen-uitspraak Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 241 d.d. 7 oktober 2011
(mr. J. Wortel, voorzitter, H. Mik RA en J.C. Buiten leden en mr. T.R.G. Leyh, secretaris)

I. Procedure

De Commissie beslist met inachtneming van haar reglement en op basis van de volgende stukken:

- het dossier van de Ombudsman Financiële Dienstverlening;
- het door Consument ingevulde vragenformulier en de door haar ingevulde verklaring ontvangen 18 maart 2010;
- het verweer van Aangeslotene van 8 juli 2010;
- de repliek van Consument van 11 augustus 2010;
- de dupliek van Aangeslotene van 26 augustus 2010;
- de op verzoek van de Commissie door Aangeslotene na de zitting overgelegde stukken.

De Commissie heeft vastgesteld dat tussenkomst van de Ombudsman Financiële Dienstverlening niet tot oplossing van het geschil heeft geleid.

De Commissie heeft vastgesteld dat beide partijen het advies als bindend zullen aanvaarden. De Commissie heeft partijen opgeroepen voor een mondelinge behandeling op 15 december 2010. Aldaar zijn beide partijen verschenen

2. Feiten

De Commissie gaat uit van de volgende feiten:

2.1 Tussen Consument en Aangeslotene heeft blijkens de daartoe strekkende overeenkomst van 16 mei 2006 een vermogensbeheerrelatie bestaan. Voorafgaand aan het aangaan van de overeenkomst hebben partijen op 3 mei 2006 telefonisch contact gehad waarna op diezelfde dag door Aangeslotene een beleggingsvoorstel is opgesteld dat zij als bijlage bij een brief op 4 mei 2006 aan Consument heeft toegezonden. In deze brief staat onder meer en voor zover hier van belang:

“Op basis van de door u aangegeven uitgangspunten en wensen met betrekking tot risico en rendement hebben wij een evenwichtige portefeuille samengesteld voor een vermogen van € 900.000. Wij hebben hierbij de volgende keuzes gemaakt:

- de portefeuille kent een initiële verdeling van 55% in Risicomijdende beleggingen en 45% in Zakelijke waarden (in het voorstel worden de definities gespecificeerd);
- de beleggingen zijn ingedeeld volgens de Core-Satellite benadering, waarbij de Core is samengesteld uit ‘klassieke’ regio’s en beleggingen en de Satellite bestaat uit meer innovatieve beleggingen en opkomende regio’s;
- aangezien (staats)obligaties thans een historisch laag effectief rendement genereren van ongeveer 3,5 à 4%, prefereren wij onder andere gespecialiseerde obligatiefondsen en marktneutrale fund-of-hedgefunds als alternatief binnen het risicomijdende gedeelte van de portefeuille.”

2.2 In dit voorstel heeft Aangeslotene de uitgangspunten, de beleggingsmix van de voorgestelde portefeuille, informatie over het beleggingsbeleid en een detailomschrijving van de voorgestelde portefeuille nader uiteengezet. Met betrekking tot de beleggingsmix van de voorgestelde portefeuille heeft zij onder 2 onder meer de volgende toelichting gegeven:

“Bij de praktische invulling van de portefeuille, dient per hoofdcategory (Zakelijke waarden en Risicomijdende beleggingen) vanzelfsprekend ook een nadere verdeling over verschillende onderliggende

vermogenscategorieën te worden gemaakt. Bij Zakelijke waarden gaat het daarbij om een nadere onderverdeling tussen bijvoorbeeld aandelen, indirect vastgoed en meer risicovolle (funds of) hedge funds. In de categorie Risicomijdende beleggingen gaat het om de verdeling tussen obligaties en funds of hedge funds met een risicoprofiel dat vergelijkbaar is met dat van obligaties.”

Onder 3, Beleggingsbeleid, heeft Aangeslotene onder andere de volgende uitleg opgenomen:

“De ‘core/satellite’ aanpak

Bij de invulling van uw portefeuille staan wij een zogenaamde ‘core/satellite’ benadering voor. Deze benadering houdt in dat binnen beide hoofdcategorieën, Zakelijke waarden en Risicomijdende beleggingen, het grootste gedeelte (circa 70%) belegd zal worden via een aantal min of meer traditionele effectensoorten. Binnen beide hoofdcategorieën is in de satellite portefeuille (circa 30%) vervolgens ruimte om specialties en nieuwe ontwikkelingen op beleggingsgebied in te vullen.

	Zakelijke Waarden	Risicomijdende Beleggingen
Core	Ingevuld met hoofdzakelijk largecaps	Beperkt valuta risico
	70% Europa	Hoge kredietwaardigheid debiteuren
	30% Verenigde Staten	Beperkt renterisico
		Fund-of-hedgefunds
Satellite	Zuid-Amerika, Azië	Single of regio fund-of-hedgefunds
	Nieuwe aandelensegmenten	Specifieke alternatieve beleggingen
	Thema's, bijv. Energy Fund	

(...)

Invulling portefeuille Risicomijdende waarden

De ‘core’ van de categorie Risicomijdende beleggingen zal bestaan uit een combinatie van vastrentende waarden en alternatieve beleggingen. Deze ‘alternatieve beleggingen’ zullen bestaan uit zogenaamde ‘absolute return’ fondsen of multi strategy fondsen (in een zogenaamde ‘fund of funds’ structuur, welke in bijlage III nader wordt uitgelegd) die ten doel hebben een zo stabiel mogelijk (maand)rendement te realiseren. Dit zal over het algemeen nagestreefd worden door het fondsvermogen over een groot aantal verschillende strategieën te spreiden. Bij de selectie van de obligatiebeleggingen zullen het beperken van valutarisico, debiteurenrisico en renterisico centraal staan.

Binnen de ‘satellite’ van de categorie Risicomijdende beleggingen is vervolgens plaats voor beleggingen in vastrentende waarden die niet aan bovenbeschreven criteria voldoen (bijvoorbeeld high yield fondsen of ondernemingsobligaties met een hoger verwacht rendement en hoger debiteurenrisico). Liquide middelen (indien u deze expliciet wenst aan te houden) en verschillende denkbare vormen van speciale producten, zoals garantieproducten. Deze zullen echter een meer eenduidige beleggingsstrategie hanteren bij het selecteren van de onderliggende hedge funds of zich richten op een bepaalde regio zoals Europa of Azië.”

In een viertal bijlagen heeft zij daarnaast het cliëntprofiel, informatie betreffende administratieve zaken, kenmerken van de verschillende vermogenscategorieën en een concept beheerovereenkomst toegevoegd. In bijlage I, Cliëntprofiel, is het cliëntprofiel vastgesteld op “evenwichtig”, is opgenomen dat Consument een lange beleggingshorizon heeft, over weinig tot geen beleggingservaring en een te beleggen vermogen van € 900.000 beschikt. De beleggingsdoelstelling is vermogensgroei waarbij geen inkomenswens bestaat en voor wat betreft risicobereidheid is vermeld: “Risico van Zakelijke waarden aanvaardbaar voor ongeveer de helft van het te beleggen vermogen.”

In bijlage III heeft Aangeslotene onder meer geschreven: “Onder risicomijdende beleggingen verstaan wij beleggingen met een lager rendementsperspectief dan Zakelijke waarden, waarvan de voorspelbaarheid van het rendement relatief hoog is, zoals obligaties, liquide middelen, garantieproducten of bepaalde soorten ‘funds of hedgefunds’.” De volgende tabel is opgenomen:

Tabel vermogenscategorieën

	Zakelijke waarden	Risicomijdende beleggingen	Verwacht rendement	Directe uitkering	Neerwaarts risico

Aandelen	√		++	+	Hoog
Vastgoed (effecten)	√		++	++	Hoog
Opties	√		+++	0	Zeer hoog
Vastrentende Waarden		√	0/+	++	Gemiddeld
Liquide middelen		√	0	+	Geen
Single hedge funds	√		++	0	Hoog
Fund of hedge funds		√	0/+	0	Gemiddeld
Structured products		√	+	0/+	Divers

(+++ = Zeer hoog; ++ = hoog; + = matig; 0 = laag)

Aangeslotene heeft voorts in deze bijlage III enige specifieke informatie opgenomen met betrekking tot de meest voorkomende vermogenscategorieën, zoals aandelen, vastgoed, vastrentende waarden en alternatieve beleggingen. Bij deze laatste categorie is onder Hedge Funds vermeld:

“(…) Voor het selecteren van de beste hedgefondsen is specialistische beleggingskennis, ervaring en onderzoek nodig. Daarom vormt een ‘fund of hedgefunds’ vaak een uitstekende oplossing om te beleggen in hedgefondsen.

De portefeuille wordt samengesteld door een team van specialisten die hedgefondsen selecteren en daarbij zorgen voor een optimale spreiding. Bijkomend voordeel is dat een ‘fund of hedgefunds’ toegang verschaft tot hedgefondsen die anders moeilijk toegankelijk zijn, omdat ze een zeer hoge minimale investering eisen of geen nieuwe beleggers toelaten. Een ander voordeel is het gelijkmatige patroon van de rendementen (en dus de voorspelbaarheid daarvan) en de geringe afhankelijkheid van de meer traditionele beleggingscategorieën (aandelen en obligaties).

Beoordelen van de risicoclassificatie van alternatieve beleggingen als (fund of) hedgefunds.

Niet alle (fund of) hedgefunds kunnen worden aangemerkt als een reëel alternatief voor obligaties.

(Aangeslotene) beoordeelt ieder fonds op haar specifieke risico- en rendementskenmerken. Wij kijken daarbij onder meer naar de stabiliteit van het behaalde rendement van een bepaald fonds. Indien dit rendement gepaard gaat met de volatiliteit van een obligatiebelegging, kan een dergelijk fund zich kwalificeren voor opname in een portefeuille met risicomijdende beleggingen. (...) Naast de volatiliteit, beoordelen wij ook de zogeheten ‘maximum drawdown’ of kans op koersdaling in een gegeven periode om tot een risicoclassificatie te komen. Dit kan betekenen dat (fund of) hedgefunds zowel worden opgenomen in een risicomijdende portefeuille als in een portefeuille met zakelijke waarden.”

2.3 Op 8 mei 2006 heeft bij Consument thuis een gesprek plaatsgevonden waarbij Aangeslotene een presentatie heeft gegeven, welke voor zover thans van belang inhoud:

Slide 12:

Risicomijdende beleggingen:

- Lagere volatiliteit
- Minder kans op waardeverlies
- Lager verwacht rendement

Slide 15:

Wij spreiden over meerder asset classes

Risicomijdende beleggingen:

- Obligaties
- Garanteed notes
- Markt-neutrale hedgefunds

Slide 16:

Core/Satellite benadering waardoor anticipatie op nieuwe ontwikkelingen

Core:

- Beperkt valutarisico
- Hoge kredietwaardigheid debiteuren
- Beperkt renterisico
- Fund of hedgefunds

Satellite:

- Single of regio fund of hedgefunds

- Specifieke alternatieve beleggingen

Hierna heeft Aangeslotene de definitieve beheersovereenkomst opgesteld. Deze heeft zij per brief van 16 mei 2006 aan Consument gezonden waarna Consument de overeenkomst op 18 mei 2006 heeft ondertekend en geretourneerd.

2.4 In artikel 5, getiteld “Risico belegging in effecten”, is onder 5.2 in deze beheersovereenkomst van 16 mei 2006 opgenomen:

“De cliënt verklaart:

- a) zich bewust te zijn van de risico’s verbonden aan de beleggingen, welke met inachtneming van de doelstellingen van dit vermogensbeheer en de kwantitatieve en kwalitatieve beperkingen zullen worden verricht en
- b) deze risico’s te aanvaarden.”

In artikel 8, getiteld “Aansprakelijkheid” is onder 8.1 opgenomen:

“de Beheerder zal deze overeenkomst te goeder trouw en naar beste kunnen uitvoeren. De beheerder zal niet aansprakelijk zijn voor schade als gevolg van waarde-vermindering en/of door cliënt geleden verliezen of welke andere oorzaak dan ook, behalve indien en voor zover komt vast te staan dat de schade een rechtstreeks gevolg is van grove onachtzaamheid, moedwillig verzuim of bedrog door de Beheerder bij de uitvoering van deze overeenkomst met bijlagen.”

In bijlage 2, “Uitgangspunten en doelstellingen”, is hetzelfde cliëntprofiel opgenomen als hiervoor onder 2.2 reeds beschreven staat.

In bijlage 3, “Risicoprofiel”, is de volgende tabel opgenomen:

Bandbreedte*	Risicocategorie:	
	Zakelijke waarden**	Risicomijdende beleggingen***
Minimum	30%	40%
Maximum	60%	70%

* De vermelde bandbreedte kan op enig moment worden overschreden door extreme koersschommelingen en/of door verminderde liquiditeit van beleggingen in een der risicocategorieën.

** Zakelijke waarden: tot zakelijke waarden worden gerekend 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. Voorbeelden van Zakelijke waarden zijn aandelen, (indirect) vastgoed, Private Equity en opties of andere afgeleide producten.

*** Risicomijdende beleggingen: tot risicomijdende beleggingen worden gerekend beleggingen met een lager rendementsperspectief dan Zakelijke waarden, waarvan de voorspelbaarheid van het rendement relatief hoog is, zoals obligaties, liquide middelen, garantieproducten of bepaalde soorten ‘funds of hedgefunds’.

In bijlage 4, “Specificatie beperkingen” is ingevuld “N.V.T.”

2.5 Aangeslotene heeft Consument met ingang van het tweede kwartaal van 2006 ieder kwartaal een overzicht van de beleggingen verstrekt. De verdeling van de Risicomijdende beleggingen en de mutaties daarin laat zich als volgt weergeven:

Het performance overzicht van het eerste kwartaal 2008 laat een negatief rendement zien van 6,22% waarmee eindvermogen is afgenomen tot € 942.758,-. De portefeuille bestaat voor 49% uit Zakelijke waarden en voor 51% uit Risicomijdende beleggingen.

De categorie Risicomijdende beleggingen bestaat uit:

Procentuele verdeling risicomijdende beleggingen:

Beleggingen	06/07	09/07	12/07	03/08)	06/08	09/08	12/08
1. Obligaties Europa	0	0	0	0	0	0	0
2. Obligaties wereldwijd	11 1)	10 1)	0 6)	0	0	0	0
3. Alternatieve beleggingen /valuta arbitrage	22 2)	30 5)	40 7)	31	42 8)	28 10)	30 13)
4. Alternatieve beleggingen Multi Strategy- Low Volatility	31 3)	28 3)	28 3)	32	21 9)	19 9)	27 9)
5. Idem Fairfield-Sigma low							

volatility						10 11)	0
6. Alternatieve beleggingen Multi Strategy -Medium Volatility	36 4)	32 4)	32 4)	37	37 4)	43 12)	43 14)
	_____	_____	_____	_____	_____	_____	_____
	100	100	100	100	100	100	100
	=====	=====	=====	=====	=====	=====	=====

- 1) Henderson Horizon - Absolute Return Fixed income Fund
- 2) DWS Investments - Hedge Long/Short Currency
Faxtor – Credit Value Fund
- 3) Dexia – World Alternative Alpha Dynamic EURO
FIM – Long Invest
Theta – Multistar Low Volatility
- 4) Credit Agricole – Dynarbitrage VaR8
Green Way – Corporate Opportunities Fund
Theta – Multistar Mid Volatility (In het eerste kwartaal 2009 van Risicomijdende beleggingen overgebracht naar Zakelijke Waarden (specialties)
- 5) 3) + Opus Fixed Income Fund
- 6) 1) minus Henderson Horizon
- 7) 5) + Henderson Horizon (overgebracht van Obligaties wereldwijd naar Alternatieve Beleggingen / Valuta Arbitrage)
- 8) 7) minus Faxtor + Signet Global Fixed Income Fund Class I EUR
- 9) 3) minus Theta – Multistar Low Volatility
- 10) 8) minus DWS Investments
- 11) Deze belegging behoort eigenlijk tot de categorie Alternatieve beleggingen Multi Strategy - Low Volatility maar is afzonderlijk opgenomen, omdat deze verloren is gegaan als gevolg van de Madoff fraude.
- 12) 4) + Liongate – Select Fund B EUR (In het eerste kwartaal 2009 is Liongate van Risicomijdende beleggingen overgebracht naar Zakelijke Waarden)
- 13) 10) minus Henderson Horizon
- 14) 12) minus Credit Agricole

Consument heeft gedurende de beheerperiode bovengenoemde fondsen in het gedeelte “Risicomijdende beleggingen” van haar portefeuille gehad. Voor al deze fondsen geldt dat het hedgefonds dan wel funds of hedgefonds zijn. Aangeslotene heeft geen obligaties in de portefeuille opgenomen.

2.6 Bij aanvang was de waarde van de portefeuille € 900.000. Per einde van het tweede kwartaal 2010 was de waarde ervan afgerond € 839,000. Gedurende de periode van het beheer was de performance van de portefeuille van Consument derhalve negatief, met een resultaat van -/-6,8%. De waardeontwikkeling van de portefeuille zag er als volgt uit:

Waardeontwikkeling van de portefeuille (afgerond, x € 1.000)

Datum	ZVW	Ris. mijdend	Totaal ZVW+RM	Liquide	Totaal
Mei 2006				900	900
30/06			470	425	895
30/09			914	3	917
31/12			957	1	958
31/03/2007			975	2	977
30/06	454	489		75	1.018
30/09	459	501		47	1.007
31/12	478	502		25	1.005
31/03/2008	461	478		3	943

30/06	401	472		64	937
30/09	371	505			877
31/12	386	301		12	699
31/03/2009	377	149		161	687
30/06	402	106		229	737
30/09	454	104		223	781
31/12	454	104		251	809
31/03/2010	491	104		241	836
30/06	285	103		451	839

2.7 Partijen hebben regelmatig contact gehad over de portefeuille. Naar aanleiding van een gesprek van 21 oktober 2008 heeft Consument in een brief van 18 december 2008 haar beklag gedaan over het beheer. Zij heeft daarin onder meer het volgende geschreven:

“Als ik dan de rapportage van 24/10/2008 erbij neem en ik constateer dat onder post Risicomijdende beleggingen slechts alternatieve beleggingen zijn opgenomen (...)

Dan is dat dus niet wat we op 16 mei 2006 overeengekomen zijn.

Deze constatering zorgt momenteel voor grote onzekerheid.”

Tussen partijen heeft op 7 januari 2009 wederom een gesprek plaatsgevonden. Naar aanleiding daarvan heeft Consument Aangeslotene per brief van 27 januari medegedeeld:

“inderdaad hebben we op 7 januari, vooral vanwege in onze ogen het ontbreken van een beter alternatief, gezegd dat (Aangeslotene) voorlopig het beheer over de portefeuille blijft voeren. Maar dit geeft geen beeld van ons vertrouwen in (Aangeslotene) op dit moment. We hebben nog eens nagedacht over een andere invulling van hoe nu verder. Jullie hebben aangegeven de komende periode een aantal wijzigingen door te voeren in het risicomijdende deel van de portefeuille. Ik wil bij deze expliciet de opdracht geven om het risicomijdende gedeelte van de portefeuille af te bouwen in het tempo zoals (Aangeslotene) toepast voor beheerportefeuilles en dat de liquiditeiten die daarbij vrijkomen niet herbelegd mogen worden.”

Deze opdracht heeft Aangeslotene uitgevoerd, waarna Consument de overeenkomst medio 2010 heeft beëindigd.

3. Geschil

3.1 Consument vordert vergoeding van de door haar geleden schade, door haar begroot op een bedrag van €125.000 bestaande uit het verschil in rendement tussen een evenwichtig gespreide risicomijdende portefeuille en het rendement op het risicomijdende gedeelte zoals Aangeslotene dit heeft ingericht.

3.2 Deze vordering steunt, kort en zakelijk weergegeven, op de volgende grondslagen. Aangeslotene is in haar zorgplicht tekort is geschoten jegens Consument ter zake van het bij haar in beheer gegeven vermogen.

1. Aangeslotene heeft in strijd met hetgeen in het voorstel is opgenomen en in de overeenkomst is vastgelegd gehandeld door onvoldoende spreiding aan te brengen in het risicomijdende gedeelte van de portefeuille.

a) Vanuit redelijke spreidingsvereisten geredeneerd mag een risicomijdende beleggingscategorie niet volledig in alternatieven worden gealloceerd. Dat deze alternatieven een (zeer) beperkte handelbaarheid kenden, leverde een sterk verhoogd risico op.

b) Consument vindt het onbegrijpelijk dat er aan de tijdens de crisis steeds beperkter handelbare categorie alternatieven nog een extra product werd toegevoegd, het Fairfield Sigma fonds.

2. Consument meent dat een beheerder een risicomijdend gedeelte van een portefeuille onder alle marktomstandigheden als zodanig zorgvuldig moet inrichten. Extreme wijzigingen in die marktomstandigheden ontheffen Aangeslotene niet van de zorgplicht dienovereenkomstig te handelen.

3. Voorts is Aangeslotene tekort geschoten in de beoordeling van de risico's van tot de portefeuille behorende effecten. Zij beschrijft in de overeenkomst dat risicomijdende beleggingen zijn waarvan de voorspelbaarheid relatief hoog is. Consument vraagt zich af hoe het rendement en risico van een beleggingsproduct met een bewezen trackrecord van een beperkte duur door Aangeslotene ingeschat kon worden en waarom de in de prospecti van deze fondsen expliciet beschreven risico's door Aangeslotene terzijde werden gelegd. In samenhang daarmee heeft Aangeslotene Consument niet voldoende over de invulling van de portefeuille en de mogelijke risico's geïnformeerd. Daar komt bij dat Consument onvoldoende kennis en ervaring had om te beoordelen of de inrichting van het risicomijdende gedeelte van de portefeuille verantwoord was ingevuld.

3.3 Aangeslotene heeft gemotiveerd verweer gevoerd. Bij de beoordeling zal de Commissie daar voor zover nodig op in gaan.

4. Beoordeling

Naar aanleiding van het over en weer door partijen gestelde overweegt de Commissie als volgt.

4.1 De Commissie (in dit verband met name haar voorgangster, de Klachtencommissie DSI) heeft rechtspraak ontwikkeld ten aanzien van de zogenaamde asset allocatie in verband met de mate waarin het te beleggen vermogen dient te worden beschermd tegen uiteindelijk waardeverlies. Die gewenste mate van bescherming tegen waardeverlies moet zijn afgestemd op beleggingsdoeleinden, zoals een behoefte aan vermogensgroei of een gewenste kasstroom (periodieke onttrekkingen aan het belegd vermogen), die op zichzelf beschouwd nooit te realiseren zijn zonder koers-, rente-, dividend- en/of debiteurenrisico's te lopen.

4.1.1 De hier bedoelde rechtspraak van de Commissie gaat uit van een onderscheid tussen vastrentende en zakelijke waarden, waarbij wordt verondersteld dat vastrentende waarden in verhouding tot zakelijke waarden een stabielere rechtstreeks rendement zullen opleveren, en dat zij juist bij dalingen van aandelenkoersen een waarborg zullen bieden voor behoud van de waarde van het belegd vermogen. Ook de in het algemeen beperkte looptijd van vastrentende waarden en het feit dat deze in de regel deel uitmaken van het vreemd vermogen van de uitgevende onderneming of instelling maken dat de risico's voor de belegger minder groot worden geacht dan bij zakelijke waarden.

4.1.2 Inmiddels hebben zich ontwikkelingen voorgedaan die het onderscheid tussen vastrentende en zakelijke waarden in een ander licht plaatsen. Met name is duidelijk geworden dat rentevorming op de financiële markten en het debiteurenrisico – samenhangend met die rentevorming en met de invloed van rating agencies op de kapitaalmarkten – tot gevolg kunnen hebben dat vastrentende waarden minder zekerheid bieden dan voorheen. Daarnaast geeft de Commissie zich rekenschap van de ontwikkeling van tal van beleggingsvormen die het onderscheid tussen zakelijke en vastrentende waarden doen vervagen. Dat zijn met name beleggingsproducten, die kenmerken van beiden vertonen doordat zij in essentie schuldvorderingen zijn, die bij de emittent doorgaans tot het vreemd

vermogen behoren en waarvoor soms een (beperkte) aflossingsgarantie geldt, maar waarvan de (verkoop)waarde gedurende de looptijd afhankelijk is van (een samenstel van) onderliggende, zakelijke waarden terwijl ook de periodieke (rente)vergoeding wisselend kan zijn en bijvoorbeeld niet langer alleen afhankelijk meer is van rentestanden, maar ook van bedrijfswinsten en/of koersniveaus van onderliggende (zakelijke) waarden.

4.1.3 Beleggingsondernemingen duiden zulke beleggingsproducten veelal aan met termen als gestructureerde producten, alternatieve beleggingen, special products of hybride producten. De Commissie zal in het hiernavolgende over ‘samengestelde beleggingsvormen’ spreken. De Commissie ervaart dat vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs zich in toenemende mate op het standpunt stellen dat zulke samengestelde beleggingsvormen minstens dezelfde, of zelfs een grotere bescherming tegen koersverliezen en/of rentedalingen kunnen bieden dan vastrentende waarden.

4.1.4 De Commissie onderkent dat samengestelde beleggingsvormen om uiteenlopende redenen een geschikt middel kunnen zijn om efficiënter gebruik te maken van koersbewegingen of ontwikkelingen op kapitaalmarkten. Daarom kan naar het oordeel van de Commissie onder strikte voorwaarden worden aanvaard dat een vermogensbeheerder zulke samengestelde beleggingsvormen opneemt in de door hem beheerde portefeuille van een niet-professionele belegger.

De strikte voorwaarden die de Commissie daaraan stelt houden verband met de omstandigheid dat het effectief rendement van samengestelde beleggingsvormen in de regel afhankelijk is van een groot aantal factoren die aan snelle verandering onderhevig kunnen zijn. Dat maakt het, zeker in vergelijking met zuiver vastrentende waarden, veel lastiger om het rendement van samengestelde beleggingsvormen te voorspellen, terwijl de waarde van zulke beleggingsvormen grote schommelingen kan vertonen. Deze eigenschap maakt zulke beleggingen juist weer minder geschikt voor een belegger die risico's wenst te vermijden, ook omdat de mogelijkheid om op elk gewenst moment te verkopen bij zulke beleggingen beperkt kan zijn. Het hier overwogene geldt evenzeer voor deelnemingen in sommige soorten hedgefonds of “fonds of hedgefonds”, welke de Commissie in dit verband onder het begrip “samengestelde beleggingsvormen” schaaft, en waarvan het rendement afhankelijk is – nog afgezien van de aan die participatie verbonden kosten – van de kwaliteit en de consistentie van het fondsbeheer, mede in het licht van de door de fondsbeheerder gekozen benchmark. Hier zal met name de fundstrategie doorslaggevend zijn bij het bepalen of een participatie al dan niet past in de beheerportefeuille.

4.1.5 Daarom moet de informatieverstrekking aan de belegger op de bijzondere kenmerken van samengestelde beleggingsvormen zijn afgestemd. In dit verband is van belang dat het risicoprofiel niet uitsluitend wordt bepaald door rationele overwegingen. In het risicoprofiel moet worden meegewogen in hoeverre de belegger persoonlijk in staat is een tijdelijke waardevermindering van zijn portefeuille te accepteren, ook indien objectief gezien het uiteindelijke beleggingsdoel door de tussentijdse koersverliezen niet in gevaar behoeft te komen. Aangezien het uiteindelijke, effectieve rendement van samengestelde beleggingsvormen afhankelijk is van veel meer factoren dan de voor een ieder kenbare risico's van beleggen in aandelen of in obligaties, moet de vermogensbeheerder er op bedacht zijn dat diens, niet als professionele belegger aan te merken, cliënt niet in staat is om die factoren op eigen kracht te onderkennen en te waarderen. Daarom mag voor de portefeuille van die belegger uitsluitend voor samengestelde beleggingsvormen worden gekozen indien hem adequate, op zijn persoon en persoonlijke omstandigheden toegesneden, informatie is verschaft omtrent de bijzondere kenmerken van zulke, vaak complexe, beleggingsvormen, de specifieke redenen om die beleggingen in de portefeuille op

te nemen, en de wijze waarop mogelijke tussentijdse waardedalingen zich verhouden tot de beleggingsdoelstellingen op de overeengekomen termijn. Deze voorlichting dient zodanig te worden gegeven dat zo veel mogelijk kan worden voorkomen dat de belegger als reactie op (tussentijdse) waardedalingen vanuit onwetendheid, onbegrip dan wel paniek beslissingen neemt waardoor onnodig koersverliezen worden genomen.

4.1.6 Het voorgaande klemt uiteraard temeer indien voor de vermogensbeheerder voorzienbaar is dat de desbetreffende beleggingen – ten gevolge van hun (juridische) structuur of door hun afhankelijkheid van de koers van andere waarden – niet op elk gewenst moment of binnen een zekere periode slechts met aanzienlijk verlies verhandeld zullen kunnen worden.

4.1.7 De Commissie acht de hier genoemde voorwaarden voor het opnemen van samengestelde, vaak complexe, beleggingsvormen in de portefeuille van een niet-professionele belegger van zo groot belang dat – mede gelet op de rechtsverhouding tussen de vermogensbeheerder als ter zake kundige dienstverlener en diens wederpartij – niet van de belegger kan worden verlangd dat hij, indien een geschil is ontstaan, aannemelijk maakt dat de samengestelde beleggingen in zijn geval een ongeschikte belegging vormden, of dat hem niet de daarop toegesneden informatie is verstrekt. Bij een geschil omtrent het een of het ander behoort de bewijslast ten aanzien van de geschiktheid van de gekozen belegging in een samengestelde beleggingsvorm op de vermogensbeheerder te rusten, en is het ook aan hem om aannemelijk te maken dat verliezen die in rechtstreekse zin door beslissingen van de belegger zijn veroorzaakt, niet te wijten zijn aan het ontbreken van de vereiste informatie. Uit het hiervoor overwogene vloeit verder voort dat de vermogensbeheerder het hier bedoelde bewijs niet zal kunnen leveren door er (slechts) op te wijzen dat hij de belegger in het bezit heeft gesteld van in algemene termen gestelde documentatie, zoals factsheets, tenzij die documenten zodanig zijn ingericht dat een niet ter zake kundige, Nederlandstalige, consument daaruit redelijkerwijs kan begrijpen wat de voor hem relevante kenmerken van de aangeboden beleggingsvorm en de daaraan verbonden risico's zijn. Indien het gaat om (in algemene termen gestelde) documentatie die langs elektronische weg is te raadplegen, geldt ook in dit verband dat de vermogensbeheerder niet kan volstaan met een verwijzing naar zulke vindplaatsen dan nadat hij zich ervan heeft vergewist dat de consument over de nodige middelen beschikt om daarvan kennis te nemen.

4.1.8 Met betrekking tot de periodieke verslaglegging van het gevoerde beheer merkt de Commissie nog op dat de bijzondere kenmerken van samengestelde beleggingsvormen meebrengen dat zij niet op één lijn gesteld kunnen worden met vastrentende waarden. Daarom zullen die beleggingen in de periodieke verslaglegging als afzonderlijke categorie vermeld moeten worden.

4.2 In het nu te beoordelen geschil heeft een relatie van vermogensbeheer bestaan, zodat de Commissie dient te beoordelen of Aangeslotene heeft gehandeld zoals van een redelijk bekwaam en redelijk handelend vermogensbeheerder mag worden verwacht. In verband met de door Aangeslotene gekozen samenstelling van de portefeuille hanteert de Commissie bij deze beoordeling de in de voorgaande overwegingen omschreven uitgangspunten.

4.2.1 In het bij de vermogensbeheerovereenkomst als bijlage opgenomen cliëntprofiel hebben partijen als doelstelling geformuleerd dat het beleggingsbeleid zou worden gericht op het realiseren van vermogensgroei waarbij geen inkomenswens bestond. Daartoe werd belegd volgens portefeuilleprofiel “Evenwichtig”. Vermogensgroei (aangroei van het te

beleggen vermogen) is een beleggingsdoelstelling die niet valt te realiseren zonder ten minste een beperkt tot gemiddeld risico te accepteren. Op dit punt heeft Aangeslotene voorafgaande aan het sluiten van de beheersovereenkomst alleszins adequate informatie verstrekt, en Consument heeft, naar uit het voorgaande blijkt, ook begrepen dat zij in deze risico zou moeten aanvaarden.

4.2.2 Daarnaast heeft de Commissie vastgesteld dat de portefeuille een assetverdeling kende die op zichzelf beschouwd, door de onder 2.4 weergegeven indeling in de categorieën Zakelijke waarden en Risicomijdende beleggingen met bijbehorende bandbreedtes aan te houden, geschikt zou moeten zijn om het door Consument verlangde beleggingsdoel te bereiken, en diens risico te beperken tot het door haar aanvaarde niveau. Wat dat aangaat kan Aangeslotene geen verwijt worden gemaakt. Voorts valt Aangeslotene naar het oordeel van de Commissie bepaald niets te verwijten ten aanzien van de frequentie waarmee zij aan Consument heeft gerapporteerd en met haar overleg heeft gevoerd.

4.2.3 Aan de hiervoor, onder 4.1.5 en 4.1.6, geformuleerde bijzondere eisen die gesteld moeten worden bij het opnemen van samengestelde beleggingsvormen in beheerde portefeuilles heeft Aangeslotene evenwel niet, althans niet in voldoende mate, voldaan. Alhoewel Aangeslotene Consument in het beleggingsvoorstel, in de haar gegeven presentatie en ook in de overeenkomst heeft gewezen op het voornemen samengestelde beleggingsvormen in de portefeuille op te nemen, heeft zij Consument niet tijdig de hiervoor bedoelde, op deze beleggingsvormen toegespitste productinformatie verschaft. Vervolgens was de informatievoorziening over aangekochte stukken ook bij navraag door Consument van onvoldoende niveau dan wel onvolledig.

4.2.4 De keuze voor samengestelde beleggingsvormen, zoals Aangeslotene die ten aanzien van de onderhavige portefeuille heeft gemaakt, was met de overeengekomen beleggingsdoeleinden in beginsel niet onvereenigbaar, mede gezien de overeengekomen wijze van beheer, namelijk vrije hand-beheer, en paste ook binnen het vastgestelde risicoprofiel, doch over de specifieke kenmerken van deze producten, waaronder een mogelijk sterke koersvolatiliteit, mogelijk beperkte verhandelbaarheid, en de wijze waarop die kenmerken zich verhouden tot de beleggingsdoelstellingen van Consument op de overeengekomen termijn, heeft Aangeslotene haar niet, althans niet voldoende en zeker niet tijdig, geïnformeerd. Eerst tijdens het gesprek van 7 januari 2009 heeft Aangeslotene, naar de Commissie begrijpt, een toelichting gegeven op onder meer de verhandelbaarheid van de reeds in de portefeuilles opgenomen producten. Die toelichting was evenwel globaal, en onvoldoende toegesneden op de individuele, in de portefeuille opgenomen, beleggingen, en kwam (veel) te laat om Consument in staat te stellen voor zichzelf te bepalen of zij het op deze wijze uitgevoerde vermogensbeheer nog wilde accepteren.

4.2.5 Daarenboven is de Commissie niet gebleken dat Aangeslotene op het moment waarop de gekozen beleggingen snelle en grote koersdalingen lieten zien, in 2008, het initiatief heeft genomen Consument alsnog uit te leggen waarom deze beleggingen ondanks het scherpe koersverlies van dat moment toch in de portefeuille pasten en Consument erop kon vertrouwen dat deze beleggingsproducten zouden blijven aansluiten bij de overeengekomen beheerswijze. Getuige haar brief van 18 december 2008 heeft een en ander tot grote, en naar het oordeel van de Commissie begrijpelijke, onzekerheid bij Consument geleid.

4.2.6 Aangeslotene heeft derhalve niet voldaan aan de hiervoor onder 4.1.3 e.v. geformuleerde strikte voorwaarden voor opname van samengestelde beleggingsvormen in

de portefeuilles van Consument. Dit betreft een tekortkoming die aan Aangeslotene dient te worden toegerekend.

4.3.1 De onder 3.2, 3) samengevatte klacht acht de Commissie daarmee gegrond. Uit het tot dusverre overwogene volgt dat de onder 3.2, 1), a en b, en onder 3.2, 2) samengevatte onderdelen van de klacht geen doel kunnen treffen. Daarbij merkt de Commissie op dat uit de aard van de tussen partijen tot stand gekomen overeenkomst volgt dat – anders dan Consument kennelijk wil betogen – het handelen van Aangeslotene moet worden beoordeeld ten aanzien van het gehele, in beheer gegeven vermogen.

4.4 Nu de klacht gegrond is voor zover het de onder 4.2.6 genoemde tekortkoming betreft, heeft de Commissie te beoordelen in hoeverre de door Consument gestelde schade aan die tekortkoming is toe te rekenen.

4.4.1 De schade is bij Consument in rechtstreekse zin ontstaan door het liquideren van posities op een, gelet op het koersverloop, uitermate ongunstig moment. Het is voldoende aannemelijk dat Consument dit nadeel zonder de zojuist genoemde tekortkoming van Aangeslotene had kunnen vermijden. In zoverre is het door Consument ondervonden nadeel aan te merken als rechtstreeks door Aangeslotene veroorzaakt en ook aan haar toe te rekenen schade.

4.5 Alvorens een oordeel te geven over de (omvang van de) voor vergoeding in aanmerking komende schade, zal de Commissie partijen in de gelegenheid stellen zich bij nadere akte uit te laten over de verdere beoordeling van deze zaak, met inachtneming van het hiervoor overwogene. Daarbij dient Aangeslotene zich ook nader uit te laten over de uitgangspunten voor de schadeberekening zoals uiteengezet in de bijlage bij de brief van Consument van 27 januari 2009.

5. Beslissing

De Commissie stelt partijen in de gelegenheid een nader akte te nemen als bedoeld onder 4.5, binnen een termijn van zes weken na dagtekening van deze uitspraak, met gelijktijdige toezending van die akte aan de andere partij. Vervolgens zullen partijen binnen een termijn van vier weken na dagtekening van bedoelde aktes nog op het daarin gestelde mogen reageren.

De Commissie houdt iedere verdere beslissing aan.

In artikel 5 van het Reglement van de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening is bepaald in welke gevallen beroep openstaat van beslissingen van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening bij de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening. Daarbij geldt een termijn van zes weken na verzending van deze uitspraak.