



**KiFiD**

**Klachteninstituut Financiële Dienstverlening**

**Tussenuitspraak Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 100 d.d. 21 maart 2012**

**(mr. C.E. du Perron, voorzitter, prof. drs. A.D. Bac RA en G.J.P. Okkema, leden en mr. D.M.A. Gerdes, secretaris)**

**Samenvatting**

Vermogensbeheer; alternatieve belegging die in het vastrentende gedeelte van de portefeuille is ondergebracht. Naar het oordeel van de Commissie had deze belegging niet in de portefeuille mogen worden opgenomen, zodat de vermogensbeheerder gehouden is tot schadevergoeding. Met het oog op de schadeberekening wordt de vermogensbeheerder verzocht nadere gegevens te verstrekken.

**I. Procedure**

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

- het verzoek tot geschilbeslechting, ontvangen op 29 juni 2010;
- het verweer van Aangeslotene van 11 oktober 2010;
- de repliek van X van 2 november 2010; en
- de dupliek van Aangeslotene van 24 november 2010.

De Commissie stelt vast dat tussenkomst van de Ombudsman Financiële Dienstverlening niet tot oplossing van het geschil heeft geleid en dat partijen het advies als bindend zullen aanvaarden.

Partijen zijn opgeroepen voor een mondelinge behandeling te Den Haag op 27 april 2011. Aldaar zijn partijen verschenen.

**2. Feiten**

De Commissie gaat uit van de volgende feiten:

2.1 X en Aangeslotene zijn partij bij een vermogensbeheerovereenkomst, gedateerd 10 juli 2007 (hierna: de overeenkomst). In de bijlagen bij de overeenkomst is onder meer opgenomen:

“(…) Totale waarde van het vermogen bedraagt bij aanvang ongeveer € 3.600.000,00.

(…)

**UITGANGSPUNTEN EN DOELSTELLINGEN VAN HET VERMOGENSBEHEER**

(…)

Voor uw beheerportefeuille hanteren we de beleggingsrichtlijnen die passen bij het volgende risicoprofiel: Defensief

Hieronder treft u een uitgebreide beschrijving (van de voornaamste kenmerken) van dit risicoprofiel. Niet alle kenmerken hoeven op uw situatie van toepassing te zijn.

Een belegger met een Defensief profiel:

- vermijdt bij voorkeur risico's



**KiFiD**

**Klachteninstituut Financiële Dienstverlening**

- stelt een stabiele stroom aan inkomsten voorop, maar streeft ook naar enige vermogensgroei op langere termijn
- streeft naar een gemiddeld jaarlijks positief rendement van 5% op de lange termijn
- accepteert een gematigd negatief rendement in een slecht beleggingsjaar
- volgt de aandelenmarkt in beperkte mate
- belegt zijn vermogen grotendeels (gemiddeld 70%) in vastrentende waarden, de rest in zakelijke waarden.

(...)

Beleggingsrichtlijnen

Bovengenoemde doelstelling en risico-acceptatiegraad leiden tezamen met de overige kenmerken tot de volgende beleggingsrichtlijnen:

	Norm	Minimaal	Maximaal
Zakelijke waarden	30%	20%	40%
Vastrentende waarden	70%	60%	80%

Zakelijke waarden

Onder andere aandelen, aandelenbeleggingsfondsen, producten met een garantie van minder dan 100% van de hoofdsom, vastgoedfondsen en alternatieve beleggingen met de risicorendementskarakteristieken van zakelijke waarden.

Vastrentende Waarden

Onder andere obligaties, obligatiebeleggingsfondsen, converteerbare obligaties, producten met een garantie van 100% of meer van de hoofdsom, deposito's, spaarsaldi en overige liquiditeiten en alternatieve beleggingen met de risicorendementskarakteristieken van vastrentende waarden.

Door met bandbreedten te werken, heeft uw vermogensbeheerder de ruimte om, al naar gelang de verwachtingen voor de diverse beleggingscategorieën, te schuiven met de verdeling binnen de hierboven aangegeven minima en maxima. (...)"

2.2 Aangeslotene heeft een deel van het vermogen belegd in het Y fonds. De participatie in dit fonds is gekocht in 2007 voor een aankoopssom van € 740.143,87. In het prospectus wordt het beleggingsbeleid van dit fonds als volgt omschreven:

"The investment policy of the Sub-Fund can be captured in two words: unconstrained investing. The Sub-Fund will select its investments with barely more than the minimum (legal and regulatory) investment restrictions applicable. The investment portfolio of the Sub-Fund will primarily consist of participations in product Z managed by third-party investment managers. These product Z may be operating in various fields of the capital markets. Product Z in which the Sub-Fund invests use a broad variety of investment strategies and styles to achieve attractive absolute returns. The Sub-Fund will invest in product Z who follow primarily non-directional strategies, amongst which there are relative value strategies, non-directional arbitrage strategies, market neutral long/short investment strategies, and event driven strategies. Non-directional strategies aim to achieve a relatively stable pattern of positive returns, whilst limiting potential losses. Managers pursuing these strategies seek to accomplish their risk/return goals by exploiting market inefficiencies with a minimal exposure to general market movements."

2.3 In de overgelegde financiële bijsluiter van het Y fonds staat onder meer het volgende: "(...) Algemene en productspecifieke risico's



**KiFiD**

**Klachteninstituut Financiële Dienstverlening**

Onderstaand volgt een overzicht van de algemene en productspecifieke risico's waaraan het Fonds blootstaat. (...)

#### MARKTRISICO

De beleggingen van het Fonds zijn blootgesteld aan normale marktschommelingen en risico's inherent aan het beleggen in effecten. (...)

(...)

#### LIQUIDITEITSRISICO

De aandelen in het Fonds zijn niet beursgenoteerd en er kan geen garantie worden gegeven dat een secundaire markt de beleggers liquiditeit zal verschaffen. De aandelen in het Fonds zijn slechts één keer per kwartaal verhandelbaar (...). De liquiditeit die het Fonds biedt hangt af van de liquiditeit die wordt geboden door de onderliggende Beleggingsvehikels. Het niet-liquide zijn van de Beleggingsvehikels kan worden veroorzaakt door de afwezigheid van een voor deze beleggingen gecreëerde markt. (...)

(...)

#### MINDER TRANSPARANTIE

Het specifieke beleggingsbeleid van het Fonds, dat neerkomt op beleggen in Beleggingsvehikels, kan leiden tot minder transparantie. De Beleggingsvehikels en eventueel de onderliggende beleggingsfondsen publiceren normaal gesproken, maar niet altijd, de belangen die zij in portefeuille hebben.

#### TEGENPARTIJRISICO EN BEWAARNEMINGSRISICO

(...)

Derivaten brengen het risico met zich mee dat een verlies wordt geleden door het Fonds als gevolg van het niet nakomen van de voorwaarden van de overeenkomst door de tegenpartij bij het derivatencontract. (...)

(...)

#### LEVERAGE

Gebruik van *leverage* door het Fonds, middels het gebruik van verschillende financiële instrumenten of geleend geld, zoals *margin*, brengt grotere risico's met zich mee dan wanneer de betreffende beleggingen zonder het gebruik van leverage gefinancierd zouden worden.

#### CONCENTRATIERISICO

Het Fonds kan haar beleggingen beperken tot beleggingen in effecten van ondernemingen actief in dezelfde sector of op dezelfde markt. De waarde van de portefeuille van het Fonds zal in die gevallen aan grotere waardeschommelingen onderhevig zijn dan de portefeuille van een meer gespreide beleggingsinstelling. (...)"

2.4 Volgens de door Aangeslotene overgelegde rapportage bestond de portefeuille per ultimo 2007 voor 68% uit vastrentende waarden en voor 32% uit zakelijke waarden en waren deze percentages per ultimo 2008 respectievelijk 73 en 27%. In deze rapportage wordt voorts vermeld dat de belegging in het Y fonds per ultimo 2007 € 737.982,73 waard was bij een totale waarde van de portefeuille van € 3.633.855 en dat deze belegging per ultimo 2008 € 587.985,39 waard was op een totale portefeuille ter waarde van € 2.939.654.

2.5 Op 6 april 2009 heeft de advocaat van X Aangeslotene aansprakelijk gesteld voor de op de belegging in het Y fonds geleden schade.

### 3. Geschil



**KiFiD**

**Klachteninstituut Financiële Dienstverlening**

3.1 X vordert dat Aangeslotene wordt veroordeeld tot vergoeding van het verlies dat is geleden op de belegging in het Y fonds. Zij begroot dit verlies op € 152.158,48. Voorts vordert zij vergoeding van kosten ter vaststelling van de schade en verkrijging van betaling buiten rechte, begroot op € 10.000, als ook BTW over deze kosten en wettelijke rente vanaf 31 maart 2009.

3.2 Deze vorderingen steunen op de grondslag dat Aangeslotene toerekenbaar is tekortgeschoten in de nakoming van haar verbintenissen uit de overeenkomst, doordat zij een aanzienlijk deel van het vermogen - ruim 20 procent - heeft ondergebracht in het Y fonds. Aangeslotene heeft deze belegging ten onrechte aangemerkt als vastrentende waarde en heeft de portefeuille daarmee niet ingericht conform de overeengekomen asset allocatie. Voorts hoort de belegging in het Y fonds niet thuis in een portefeuille met een defensief profiel.

3.3 Aangeslotene heeft de stellingen van X gemotiveerd weersproken. Voor zover nodig zal de Commissie bij de beoordeling daarop ingaan.

#### **4. Beoordeling**

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

4.2 Tussen partijen bestaat een relatie van vermogensbeheer. Aan vermogensbeheer is eigen dat de beheerder zijn beheerstaken naar eigen inzicht vervult; voorts dient de beheerder het aan hem toevertrouwde vermogen te beheren zoals van een redelijk bekwaam en redelijk handelend vermogensbeheerder mag worden verwacht. Bij beantwoording van de vraag of het gevoerde beheer aan deze eis heeft voldaan, komt groot belang toe aan de beleggingsdoelstellingen en het vastgestelde risicoprofiel.

4.3 Tussen partijen is niet in geschil dat in de overeenkomst afspraken zijn gemaakt over de asset allocatie, die onder meer inhielden dat voor ten minste 60% in vastrentende waarden diende te worden belegd en voor maximaal 40% in zakelijke waarden. Wel verschillen partijen van standpunt over de vraag of de belegging in het Y fonds tot de vastrentende waarden kan worden gerekend. Aangeslotene stelt dat dit het geval is en dat de inrichting van de portefeuille voldoet aan de overeengekomen bandbreedten; X stelt echter dat dit niet het geval is en dat gelet daarop de overeengekomen bandbreedten zijn overschreden en de belegging in het Y fonds niet in de portefeuille had mogen worden opgenomen, en in ieder geval niet in het vastrentende gedeelte daarvan.

4.4 De meest verstrekkende stelling van X is dat in het geheel niet in het Y fonds had mogen worden belegd. Bij het beoordelen van deze stelling acht de Commissie in de eerste plaats van belang dat het Y fonds, afgaande op de omschrijving van het beleggingsbeleid in het prospectus (zie overweging 2.2), geen restricties hanteert voor het beleggingsbeleid en dat de beleggingen kunnen worden geselecteerd 'with barely more than the minimum (legal and regulatory) investment restrictions applicable', derhalve met inachtneming van nauwelijks meer dan de (minimale) geldende juridische en regulatoire beleggingsrestricties. Verder acht de Commissie in dit verband van belang dat de financiële bijsluiter van het Y fonds diverse risico's vermeldt die niet eigen zijn aan reguliere obligaties of aandelen, zoals het feit dat het



**KiFiD**

**Klachteninstituut Financiële Dienstverlening**

beleggingsbeleid kan leiden tot minder transparantie, het tegenpartijrisico van derivaten en het gebruik van leverage (zie het citaat in overweging 2.3). Dit wijst erop dat een belegger in het Y fonds ook andere risico's kan lopen dan bij aandelen of obligaties, terwijl niet is gesteld of gebleken dat de genoemde risico's niet zouden gelden voor de waarden waarin het Y fonds heeft belegd of waarin het volgens zijn prospectus zou kunnen beleggen.

4.5 Aangeslotene heeft tegen het risicovolle karakter van het Y fonds alleen ingebracht dat het netto-aandelenrisico van het Y fonds steeds laag is geweest, namelijk tussen 1% en 7%; deze stelling is echter onvoldoende onderbouwd, aangezien Aangeslotene slechts heel globaal heeft toegelicht in wat voor effecten of andere waarden het Y fonds heeft belegd.

4.6 Als verweer voert Aangeslotene voorts aan dat het Y fonds even risicomijdend is als obligaties; zij stelt, onder verwijzing naar het prospectus, dat dit fonds een lage volatiliteit heeft doordat het voornamelijk belegt in waarden met een laag marktrisico (zgn. non-directionele strategieën) en nauwelijks in strategieën met een grote aandelenweging. Zij wijst daartoe op de standaarddeviatie van de Z Index – die volgens Aangeslotene vergelijkbaar is met die van het Y fonds – en op het feit dat deze standaarddeviatie in de jaren na 2007 niet wezenlijk verschilde van die van Amerikaanse en Europese obligaties.

4.7 Dit verweer wordt verworpen. De omstandigheid dat de bedoelde standaarddeviaties niet wezenlijk van elkaar verschillen, betekent niet noodzakelijkerwijs dat de risico's van het Y fonds en van obligaties op één lijn liggen. De bedoelde standaarddeviaties zijn immers berekend aan de hand van in het verleden behaalde rendementen en geven daarmee geen uitsluitend over risico's die inherent zijn aan een product, maar die in de markt nog niet zijn onderkend en zich daarom nog niet hebben vertaald in een koersdaling.

4.8 Aangeslotene voert voorts aan dat het toevoegen van een alternatieve belegging zoals het Y fonds aan een uit aandelen en obligaties bestaande portefeuille leidt tot diversificatie en daarmee tot een lagere volatiliteit van de portefeuille als geheel. Deze stelling is door Aangeslotene onvoldoende onderbouwd; zij heeft niet inzichtelijk gemaakt dat in dit geval, door het opnemen van een alternatieve belegging onder de vastrentende waarden, de volatiliteit van de portefeuille is verlaagd en evenmin waarom desondanks juist op de alternatieve belegging in het Y fonds aanzienlijke verliezen zijn geleden. Ook dit verweer wordt daarom verworpen.

4.9 Gezien het voorgaande is niet gebleken dat het Y fonds een alternatieve belegging is met de risico- en rendementskarakteristieken die passend zijn bij een defensieve portefeuille als die van X. Dit brengt mee dat deze belegging niet had mogen worden opgenomen in de portefeuille en dat Aangeslotene in zoverre toerekenbaar is tekortgeschoten in de nakoming van haar verbintenissen. Aangeslotene is gehouden tot vergoeding van de daardoor veroorzaakte schade.

4.10 De schade dient te worden berekend over de periode vanaf de dag van aankoop van de belegging in het Y fonds tot de eerste reële handelsmogelijkheid (voor beleggingen in dit fonds) na 6 april 2009, de dag waarop Aangeslotene aansprakelijk is gesteld. De omvang van de schade kan worden vastgesteld door een vergelijking te maken met de hypothetische situatie waarin het bedrag van € 740.143,87 in de bedoelde periode niet in het Y fonds zou zijn belegd, maar in de overige effecten. Nu Aangeslotene het Y fonds, weliswaar ten onrechte, heeft toegerekend aan de categorie vastrentende waarden, dient voor de



**KiFiD**

**Klachteninstituut Financiële Dienstverlening**

vergelijking aansluiting bij die categorie te worden gezocht. Om deze vergelijking te kunnen maken dient te worden berekend: (a) het verlies op het Y fonds in de bedoelde periode en (b) het resultaat in diezelfde periode op de vastrentende waarden, exclusief de belegging in het Y fonds. De Commissie constateert evenwel dat zij deze gegevens niet uit de processtukken kan afleiden, zodat de schade nog niet kan worden begroot. Aangeslotene zal daarom worden verzocht hiervan opgave te doen en een schadeberekening over te leggen. Daarbij dient zij tevens aan te geven of en tegen welke voorwaarden verkoop van de belegging in het Y fonds na 6 april 2009 mogelijk zou zijn geweest. Vervolgens zal X binnen de hierna gestelde termijn op deze opgave en schadeberekening mogen reageren.

4.11 Alle overige beslissingen zullen worden aangehouden.

## **5. Beslissing**

De Commissie bepaalt dat Aangeslotene binnen vier weken na de dag waarop een afschrift van deze tussenuitspraak aan partijen is verstuurd, per gelijke post aan de Commissie en aan X de volgende gegevens dient te verstrekken:

- (a) het verlies dat is geleden op de belegging in het Y fonds vanaf de dag van aankoop tot de eerste reële handelsmogelijkheid (voor beleggingen in dit fonds) na 6 april 2009;
- (b) het resultaat dat in de onder (a) genoemde periode is behaald op de vastrentende waarden, exclusief de belegging in het Y fonds; en
- (c) een berekening van de geleden schade conform het bepaalde in overweging 4.10 hiervoor, waarbij Aangeslotene tevens dient aan te geven of en tegen welke voorwaarden verkoop van de belegging in het Y fonds na 6 april 2009 mogelijk zou zijn geweest.

De Commissie bepaalt voorts dat X, binnen vier weken na de dag waarop Aangeslotene de bedoelde gegevens heeft verstrekt, daarop schriftelijk zal mogen reageren.

Alle overige beslissingen worden aangehouden.