

Inhoud

Woord vooraf	2
Hoofdstuk 1. Inleiding	3
1.1 Vormen van effectendienstverlening	3
1.2 Zorgplicht	3
1.3 Het onderscheid <i>execution only</i> / adviesrelatie	4
1.4 Het onderscheid adviesrelatie / vermogensbeheer	4
Hoofdstuk 2. Pre-contractuele fase en totstandkoming	6
2.1 Zorgplichten voorafgaande aan de dienstverlening	6
2.2 Zorgplichten bij het aangaan van de relatie	7
Hoofdstuk 3. Zorgplichten bij en na het uitvoeren van transacties	14
3.1 Bewaking bestedingsruimte	14
3.2 Marginbewaking	16
3.3 Uitvoering bij advies en <i>execution only</i>	23
3.4 Uitvoering bij vermogensbeheer	29
Hoofdstuk 4. Schadevergoeding en verwante onderwerpen	34
4.1 Schadevergoeding	34
4.2 Eigen schuld	35
4.3 Schadebeperking	35
Hoofdstuk 5. Veelgestelde vragen	37
Hoofdstuk 6. Begrippenlijst	38

Woord vooraf

Een ieder die meent dat hij door een handelen of nalaten van een deelnemende instelling in het kader van effectendienstverlening direct in zijn belang is getroffen, kan een claim (eis tot schadevergoeding) indienen bij de Klachtencommissie DSI.

De klachtenprocedure luistert nauw en is beschreven in het klachtenreglement.

Het onderstaande informeert u over de zorgplicht die een deelnemende instelling in het kader van effectendienstverlening behoort te hanteren. De tekst is een sterk verkorte bewerking van het boek Effecten van de zorgplicht (Kluwer 2004), geschreven door M. van Luyn en C.E. du Perron. DSI, de Klachtencommissie en de Commissie van Beroep zijn niet verantwoordelijk voor de inhoud van de tekst en zijn daaraan niet gebonden.

Hoofdstuk 1. Inleiding

1.1 Vormen van effectendienstverlening

Als u als particuliere belegger een effectentransactie wil verrichten, heeft u daarvoor de hulp nodig van een effecteninstelling. De dienstverlening ten aanzien van effectentransacties kan op verschillende manieren worden vormgegeven. Daarbij worden drie vormen onderscheiden: *execution only*, adviesrelatie en vermogensbeheer.

De meest eenvoudige vorm van dienstverlening wordt “*execution only*” genoemd. In deze vorm gebruikt de belegger de effecteninstelling uitsluitend voor het doorgeven van zijn effectenorders. Voorbeelden daarvan zijn het opgeven van orders aan een telefonische orderlijn of via internet.

De bemoeienis van de effecteninstelling gaat verder indien zij de belegger over diens beleggingen adviseert. In dit geval spreekt men van een “adviesrelatie”. De uiteindelijke keuze of een bepaalde transactie wel of niet wordt verricht, is ook in een adviesrelatie aan de belegger.

De meest verstrekkende vorm van dienstverlening is dat een belegger het beheer over (een deel van) zijn vermogen aan een effecteninstelling overlaat. De effecteninstelling zal in dat geval zelfstandig kunnen beslissen welke transacties zij voor rekening van de belegger verricht. Zij zal dit doen in overeenstemming met van te voren gemaakte afspraken.

De grenzen tussen deze vormen zijn in de praktijk niet altijd even duidelijk. Zo is het mogelijk dat een belegger op de website waarop hij effectenorders kan invoeren “beleggingsadviezen” te lezen krijgt, kan de belegger in een adviesrelatie handelen zonder zich van zijn adviseur iets aan te trekken en kan een belegger met zijn vermogensbeheerder hebben afgesproken dat deze voor het verrichten van belangrijke transacties overleg met hem voert en/of toestemming vraagt. Om een en ander nog verder te compliceren, kan een vorm van dienstverlening gedurende de looptijd van de relatie van karakter veranderen. De juiste kwalificatie van de vorm van dienstverlening blijkt daarom vaak een discussiepunt bij een conflict tussen belegger en effecteninstelling, in het bijzonder gelet op de daaraan verbonden gevolgen voor de omvang van de zorgplicht.

1.2 Zorgplicht

Een effecteninstelling zal bij haar dienstverlening de nodige zorgvuldigheid in acht dienen te nemen. Zij zal daarbij horen te handelen in het belang van haar cliënten, bij het uitvoeren van opdrachten voorrang te geven aan de belangen van cliënten boven haar eigen belang en zich van handelingen te onthouden die de adequate functionering van de effectenmarkten of het vertrouwen van beleggers daarin kunnen schaden.

Deze algemene zorgplicht geldt zonder onderscheid voor alle vormen van effectendienstverlening, dus ongeacht of sprake is van vermogensbeheer, een adviesrelatie of *execution only*.

De maatschappelijke functie van effecteninstellingen brengt daarbovenop een bijzondere zorgplicht mee, zowel jegens haar cliënten wegens de met hen bestaande contractuele verhoudingen, als ten opzichte van derden met wier belangen zij rekening behoort te houden op grond van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt. De bijzondere zorgplicht wordt bepaald door hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen de effecteninstelling en haar cliënt, meebrengen.

De omvang van de zorgplicht op diverse terreinen hangt aldus af van de vorm van effectendienstverlening.

1.3 Het onderscheid *execution only* / adviesrelatie

Als het goed is, zal uit de overeenkomst tussen de belegger en de instelling duidelijk zijn of sprake is van een verhouding op basis van advies of op basis van *execution only*. Bij instellingen die blijkens hun informatiemateriaal en hun contracten uitsluitend diensten op basis van *execution only* verlenen, zal van een adviesrelatie geen sprake kunnen zijn. Lastiger ligt het bij een instelling die beide typen dienstverlening aanbiedt. Een voorbeeld daarvan is de situatie waarin van beide vormen gebruik wordt gemaakt, en de belegger soms zaken doet met adviseurs van de instelling, en soms met een (automatisch) ordersysteem als een telefonische orderlijn of internet. In beginsel is in dergelijke gevallen bepalend waar de belegger de order heeft opgegeven. De gekozen weg bepaalt immers de provisie die de belegger verschuldigd is en de dienstverlening die de belegger mag verwachten hangt direct samen met de provisie die hij bereid is te betalen (KCD 9 juni 2004, 04-87). Het enkele feit dat de belegger adviezen niet opvolgt, of de adviseurs van de instelling voornamelijk als ‘klankbord’ gebruikt, maakt niet dat er geen sprake meer is van advies.

Het afzetten van financiële producten

Er dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de positie van de aanbieder van het product en de positie van degene die als tussenpersoon behulpzaam is bij het totstandkomen van een overeenkomst tot afname van het product.

Optreden als tussenpersoon

Een (rechts)persoon waarvan de werkzaamheden zich beperken tot het uitsluitend aanbrengen van cliënten bij andere effecteninstellingen is een zogenaamde cliëntenremisier. De meeste wettelijke bepalingen met betrekking tot de zorgplicht zijn op een dergelijke tussenpersoon niet van toepassing. Dat ligt anders voor de tussenpersoon die tevens beleggingsadvies verstrekt. Op een dergelijke tussenpersoon zijn de bepalingen omtrent de zorgplicht ten volle van toepassing.

Als een instelling een cliënt aanbrengt bij of verwijst naar de aanbieder van een financieel product, hangt het van de omstandigheden van het geval af of deze instelling moet worden beschouwd als cliëntenremisier of als adviseur (KCD 20 oktober 2003, 03-159).

Optreden als aanbieder

De uitgever/aanbieder van een effect/effectenproduct kan in zijn verhouding tot de afnemer aansprakelijk zijn als hij niet over de vereiste vergunning(en) beschikt, als hij onvoldoende informatie verschaft en wellicht als hij een ondeugdelijk product aanbiedt. Onder omstandigheden kan een uitgever/aanbieder ook aansprakelijk zijn als adviseur (KCD 30 maart 2004, 04-50).

De enkele omstandigheid dat een instelling een belegger informatie toezendt over een beleggingsmogelijkheid, brengt nog niet mee dat de instelling beleggingsadvies heeft gegeven. Of van advies sprake is, hangt er mede van af waar de belegger om heeft gevraagd. Als de belegger zich tot de instelling wendt voor advies, en de instelling volstaat met het sturen van folders, kan er sprake zijn van (onzorgvuldig) beleggingsadvies (KCHB 27 augustus 2001, nr. 8). Als de instelling beleggingsvoorstellen doet, moet dit als advisering worden opgevat.

1.4 Het onderscheid adviesrelatie / vermogensbeheer

Bij het maken van een kwalificatie van de dienstverlening als hetzij advies, hetzij beheer moet uiteraard allereerst worden gekeken naar de tussen partijen gesloten overeenkomst, daar deze in elk geval een indicatie geeft van wat partijen bij de aanvang van de dienstverlening beoogd hebben. De Klachtencommissie kijkt ten behoeve van het kwalificeren van overeenkomsten naar de feitelijke gang van zaken. De benaming van de overeenkomst speelt hierbij nauwelijks een rol (KCD 13 mei 2002, 02-81). De Klachtencommissie zal kijken of er in de specifieke situatie sprake was van ‘feitelijk beheer’ (het zelfstandig, zonder toestemming van de belegger, op eigen initiatief uitvoeren van transacties) (KCD 15 augustus 2003, 03-119). Ook de hoogte en samenstelling van de vergoeding zal

een rol spelen. In een beheerrelatie wordt doorgaans een jaarlijkse beheerfee in rekening gebracht, terwijl in een adviesrelatie veelal alleen provisie per transactie wordt berekend (KCHB 8 januari 2004, nr. 66).

Het kan voorkomen dat een relatie die oorspronkelijk begonnen is als adviesrelatie, in de praktijk overgaat naar een beheerrelatie. De partij die stelt dat de aard van de dienstverlening (al dan niet geleidelijk) van karakter is veranderd, zal dit aannemelijk moeten maken.

In sommige gevallen ontbreekt een specifieke overeenkomst als uitgangspunt. Dit zou een indicatie kunnen zijn dat geen beheerrelatie was beoogd (KCD 12 juli 2002, 02-108). Het moge duidelijk zijn dat de feitelijke gang van zaken doorslaggevend blijft.

Hoofdstuk 2. Pre-contractuele fase en totstandkoming

2.1 Zorgplichten voorafgaande aan de dienstverlening

Inleiding

Beleggers hebben een eigen verantwoordelijkheid bij de aanschaf van financiële producten. De eigen verantwoordelijkheid van beleggers veronderstelt dat zij weloverwogen kunnen beslissen over het aangaan van een effectenrelatie en over het geven van opdrachten tot effectendienstverlening. Zowel de wijze van marketing van effectendiensten als de daarbij aan beleggers te verschaffen informatie is daarom aan regels gebonden.

Marketing

Het is een effecteninstelling verboden om niet-professionele beleggers waarmee nog geen zakelijke relatie bestaat ongevraagd telefonisch of in persoon te (doen) benaderen over effectendienstverlening, tenzij de belegger daarvoor uitdrukkelijk schriftelijk of elektronisch toestemming heeft gegeven en hij deze toestemming niet heeft ingetrokken. Het verbod ziet alleen op het direct aanbieden van een overeenkomst over een effectendienst of –product; de instelling mag wel aanbieden schriftelijk of elektronisch informatiemateriaal aan de betrokkene ter beschikking te stellen.

Voorlichting vooraf

De voorlichting dient ertoe de belegger in staat te stellen op juiste gronden te beslissen over het al dan niet afnemen van het product of dienst. Effecteninstellingendiensten (potentiële) niet-professionele beleggers de gegevens en bescheiden te verschaffen die nodig zijn voor de adequate beoordeling van de door de effecteninstelling aangeboden diensten en de financiële instrumenten waarop die diensten betrekking hebben.

De informatieverplichting heeft zowel betrekking op de effecteninstelling zelf (zakelijke gegevens), als op de via of door de instelling aangeboden producten (inclusief kenmerken hiervan en daaraan verbonden beleggingsrisico's) en diensten (soorten diensten, kosten en kostenberekeningsmethode alsmede informatie over eventuele bestaande of potentiële belangentegenstellingen).

Als bij een product met geleend geld wordt belegd moet daarop, en op het risico dat een schuld kan overblijven, bij de informatieverstrekking uitdrukkelijk worden gewezen. Bevat de informatie van de effecteninstelling verwachtingen omtrent de toekomst, of verwijst deze naar resultaten uit het verleden, dan moet de volgende waarschuwing worden opgenomen: 'De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.' (KCD 5 februari 2004, 04-15)

De informatie dient begrijpelijk te zijn voor een niet ter zake deskundige, doch aandachtige en oplettende consument. Bij de gemiddelde consument mag een zeker kennisniveau worden verondersteld. Tevens mag worden verondersteld dat deze consument kennisneemt van de informatie die hem wordt aangeboden en vragen stelt indien deze informatie niet duidelijk is. Ook mag ervan worden uitgegaan dat de gemiddelde consument in staat is zijn eigen financiële positie in kaart te brengen. Consumenten die daartoe niet in staat zijn, of overigens minder inzicht hebben dan de gemiddelde consument, zijn er zelf verantwoordelijk voor dat zij zich van competente bijstand voorzien.

Als een effecteninstelling haar informatie richt op een specifieke doelgroep, dan kan van haar worden verwacht dat zij haar informatieverstrekking afstemt op het kennisniveau van deze doelgroep. Dat niveau kan zowel hoger als lager zijn dan dat van de gemiddelde consument.

Het voorgaande geldt alleen voor algemene informatie over diensten, producten en financiële instrumenten. Als de instelling de belegger adviseert is haar verantwoordelijkheid groter en de eigen verantwoordelijkheid van de belegger beperkter. Door een bepaald instrument te adviseren, geeft de instelling immers te kennen dat dit instrument naar haar oordeel voor de belegger geschikt is.

Als de instelling een belegger niet volledig informeert, zal de belegger gehouden zijn om meer informatie te vragen indien hij begrijpt dat er meer informatie beschikbaar is (of zou moeten zijn) (KCD 3 juni 2004, 04-82). Indien de instelling verwijst naar ander informatiemateriaal, zal de belegger daarvan in beginsel kennis moeten nemen (KCD 30 juli 2003, 03-117). Wat er zonder een dergelijke verwijzing van de belegger mag worden verwacht, hangt af van diens voorkennis en inzicht (KCD 4 maart 2004, 04-35).

Als het informatiemateriaal dat een instelling verschaft vragen openlaat, dient de belegger navraag te doen over hetgeen hem onduidelijk is gebleven (KCHB 18 november 2003, nr. 64; KCD 3 juni 2004, 04-79; KCD 21 juli 2003, 03-106; KCD 3 juni 2003, 03-95).

Een belegger die stelt schade te hebben geleden doordat hij onduidelijke of onvolledige informatie heeft gekregen, zal aannemelijk moeten maken dat hij anders zou hebben gehandeld als hij wel volledig geïnformeerd zou zijn geweest (KCHB 27 augustus 2001, nr. 8).

2.2 Zorgplichten bij het aangaan van de relatie

Effecteninstellingen zijn wettelijk verplicht om beleid vast te stellen ter zake van de acceptatie van cliënten en om dat beleid administratief en organisatorisch uit te voeren. De instelling mag cliënten waarvan zij de identiteit, aard en achtergrond niet heeft vastgesteld, niet accepteren. De verplichting tot controle is niet beperkt tot het begin van de relatie. Zo zal de instelling de gegevens van de cliënt en diens transactiepatronen periodiek moeten analyseren. Hoe groter het risico, hoe meer inspanning van de instelling wordt verwacht.

Know-your-customer en cliëntenprofiel

Een effecteninstelling dient in het belang van haar cliënten informatie in te winnen betreffende hun financiële positie, hun ervaring met beleggen in financiële instrumenten en hun beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs relevant is bij de uitvoering van de door de effecteninstelling te verrichten diensten.

Deze informatieplicht wordt het *know-your-customer*-beginsel genoemd, de verkregen informatie het ‘cliëntenprofiel’ of ook wel ‘beleggingsprofiel’ of ‘risicoprofiel’.

De hoeveelheid informatie die in het profiel dient te worden opgenomen hangt samen met de dienst die de effecteninstelling gaat verlenen (KCHB 12 juli 2004, nr. 73).

Als een cliënt transacties gaat verrichten waaruit verplichtingen (kunnen) ontstaan, zal de instelling moeten nagaan of hij het risico van deze transacties kan dragen. Daarbij gaat het er niet om of de cliënt in staat is aan de actuele verplichtingen te voldoen, maar om te bezien of deze risico's in het algemeen verantwoord zijn.

De instelling zal bij het opstellen van een cliëntenprofiel in beginsel afgaan op de informatie die de cliënt haar verschaft, zonder na te gaan of deze juist is. Wel zal zij de cliënt zodanige vragen moeten stellen dat deze de instelling voldoende informatie verschaft om het profiel op te stellen.

Weigering cliënt

De belegger zal de instelling in ieder geval voldoende informatie moeten verschaffen opdat de instelling zijn identiteit, aard en achtergrond kan vaststellen. Laat de belegger dat na dan mag de instelling hem niet als cliënt accepteren. Voor het overige zal het van de aard van de effectendienstverlening en van de daarmee gemoeide risico's afhangen of de instelling, ondanks haar gebrekkige inzicht in de (financiële) omstandigheden van de cliënt, haar diensten aan die cliënt mag verlegen.

Dienstverlening op basis van *execution only* zal in beginsel toelaatbaar zijn, zij het dat ook daarbij van belang kan zijn welke risico's de cliënt gaat lopen.

Zolang de instelling de cliënt ervoor waarschuwt dat zij, als zij onvoldoende informatie krijgt, haar adviezen slechts op een beperkt beeld van de positie van de belegger kan baseren, lijkt er geen bezwaar tegen te bestaan dat een adviesrelatie tot stand komt zonder dat de belegger de instelling een volledig profiel heeft verschaft.

In een relatie van vermogensbeheer zal het opstellen van het profiel in de regel samenvallen met het opstellen van de uitgangspunten van het beheer. Indien de beheerovereenkomst een uitgebreide beschrijving van de beleggingsdoelstellingen van de belegger bevat, wordt dit in de praktijk gezien als een voldoende vastlegging van het cliëntenprofiel.

Herzien profiel

Indien de effectendienstverlening in een bestaande effectenrelatie verandert, zal de instelling het cliëntenprofiel opnieuw moeten bezien. Het verdient aanbeveling dat een effecteninstelling voorts regelmatig onderzoekt of in de omstandigheden van haar cliënten verandering is gekomen.

Schadevergoeding bij niet-opstellen profiel

De enkele omstandigheid dat de instelling heeft verzuimd een (goed) cliëntenprofiel op te stellen, geeft de belegger nog geen recht op schadevergoeding. De belegger zal moeten aantonen dat de schade voorkomen zou zijn als er een profiel was opgemaakt (KCHB 6 juli 2003, nr. 52; KCD 14 juli 2004, 04-104; KCD 3 juni 2004, 04-76; KCD 17 februari 2004, 04-23).

Cliëntenprofiel bij *execution only*

In het geval van *execution only* behoeft de effecteninstelling slechts een eenvoudig cliëntenprofiel op te maken. Opgenomen moeten worden de kennis, de financiële positie en de beleggingsdoelstelling van de cliënt (KCD 10 december 2003, 03-188).

Het opmaken van een cliëntenprofiel heeft slechts zin indien de effecteninstelling vervolgens toetst of de opgegeven orders aan het profiel voldoen.

Cliëntenprofiel bij advies

De instelling moet over voldoende informatie beschikken om ervoor te zorgen dat haar adviezen aansluiten bij de beleggingsdoelstellingen van de cliënt, diens risicobereidheid en diens vermogen om risico's te dragen. Tevens zal zij moeten vaststellen dat de cliënt voldoende kennis heeft om haar adviezen te begrijpen en de daaraan verbonden risico's te overzien. Het is immers uiteindelijk de cliënt die de beleggingsbeslissing moet nemen.

Een bijzondere zorgplicht rust op de adviseur waar het gaat om beleggingen ten behoeve van pensioen of periodieke uitkeringen voor levensonderhoud.

Als de cliënt een transactie wil uitvoeren die in strijd is met zijn profiel, dan zal de effecteninstelling hem voor deze strijdigheid moeten waarschuwen. Wil de cliënt de transactie desondanks doorzetten, dan doet hij dat op eigen risico.

Om eigen schuld te kunnen aannemen is vereist dat de belegger beseft dat hij van zijn profiel afwijkt en wat de risico's daarvan zijn. Is de belegger zich er volledig van bewust dat hij van zijn profiel afwijkt en welke risico hij daarmee neemt, dan zal, de aansprakelijkheid zelfs geheel weg kunnen vallen.

Cliëntenprofiel in vermogensbeheerrelaties

Bij een vermogensbeheerrelatie gaat de verplichting tot het opstellen van een cliëntenprofiel verder dan bij een *execution only*-relatie en bij een adviesrelatie. De beheerder moet over voldoende informatie beschikken om ervoor te zorgen dat het beheer aansluit bij de beleggingsdoelstellingen van de cliënt, diens risicobereidheid (en eventuele beperkingen ten aanzin van het beheer die hieruit voortvloeien), de aanwezige effectenkennis en financiële draagkracht.

De persoonlijke omstandigheden van de cliënt zullen in hoge mate bepalen hoe uitgebreid het profiel van de cliënt, in het bijzonder het doel van het beheer en de restricties, beschreven zal worden. Deze omstandigheden, in het bijzonder de financiële draagkracht, kunnen meebrengen dat bepaalde vormen van beheer niet passen in het profiel van de cliënt.

Pensioen

Ten aanzien van het beheer van (en advies betreffende) beleggingen voor pensioengelden geldt dat de beheerder (evenals de adviseur) een bijzondere zorgplicht heeft. Teneinde aan deze zorgplicht te kunnen voldoen in de uitvoering van het beheer (en advisering) dient duidelijk te zijn wat onder pensioengeld wordt verstaan. Hiervan is in ieder geval sprake als het gaat om gelden die nodig zijn opdat een (pensioen)vennootschap aan haar vaststaande pensioenverplichtingen kan voldoen. Van belang is voorts onder meer de verhouding tussen het vermogen van de vennootschap en de omvang van de pensioentoezegging en de tijd die nog te gaan is voordat de begunstigde de pensioengerechtigde leeftijd bereikt en de pensioentoezegging gestand moet worden gedaan.

Eventuele pensioenverplichtingen van een vennootschap zullen blijken uit documenten als statuten en jaarrekening. De instelling is gehouden aan de hand van deze stukken na te gaan of er pensioenverplichtingen op het vermogen drukken.

Bij beleggers die voor eigen pensioen beleggen zou men in beginsel iedere euro die zij zullen ontvangen nadat zij stoppen met werken als pensioengeld kunnen aanmerken. Het onderscheid tussen pensioen en vrij vermogen verdwijnt dan. Het ligt meer voor de hand na te gaan hoeveel inkomen de belegger, na zijn pensionering in redelijkheid nodig heeft, mede gelet op diens huidige inkomen.

Bij puur particulier vermogen dat niet is ondergebracht in een vennootschap kan de beheerder (of adviseur) niet uit bijzondere documentatie (statuten en/of jaarrekening) afleiden waarvoor het vermogen bestemd is. Indien onduidelijkheid bestaat over de vraag of sprake is van vrij kapitaal of van pensioengeld, dan zal beslissend zijn wat de belegger daarover desgevraagd aan de instelling heeft duidelijk gemaakt. Is de belegger onvoldoende duidelijk geweest, dan mag de instelling er in beginsel van uitgaan dat sprake is van vrij kapitaal (KCD 23 juli 2004, 04-114; KCD 14 juli 2004, 04-104; KCD 7 juni 2004, 04-98; KCD 24 april 2003, 03-71; KCD 21 april 2004, 04-68; KCD 30 maart 2004, 04-52).

Cliëntenovereenkomst

Aan effectendienstverlening dient een schriftelijke overeenkomst ten grondslag te liggen. De elektronische vorm is bewust niet toegestaan. In de overeenkomst dient onder meer te zijn opgenomen:

- De naar soort onderscheiden diensten die de effecteninstelling in het kader van de overeenkomst zal verrichten;
- Een specificatie van de eventuele beperkingen met betrekking tot de markten waarop effectentransacties ten behoeve van de cliënt zullen worden afgewikkeld;
- De wijze waarop gelden of effecten van de cliënt worden verrekend, gedeponerd en geadministreerd;
- De regelingen inzake de aansprakelijkheid van de effecteninstelling onderscheidenlijk de cliënt uit hoofde van de overeenkomst;
- Een verklaring van de cliënt dat hij heeft kennis genomen van de informatie die de effecteninstelling aan hem dient te verstrekken en dat hij zich bewust is van de risico's die aan de belegging zijn verbonden; en
- De regeling van toepasselijk recht en de wijze van beslechting van geschillen.

In aanvulling op de eisen die aan alle cliëntenovereenkomsten gesteld worden, geldt dat in vermogensbeheerovereenkomsten tevens bepaald moet zijn:

- De samenstelling van het beheerde vermogen naar effectensoort en de waarde van het te beheren vermogen ten tijde van het sluiten van de overeenkomst;
- De doelstellingen van de cliënt terzake van het vermogensbeheer;
- Een specificatie van de eventuele kwalitatieve en kwantitatieve beperkingen ten aanzien van de effecten of categorieën van effecten waarin mag worden belegd;
- De wijze waarop het beheer wordt gevoerd alsmede de betrokkenheid van de cliënt daarbij, daaronder een regeling tot machtiging aan de effecteninstelling;
- De frequentie van rapportage aan de cliënt.

Als de cliëntenovereenkomst niet schriftelijk is vastgelegd, heeft dat niet tot gevolg dat de overeenkomst nietig is.

Als een belegger een overeenkomst met de instelling (inclusief de bijlagen) zonder protest ondertekent, dan wordt hij geacht van de inhoud daarvan te hebben kennisgenomen en daarmee in te stemmen. Wanneer er onduidelijkheden zijn of de overeenkomst onjuistheden bevat, dient de belegger contact op te nemen met de instelling.

Het is voor de belegger belangrijk om te beseffen dat de vermogensbeheerovereenkomst en de daarbij behorende bijlagen met de beleggingsdoelstellingen de vastlegging vormen van de gemaakte afspraken. Dit betekent dat van de belegger verwacht mag worden dat deze (voor ondertekening) de documenten zorgvuldig leest. Dat laatste geldt natuurlijk ook in een adviesrelatie of een relatie op basis van *execution only*.

Wanneer de belegger speciale wensen of beperkingen ten aanzien van het te voeren beheer heeft, doet hij er verstandig aan dit expliciet in de beheersovereenkomst te laten vastleggen. Vaak klagen beleggers achteraf tevergeefs dat speciale wensen of beperkingen niet zijn vastgelegd in de beheersovereenkomst of bijlagen daarbij (KCD 29 maart 2001, 01-75; KCD 18 november 2003, 03-180; KCHB 3 februari 2004, nr. 67; KCD 17 juni 2003, 03-100; KCD 28 april 2003, 03-75). De belegger moet de overeenkomsten pas tekenen indien zijn wensen daarin duidelijk zijn opgenomen.

Hiervoor is gebleken dat de beleggingsdoelstellingen en richtlijnen ten aanzien van de soorten effecten en/of categorieën van effecten waarin mag worden belegd in de vermogensbeheersovereenkomst dienen te worden vastgelegd. Is de doelstelling bepaald, dan wordt voor en in overleg met de belegger op basis van de doelstelling en daarmee samenhangende gegevens een voorstel voor richtlijnen voor het beheer en opstelling van verdeling van het vermogen over soorten effecten, landen en sectoren, ook wel aangeduid als “*asset allocation*” gemaakt.

Wanneer bij de totstandkoming van de beheersovereenkomst en het daarbij behorende risicoprofiel bepaalde wensen of bevoegdheden voor de beheerder worden vastgelegd en de belegger wenst hier achteraf bezien op terug te komen, dan dient zij de bewuste verwijzingen in de overeenkomst en/of het profiel te wijzigen (KCD 7 april 2003, 03-56).

Voorlichting

Bij de voorlichting over de aard van de dienstverlening is essentieel dat de belegger duidelijk wordt gemaakt wat hij van de instelling mag verwachten en wat zijn eigen verantwoordelijkheid is. Zo zal de instelling in een relatie op basis van *execution only* duidelijk moeten maken dat de belegger geen advies mag verwachten en dat deze zelf verantwoordelijk is voor het bewaken van de aansluiting tussen zijn portefeuille en zijn profiel. In een adviesrelatie zal de belegger onder meer duidelijk moeten zijn dat hij uiteindelijk de beslissing over het al dan niet verrichten van transacties neemt en dat hij daarvan ook de gevolgen draagt. Bij beheer moet de belegger beseffen dat de instelling hem – bij risicodragende beleggingen – geen rendement kan garanderen.

De cliëntenovereenkomst zal mede de verklaring inhouden dat de cliënt zich van de risico's van beleggen bewust is. Als de cliënt de overeenkomst met deze verklaring ondertekent, verbindt de Klachtencommissie daaraan doorgaans gevolgen (KCD 7 april 2003, 03-55).

Overeenkomsten met betrekking tot derivatenhandel

Als de cliënt wil handelen in derivaten (zoals opties en futures) moet dit afzonderlijk in een overeenkomst worden geregeld. De instelling zal de cliënt volgens de beursregels specifiek informatiemateriaal moeten verschaffen: het Officieel Bericht Opties/Futures. Door ondertekening van de overeenkomst verklaart de belegger dat hij op de hoogte is van de risico's die aan de handel in de betrokken derivaten zijn verbonden. De instelling mag op de ondertekening van deze verklaring in beginsel afgaan. Als de cliënt nog vragen heeft, moet hij die stellen (KCD 23 juli 2004, 04-114; KCD 7 april 2003, 03-57; KCD 19 maart 2003, 03-39).

Een belegger die zelf in derivaten als opties wil gaan handelen, zal zich daarover dienen te informeren, mede op basis van het voorlichtingsmateriaal dat de instelling hem dient te verschaffen (KCD 21 april 2004, 04-68).

Als de belegger door actief zelf te handelen ervaring met bepaalde derivaten heeft opgedaan, kan hij de instelling niet meer verwijten dat deze hem onvoldoende over deze derivaten heeft voorgelicht (KCD 22 november 2002, 02-197; KCHB 26 september 2003, nr. 60).

Een instelling mag een cliënt niet toelaten tot de handel in derivaten voordat de relevante overeenkomst met die cliënt is totstandgekomen.

Als de belegger geruime tijd wacht voordat hij gebruikmaakt van de mogelijkheden die zijn geopend door het ondertekenen van de overeenkomst inzake de derivatenhandel, behoeft de instelling hem niet nogmaals over de risico's voor te lichten (KCHB 17 september 2003, nr. 57).

Kredietverlening

Een instelling die tevens een bank is, kan de belegger met het oog op zijn beleggingen krediet verlenen. Als de effecteninstelling geen bank is, zal een bank als kredietverstrekker optreden. De kredietverlening moet passen bij het cliëntenprofiel. De instelling mag de cliënt niet door kredietverlening blootstellen aan risico's die groter zijn dan, gelet op dit profiel, verantwoord is (KCD 7 juni 2004, 04-98).

Als de kredietovereenkomst niet schriftelijk wordt vastgelegd, kan dit volgens de Commissie van Beroep bewijsrechtelijk gevolgen kan hebben (KCHB 12 juli 2004, nr. 73). Als niet duidelijk is of de belegger met de kredietverlening heeft ingestemd, dient de onzekerheid voor risico van de instelling te komen (KCD 30 juli 2003, 03-113; KCD 10 december 2001, 01-250; KCHB 12 juli 2004, nr. 73).

Staat vast dat er een kredietovereenkomst is gesloten of dat de belegger anderszins met de kredietverlening heeft ingestemd, dan zal de cliënt geen schadevergoeding kunnen verkrijgen wegens ongewenste kredietverlening.

Een kredietinstelling zal voor een door haar verstrekt krediet doorgaans zekerheid verlangen. Is dat niet het geval, dan spreekt men van een 'ongedekt' of een 'blanco' krediet. Net als bij andere vormen van krediet, kunnen de zekerheden bij krediet ten behoeve van effectentransacties bestaan uit – bijvoorbeeld – een hypotheek op een huis, of een pandrecht op vorderingen (tegoeden).

Effectenbevoorschotting

Bij de effectendienstverlening is het gebruikelijk dat een effectenkredietinstelling krediet verleent op basis van de effectenportefeuille die de cliënt bij haar aanhoudt. Men spreekt dan van bevoorschotting op effecten of van effectenkrediet.

Een belangrijk risico van krediet op effecten is dat de kredietlimiet afneemt als de waarde van de portefeuille afneemt. Hierdoor kan een dekkingstekort ontstaan, waardoor de belegger gedwongen kan worden in een ongunstige markt effecten te verkopen. Om te voorkomen dat de opbrengst van de effecten bij verkoop lager is dan het krediet, hetgeen zowel voor de kredietinstelling als voor de belegger nadelig zou zijn, is het krediet doorgaans beperkt tot een percentage van de waarde van de portefeuille.

Bij het aankopen van effecten mag de instelling (mede) krediet verlenen op basis van de aan te kopen effecten.

Een instelling zal aan een krediet, ongeacht wat overigens aan beperkingen voortvloeit uit de dekkingswaarde van de portefeuille, een kredietlimiet verbinden om de (haar) risico's te beperken. Zij mag deze kredietlimiet verlagen – tenzij daarover andere afspraken zijn gemaakt – maar moet de belegger dan wel een redelijke termijn gunnen en hem in staat stellen zijn posities aan te passen. Als de instelling geen termijn in acht neemt, zal de belegger slechts schadevergoeding kunnen krijgen indien hij aannemelijk maakt dat hij daardoor schade heeft geleden (KCD 13 oktober 2003, 03-149).

Kredietverlening bij vermogensbeheer

Het al dan niet toestaan van het gebruik van debetstanden kan onderdeel uitmaken van de beperkingen die ten aanzien van het beheer gelden. Wanneer de bevoegdheid tot het creëren van debetstanden bij de totstandkoming van de overeenkomst is vastgelegd en de belegger niet kenbaar heeft gemaakt dat van deze bevoegdheid geen gebruik meer gemaakt mag worden, mag de beheerder ervan uitgaan dat, binnen redelijke grenzen, debetstanden toegestaan zijn (KCD 7 april 2003, 03-56).

Als de beheerder een overeengekomen kredietlimiet overschrijdt, of transacties op krediet verricht terwijl dat niet is toegestaan, zal hij in beginsel voor de gevolgen daarvan aansprakelijk zijn. De belegger mag evenwel niet stil blijven zitten als hem blijkt dat de beheerder handelt in strijd met wat is afgesproken. Hij moet klagen en, als de beheerder dan nog nalaat zijn beheer aan te passen, zelf maatregelen nemen, door opdracht te geven tot transacties die de (te hoge) kredietverlening ongedaan maken of door het beheer op te zeggen (KCD 3 juli 2001, 01-143).

Hoofdstuk 3. Zorgplichten bij en na het uitvoeren van transacties

3.1 Bewaking bestedingsruimte

Een instelling mag geen transacties uitvoeren indien de belegger daarvoor geen gelden beschikbaar heeft. Dit geldt bij alle vormen van effectendienstverlening. Als een cliënt te weinig saldo, of beter: bestedingsruimte, heeft om de voorgenomen transactie te verrichten, mag de instelling de transactie niet uitvoeren.

Van de plicht tot het bewaken van het saldo voorafgaande aan het uitvoeren van een transactie, dient goed onderscheiden te worden de plicht tot het permanent bewaken van de actuele verplichtingen uit financiële instrumenten (marginbewaking).

Onderzoeksplicht

De effecteninstelling heeft bij het controleren van de bestedingsruimte een actieve onderzoeksplicht: zij dient, voordat zij tot het uitvoeren van een transactie overgaat, na te gaan of er voldoende bestedingsruimte bestaat. Deze verplichting geldt ook bij geautomatiseerde systemen, zoals sommige telefonische orderlijnen en ordersystemen via internet (*execution only*): er moet zijn voorzien in een mechanisme dat waarborgt dat alleen transacties worden verricht als de betrokken cliënt aan de uit die transactie voortvloeiende verplichtingen kan voldoen.

Omvang van de bestedingsruimte

Hoewel het woord ‘saldi’ anders doet vermoeden, is het toegestaan dat de effecteninstelling krediet aan de cliënt verleent om de transactie te financieren. De ‘bestedingsruimte’ van een cliënt bestaat dus uit de ter belegging aanwezigealdi vermeerderd met de kredietruimte waarover de cliënt kan beschikken.

Een instelling mag een cliënt een tijdelijk verhoogd krediet toestaan om hem enige tijd te geven om een dekkingstekort weg te werken. Zij mag daaraan redelijke eisen verbinden (KCD 31 oktober 2003, 03-166).

Uit een uitspraak van de Commissie van Beroep (KCHB 27 januari 2003, nr. 44) volgt dat als kredietverlening niet berust op een voorafgaande overeenkomst, de nadelige gevolgen van de kredietverlening voor vergoeding in aanmerking komen als de belegger wist dat de instelling hem krediet verleende, en hij daartegen niet met bekwame spoed bezwaar heeft gemaakt. De acceptatie van het krediet door de cliënt verbreekt het causaal verband tussen de fout van de instelling en de schade.

Saldobewaking bij bestensorders

Wat de aanwezigheid van voldoende saldo betreft, vormen bestensorders voor de aankoop van effecten een extra risico. De belegger weet bij een dergelijke order immers van tevoren niet tegen welke koers zijn order zal worden uitgevoerd.

Het is niet geheel zeker hoe de Klachtencommissie en de Commissie van Beroep oordelen over de aanvaardbaarheid van bestensorders tot aankoop van effecten. De Commissie van Beroep heeft zich wel duidelijk uitgesproken over de aanvaardbaarheid van bestensorders via orderlijnen bij de eerste beurshandel na een emissie, maar de betekenis van die uitspraak voor andere gevallen is niet duidelijk. De aanvaardbaarheid van deze ordervorm hangt vermoedelijk af van de omstandigheden van het geval.

Aan bestensorders bij de eerste beurshandel na een emissie zijn bijzondere risico's verbonden, omdat slechts de uitgiftekoers bekend is. De Commissie van Beroep heeft geoordeeld dat bestensorders bij deze handel via een orderlijn niet toelaatbaar zijn.

Men kan zich afvragen waarom de door de Commissie van Beroep gegeven regel beperkt zou blijven tot orderlijnen. De Commissie overweegt dat de orderlijn als kenmerk heeft dat een op de persoonlijke situatie van de cliënt afgestemde advisering ontbreekt. Een beleggingsadviseur kan de beurskoers na uitgifte echter net zo min voorspellen als de belegger zelf. Vermoedelijk is het essentiële verschil dat de adviseur in overleg met de cliënt kan nagaan of de cliënt het risico van het overschrijden van de bestedingsruimte kan dragen. Bovendien kan de adviseur, als de bestedingsruimte overschreden wordt, de schade beperken door de cliënt te adviseren de te veel aangekochte effecten direct weer te verkopen en daartoe – indien de omstandigheden dat rechtvaardigen uit oogpunt van zaakwaarneming- desnoods zelf over te gaan. Indien een adviseur een bestensorder bij emissie accepteert en uitvoert zonder de hiervoor bedoelde zorg te betrachten, zal de instelling voor de schade die daardoor ontstaat aansprakelijk zijn.

Eigen schuld en risico-aanvaarding

Bij de vraag of de schade die is ontstaan door het ten onrechte opgeven van een bestensorder en het daardoor veroorzaakte saldotekort, (deels) voor rekening van de belegger moet blijven, zijn aan de zijde van de belegger vooral van belang diens kennis en ervaring. Het gaat er dan om of de belegger kon weten welk risico er aan het opgeven van een bestensorder was verbonden; het enkele opgeven van de order als zodanig levert, mede gelet op de beschermende strekking van de norm die de instelling heeft geschonden, geen eigen schuld op (KCHB 30 juli 2002, nr. 12; KCD 10 januari 2001, 01-11). Was de belegger van het risico geheel op de hoogte, maar heeft hij het toch willen nemen omdat hij de betrokken transactie graag wilde verrichten, dan kan dit ertoe leiden dat op de instelling geen aansprakelijkheid rust.

Als een instelling een order accepteert en uitvoert waarvoor onvoldoende bestedingsruimte aanwezig is, zal zij in beginsel voor de schade die daardoor ontstaat aansprakelijk zijn.

Vanaf het moment dat de cliënt weet – of behoort te weten – dat de uitvoering van een transactie tot overschrijding van de bestedingsruimte heeft geleid, is zij gehouden schadebeperkende maatregelen te nemen. In de regel zal dit zijn wanneer de cliënt het rekeningafschrift van de transactie ontvangt. De cliënt moet dan maatregelen nemen om het tekort op te heffen, bijvoorbeeld door de betrokken effecten uiterlijk tegen de openingskoers van de eerstvolgende beursdag bestens te verkopen. Voor de schade die ontstaat tot aan het moment waarop de cliënt tijdig een schadebeperkende maatregel neemt, is de instelling aansprakelijk.

Laat de belegger na schadebeperkende maatregelen te nemen, dan komt de schade die ontstaat na het moment waarop hij tot het nemen van dergelijke maatregelen gehouden was, voor zijn eigen rekening.

Regels bij aanwezigheid dekkingstekort

Indien een dekkingstekort is ontstaan, hetzij door het uitvoeren van een transactie waarvoor onvoldoende saldo beschikbaar was, hetzij door koersbewegingen waardoor de waarde van de dekking is uitgehold, mag de instelling geen transacties meer (doen) verrichten anders dan om het tekort te verminderen. Voorts moeten maatregelen worden genomen om het tekort te beëindigen.

In het algemeen wordt aangenomen dat een instelling bij het bestaan van een dekkingstekort niet alleen moet weigeren orders uit te voeren die niet tot een vermindering van het tekort leiden, maar dat zij de belegger voorts zal moeten vragen het tekort aan te zuiveren en, indien de belegger hieraan niet voldoet, zelf maatregelen moet nemen, doorgaans door het liquideren van een deel van de portefeuille.

De belegger is zelf primair verantwoordelijk voor het aanzuiveren of opheffen van een dekkingstekort (KCD 4 mei 2001, 01-116). De instelling is bij het handhaven van dekkingsnormen zonder dat er sprake is van een margintekort niet gehouden de tekortenprocedure met de strenge vijfdagentermijn strik toe te passen. Bij het bestaan van een dekkingstekort mag een instelling enige coulance in acht nemen. Zij hoeft bij een geringe overstand niet direct in te grijpen. Wel zal zij de cliënt moeten waarschuwen, tenzij deze zelf eenvoudig kan nagaan dat er een klein tekort aanwezig is. Dit voorkomt problemen als het tekort later oploopt en de cliënt de instelling verwijt dat hij niet in de gelegenheid is gesteld eerder maatregelen te nemen. (KCHB 6 juli 2003, nr. 52)

Of van de instelling mag worden gevergd dat zij ingrijpen achterwege laat, omdat de cliënt toezegt geld bij te storten of nadere zekerheid te stellen, hangt af van de omstandigheden van het geval, zoals de omvang van het tekort, de termijn waarop het geld of de zekerheden te verwachten zijn en de mate van zekerheid dat het geld of de zekerheden inderdaad verstrekt zullen worden (KCD 4 mei 2001, 01-116). Onder omstandigheden zal de instelling moeten nagaan of de cliënt zijn toezegging om bij te storten zal nakomen, voordat zij zelf tot verkoop van effecten overgaat.

De instelling mag als zij ingrijpt bij een dekkingstekort niet meer effecten verkopen dan redelijkerwijs nodig is om het tekort met zekerheid aan te zuiveren. Indien zij meer effecten verkoopt, zal zij voor het verlies dat daardoor eventueel ontstaat aansprakelijk zijn. Van de belegger mag uit oogpunt van schadebeperking evenwel worden verwacht dat hij de te veel verkochte effecten terugkoopt zodra hij ontdekt dat de instelling ten onrechte tot verkoop is overgaan. De instelling is slechts aansprakelijk voor het koersverlies tot aan het moment dat de belegger de effecten had moeten terugkopen.

Onderzoekspllicht bij herhaalde dekkingstekorten

Als regelmatig dekkingstekorten van enige betekenis optreden, moet dit in ieder geval in een adviesrelatie voor de instelling aanleiding zijn het cliëntenprofiel en het portefeuilleprofiel nog eens te onderzoeken om te bezien of de cliënt de risico's waaraan de portefeuille blootstaat inderdaad wil en kan dragen.

In geval van vermogensbeheer doet dit probleem zich niet voor omdat de beheerder daar voor de tekorten verantwoordelijk is.

Opzeggen kredietovereenkomst

Als een cliënt een dekkingstekort niet binnen de daarvoor de instelling gestelde termijn aanzuivert, kan dit voor de instelling aanleiding zijn de kredietovereenkomst op te zeggen.

3.2 Marginbewaking

Indien een belegger een positie aanhoudt waaraan verplichtingen zijn verbonden of verbonden kunnen worden, dient hij hiervoor gelden te storten of op andere wijze zekerheid te stellen.

De verplichting tot marginbewaking is een voortdurende. De instelling mag geen transacties uitvoeren indien onvoldoende dekking beschikbaar is voor de marginverplichtingen die daaruit – voorzienbaar – zullen voortvloeien. Daarnaast dient de instelling iedere dag te bezien of nog voldoende dekking voor de marginverplichtingen aanwezig is. Indien dat niet het geval is, dient zij in relaties op basis van *execution only* en in adviesrelaties een tekortenprocedure te beginnen. Bij vermogensbeheer zal de instelling zelf moeten ingrijpen.

Doel marginverplichting

Het is vaste rechtspraak dat de marginverplichting zowel dient ter bescherming van de handel (die er zeker van moet zijn dat verplichtingen worden nagekomen) als ter bescherming van de belegger (ter beperking van het risico dat deze loopt). Indien de effecteninstelling nalaat de marginverplichting te bewaken, zal zij aansprakelijk zijn voor de schade die hierdoor ontstaat.

Wel zal de belegger in relaties op basis van *execution only* en in adviesrelaties veelal eigen schuld kunnen worden verweten: hij had immers ook zelf voor de naleving van de marginverplichting kunnen zorgen. Dit gaat uiteraard niet op voor beheerrelaties, waar de beheerder in principe volledig zorgdraagt voor marginbewaking en oplossen van dekkingstekorten.

Het is niet mogelijk dat een instelling met haar cliënten vooraf overeenkomst dat de verplichting tot marginbewaking niet zal gelden. Ook tijdens het bestaan van een tekort kan van de regels – in het bijzonder die met betrekking tot de tekortenprocedure – niet worden afgeweken. Wel kan de instelling met de cliënt afspraken maken over de aanzuivering of vermindering van het tekort. De instelling mag ook niet op al dan niet dringend verzoek van de cliënt of eigener beweging uitstel toestaan om een gunstiger koersontwikkeling af te wachten. De ontwikkeling van de koers is immers onvoorzienbaar, en het tekort zou evengoed verder kunnen toenemen.

Tekortenprocedure

Indien een cliënt over onvoldoende saldi beschikt om aan zijn marginverplichtingen te voldoen, dient de instelling ervoor te zorgen dat de cliënt zekerheden stelt waaruit de verplichtingen kunnen worden voldaan. Indien de cliënt na een, bij voorkeur schriftelijke, waarschuwing ('marginbrief' of 'tekortenbrief') geen aanvullende zekerheden kan (of wil) stellen, sluit de effecteninstelling de posities zo spoedig mogelijk, doch uiterlijk binnen vijf werkdagen na de dag waarop het tekort is ontstaan, tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen (KCD 13 oktober 2003, 03-149 en 03-142).

De verplichting tot marginbewaking en tot het ingrijpen na verloop van de vijfdaagstermijn geldt zowel in adviesverhoudingen als bij dienstverlening op basis van *execution only*. Wel zal in verhoudingen op basis van *execution only* van de belegger een meer actieve opstelling mogen worden verwacht: hij is in de eerste plaats zelf verantwoordelijk voor het bewaken van de margin. Bij adviesverhoudingen is dit ook het uitgangspunt, doch daar zal wat de cliënt van de instelling mag verwachten sterk afhankelijk zijn van de inhoud die partijen in het concrete geval aan hun verhouding hebben gegeven. In beheerrelaties is de instelling verantwoordelijk voor de naleving van de marginverplichtingen.

Onder het begrip 'saldi' wordt tevens verstaan de kredietruimte die een cliënt op basis van een kredietovereenkomst met zijn instelling heeft. Relevant zijn alleen saldi die de cliënt aanhoudt bij de betrokken instelling en waarover die instelling kan beschikken. Onvoldoende is dat de cliënt elders genoeg vermogen of kredietruimte heeft, of dat hij voldoende inkomen heeft, om aan de marginverplichting te kunnen voldoen.

De belegger zal bij het optreden van een margintekort onmiddellijk maatregelen moeten nemen om het tekort te beëindigen. Als hij daarmee te laat is, of maatregelen treft die onvoldoende zijn om het tekort op te heffen, komt dat voor zijn rekening (KCD 1 mei 2003, 03-82). De belegger dient daarbij zelf de actuele stand van het tekort na te gaan (KCD 9 december 2003, 03-187). Een en ander kan onder omstandigheden anders komen te liggen indien de instelling de belegger over de te nemen maatregelen onjuist heeft voorgelicht.

De instelling mag pas (en moet dan) ingrijpen als de maximale termijn (van vijf werk- of beursdagen) is verstreken, dus op de zesde beursdag. Als de instelling eerder ingrijpt, heeft de belegger recht op schadevergoeding.

Doorrollen

Doorrollen is het uitstellen van de verplichting om de onderliggende waarde van een optie af te nemen (bij een geschreven put optie) of te moeten leveren (bij een geschreven call optie) of om tot verrekening van het waardeverschil over te gaan (bijvoorbeeld bij indexopties). Als een geschreven optiepositie wordt doorgerold, wordt de bestaande geschreven positie op of kort voor de expiratedatum gesloten (dat kost geld) en een nieuwe positie geopend (dat brengt premie op). Door een wat riskantere nieuwe positie te openen, kan veelal 'met gesloten beurs' worden doorgerold.

Bij het bestaan van een margintekort mag de instelling doorrollen alleen toestaan indien dit tot vermindering van dit tekort leidt. Indien er nog geen margintekort is, mag de instelling doorrollen niet toestaan indien dat zou leiden tot een margintekort of tot een ongeoorloofde debetstand.

Aan doorrollen is het risico verbonden dat verlieslatende posities naar de toekomst worden verschoven en dat het risico steeds verder toeneemt. Omdat veel beleggers geen verlies willen nemen, kunnen zij in de verleiding komen (herhaald) door te rollen, ook waar dit voor hen geen verstandige strategie is. Indien de instelling het initiatief tot het doorrollen neemt door daartoe te adviseren, kan dat advies de toets der kritiek alleen doorstaan indien de belegger begrijpt wat doorrollen is en de ermee verbonden risico's kan overzien en dragen.

Informatieverstrekking

Ter voorbereiding van effectentransacties zal de effecteninstelling haar cliënt vaak gegevens verschaffen, zoals koersinformatie. Indien deze informatie onjuist is en de cliënt in vertrouwen erop handelt, zal de instelling in beginsel voor de schade van de cliënt aansprakelijk zijn.

Als de instelling meldt dat er sprake is van onjuiste informatie, bijvoorbeeld doordat er sprake is van vertraging in de aanlevering van de gegevens, kan de belegger niet meer op de juistheid van de informatie vertrouwen. Bij beleggen via internet mag de instelling de melding beperken tot de homepage. Het komt voor risico van de belegger als hij van informatie op deze pagina geen kennisneemt (KCD 31 oktober 2003, 03-169).

Een instelling is niet aansprakelijk voor fouten in de systemen van de beurs die tot onjuiste informatieverstrekking leiden (KCD 31 oktober 2003, 03-169). Wel geldt bij dergelijke storingen onverkort de hiervoor genoemde informatieverplichting.

Schadevergoeding

Als een belegger door een fout van een instelling onjuiste informatie krijgt, heeft hij er geen recht op in de positie gebracht te worden alsof de informatie juist was. De schade bestaat uit hetgeen nodig om de belegger terug te brengen in de positie dat hij geen onjuiste informatie zou hebben gekregen (KCHB 20 maart 2003, nr. 25; KCD 18 december 2003, 03-196).

Als de instelling de belegger ten onrechte niet (tijdig) informeert, zal de schade worden bepaald door te bezien wat de positie van de belegger zou zijn geweest als hij wel tijdig informatie zou hebben ontvangen.

Orderopname

Een instelling moet ervoor zorgen dat geen misverstand kan ontstaan over de inhoud van de haar door haar cliënten verstrekte opdrachten. In de praktijk geschiedt dit door de order 'terug te lezen' en vervolgens om bevestiging te vragen (KCD 20 juli 2001, 01-164).

Indien de cliënt niet begrijpt wat de medewerker van de instelling bij het teruglezen van de order zegt, dient hij navraag te doen. Een eventueel misverstand komt anders voor zijn rekening, tenzij de medewerker al redenen had om te vermoeden dat de belegger niet begreep welke order hij opgaf (KCD 1 mei 2003, 03-83).

Indien over de uitleg van een order twijfel bestaat, zal op grond van de (uitgeschreven) opname van het ordergesprek (KCHB 11 maart 2003, nr. 45; KCD 18 april 2002, 02-75; KCD 1 mei 2003, 03-83) – als er een opname beschikbaar is – of op grond van de schriftelijke ‘order (KCD 11 maart 2004, 04-44; KCD 1 mei 2003, 03-87); moeten worden nagegaan welke uitleg de voorkeur verdient.

Bereikbaarheid instelling

Bij het doorgeven van orders kan vertraging ontstaan doordat de instelling onvoldoende bereikbaar is. Behalve in gevallen van extreme drukte, kan dat tot aansprakelijkheid leiden (KCD 11 mei 2001, 01-127). Als de instelling een bruikbare alternatieve weg biedt om orders aan te leveren, bijvoorbeeld een telefonisch ordersysteem voor het geval het internetsysteem niet (goed) functioneert of op andere gronden geblokkeerd is, zal de cliënt daarvan gebruik moeten maken. Laat hij dat na, dan zal eventuele schade voor zijn rekening blijven (KCD 1 mei 2003, 03-89).

Controle van orders

De instelling zal bij het opnemen van de order, moeten controleren of deze order mag worden uitgevoerd. Zo zal zij, waar relevant, moeten controleren of aan de marginverplichtingen is voldaan en zal zij moeten nagaan of er voldoende bestedingsruimte aanwezig is. Indien de order via een adviseur wordt opgegeven, zal de instelling deze moeten toetsen aan het profiel van de belegger.

De controleverplichting betreft mede de vraag of er nog andere orders lopen die – vanwege de bestedingsruimte van de cliënt – niet tegelijk met de nu op te geven order mogen worden uitgevoerd. De instelling zal de cliënt in dat geval moeten laten kiezen aan welke order hij de voorkeur geeft (KCD 7 april 2003, 03-66).

Als de ene order van de cliënt (een aankooporder) bij gebreke van bestedingsruimte slechts mag worden uitgevoerd als een andere order (een verkooporder) is gegaan, dient verweerder ervoor zorg te dragen dat de aankooporder niet wordt uitgevoerd voordat de verkooporder is gegaan (KCD 20 oktober 2003, 03-157).

Uitvoering order

De verdere afhandeling van de order is een zaak van de beurs. Op Euronext geschiedt deze afhandeling geheel automatisch via het orderboek. Euronext hanteert daarbij het ‘first in first out’ principe. Dit houdt in dat alle orders worden gerangschikt op volgorde van binnenkomst en – indien van toepassing – op basis van de opgegeven limiet. Wanneer een aandeel een nieuwe koers bereikt, komen de aankoop- en verkooporders volgens dit principe ‘op de markt’, zolang er sprake is van genoeg vraag en aanbod voor de aandelen op deze koers. De wijze waarop orders op de beurs worden afgehandeld valt niet onder verantwoordelijkheid van de instelling. Vertraging in de afhandeling op de beurs valt dus niet onder verantwoordelijkheid van de instelling (KCD 9 juni 2004, 04-85).

Laat opgeven orders

De beurs kent een sluitingstijd voor de mogelijkheid om orders op te geven. Dat moment ligt voor de sluiting van de beurs zelf. Orders die na het eerstgenoemde sluitingstijdstip worden opgegeven,

worden meegenomen naar de volgende beursdag, ook al zijn zij voor de sluiting van de beurs zelf opgegeven. Een en ander zal in het informatiemateriaal van de instelling moeten worden uitgelegd. De belegger moet daarvan op de hoogte zijn (KCD 13 oktober 2003, 03-145).

Protestplicht / schadebeperking

Indien de belegger constateert dat een order die hij heeft opgegeven ten onrechte niet is uitgevoerd, of dat een order die hij niet heeft opgegeven ten onrechte wel is uitgevoerd, dient hij direct contact met de instelling op te nemen (KCHB 12 juli 2004, nr. 73).

Het is verstandig het contact met de instelling schriftelijk te bevestigen. Laat de belegger na contact te zoeken, dan kan dit een vermoeden opleveren dat de instelling correct heeft gehandeld (KCD 30 oktober 2003, 03-160; KCD 13 februari 2003, 03-24). Bovendien is de belegger uit oogpunt van schadebeperking gehouden maatregelen te nemen om (verder) nadeel te voorkomen.

Transacties zonder (uitdrukkelijke) order

Slechts in bijzondere gevallen zal de instelling – buiten het bestaan van een overeenkomst tot vermogensbeheer – een transactie mogen uitvoeren waaraan niet een uitdrukkelijke opdracht van de cliënt ten grondslag ligt. Zij mag dit als het recht haar handelen dwingend voorschrijft, zoals als zij moet ingrijpen wegens een margintekort. Voorts mag zij handelingen verrichten waarvoor de belegger haar bij voorbaat – in de overeenkomst met de instelling – toestemming heeft gegeven. Tot slot mag zij noodzakelijke transacties op grond van zaakwaarneming verrichten indien het net mogelijk is contact met de cliënt te krijgen.

In optieovereenkomsten is in de regel opgenomen dat de instelling onder omstandigheden bevoegd is in het belang van de belegger zelfstandig handelingen te verrichten. Gedacht moeten worden aan assignment en expiratie.

Aanmelding openbaar bod / inkoop eigen aandelen

Bij een openbaar bod geven instelling hun klanten soms een zogenaamde negatieve optie: de instelling zal de effecten van deze cliënten voor het bod aanmelden, tenzij de cliënten tijdig laten weten dat zij dat niet wensen. Andere instellingen hanteren een positieve optie: zij melden alleen de effecten aan van cliënten die daarom verzocht hebben.

Een negatieve optie is volgens de Commissie alleen aanvaardbaar indien de cliënt er nadeel van zou ondervinden als hij, bij het slagen van het bod of de inkoop, met zijn stukken zou blijven zitten (KCD 28 maart 2003, 03-50).

Op de instelling rust geen plicht navraag te doen bij cliënten van wie zij niets hoort (KCD 1 mei 2003, 03-87). Evenmin hoeft zij cliënten die hun stukken niet hebben aangemeld nogmaals te informeren als het bod slaagt en gestand zal worden gedaan (met doorgaans het einde van de beursnotering tot gevolg). De betrokken cliënten dienen zelf na te gaan wat de verdere ontwikkeling is (KCD 1 mei 2003, 03-90).

De instelling zal wat de termijn voor aanmelding betreft doorgaans afhankelijk zijn van derden. De belegger mag in dat geval van de instelling verwachten dat zij van de informatie die zij over het bod krijgt snel aan de betrokken beleggers kennis geeft, en dat zij zich inspant om aanmeldingen van beleggers tijdig bij de relevante derde partij te bezorgen. De belegger kan de instelling niet verwijten dat de termijn voor aanmelding kort is als deze buiten de macht van de instelling ligt. Hij moet bovendien zelf ook met voortvarendheid handelen (KCD 15 december 2003, 03-195).

Bestensorders

In het kader van de saldobewakingsplicht is gebleken dat bestensorders daarbij bijzondere problemen kunnen opleveren. Daarmee is niet gezegd dat bestensorders in het algemeen een onaanvaardbaar risico opleveren. Bestensorders zijn in ieder geval wel acceptabel indien het onwenselijk is als een transactie niet doorgaat in het geval dat de limiet niet zou worden gehaald. Als de transactie noodzakelijk is, bestaat zelfs de verplichting een bestensorder op te geven.

Als de instelling moet ingrijpen om een tekort op te heffen is zij in beginsel verplicht dit door middel van bestensorders te doen (KCD 11 maart 2004, 04-44).

Bij het aflopen van de optieserie waarin de cliënt posities heeft (expiratie) mag de instelling dringend adviseren alleen bestensorders op te geven. Door de grote drukte is het risico verbonden aan gelimiteerde orders groot: als men verneemt dat de order niet is gegaan, is het wellicht al te laat om nog een nieuwe order op te geven.

Bij de aankoop van aandelen die dienen te dekking van op hetzelfde moment geschreven call-opties is het volgens de Klachtencommissie beter een bestensorder op te geven. De instelling zou er goed aan doen haar cliënt op het risico van gelimiteerde orders te wijzen.

Wie zijn schade dient te beperken door effecten te verkopen, dient dat door middel van een bestensorder te doen. Verder nadeel dat ontstaat doordat de limiet van een gelimiteerde order niet wordt gehaald, komt in beginsel voor rekening van de belegger. De instelling is evenwel gehouden de belegger op de noodzaak van een bestensorder te wijzen. Laat zij dit na, dan zal zij de extra schade die daarvan het gevolg is toch geheel of gedeeltelijk moeten dragen.

Overboeken effecten

Regelmatig doen zich problemen voor rond het overboeken van effectendepots van de ene instelling naar de andere instelling.

Bij het overboeken van effecten naar andere instelling zijn diverse partijen betrokken. Het komt voor dat overboekingen erg lang duren, of zelfs dat effecten 'zoek raken'. De Commissie legt de verantwoordelijkheid voor een correcte overboeking bij de instelling die de opdracht tot overboeking aanneemt. Fouten voor andere partijen komen – in de verhouding tot de belegger – dus voor rekening van de instelling (KCD 26 februari 2003, 03-37; KCD 4 maart 2004, 04-36).

Een aanvaardbare termijn voor het overboeken van effecten is volgens de Klachtencommissie ongeveer twee weken (KCD 13 oktober 2003, 03-144). Voor buitenlandse effecten kan een langere termijn gelden. Hoe lang die termijn mag zijn zal afhangen van hetgeen gebruikelijk is. Wordt de termijn die gebruikelijk is overschreden, dan is de instelling aansprakelijk (KCD 4 maart 2004, 04-41).

Als een instelling een termijn noemt, zonder voorbehoud, dan mag de belegger daarop vertrouwen (KCD 4 maart 2004, 04-41).

Overboeken van opties

Bij het overboeken van (geschreven) optieposities is specifieke toestemming van de ontvangende instelling nodig. Als er sprake is van een debetstand, dient deze instelling zich bovendien bereid te verklaren de debetstand over te nemen (KCD 13 oktober 2003, 03-151). In verband met het verkrijgen van de benodigde toestemming acht de Commissie een termijn van twee weken voor de overboeking redelijk (KCD 7 april 2003, 03-52; KCD 13 oktober 2003, 03-151).

Bij het accepten van een over te boeken optiepositie moet de ontvangende instelling controleren of aan de marginverplichtingen is voldaan. Als zij dat nalaat, is zij aansprakelijk voor de schade die de belegger daardoor heeft geleden. De belegger zal het causaal verband moeten aantonen. De ontvangende instelling mag afgaan op toezeggingen van de verzendende instelling dat zij met de opties ook (aanvullende) dekking zal overboeken (KCD 10 juni 2002, 02-95).

Schadevergoeding bij fout overboeken van effecten

Als de instelling een fout maakt bij het overboeken van effecten, voert de belegger soms aan dat hij de betrokken effecten had willen verkopen en dat dit door de fout van de instelling niet (tijdig) mogelijk is geweest. Schadevergoeding wegens het ontbreken van een mogelijkheid tot verkoop wijst de Klachtencommissie alleen toe als de belegger aannemelijk kan maken dat hij de effecten had willen verkopen (KCD 4 maart 2004, 04-36). Het is daarom belangrijk dat de belegger zijn wens tot verkoop aan de overboekende instelling kenbaar maakt en dat hij dit schriftelijk vastlegt.

Effectennota en rapportages

Na het verrichten van een effectentransactie moet de effectenininstelling de cliënt schriftelijk of elektronisch een effectennota sturen. Bij sommige vormen van dienstverlening via internet mag de cliënt vrijwel onmiddellijk een terugmelding over de uitvoering van zijn order verwachten. Transactieoverzichten geven geen beeld van de stand van de portefeuille omdat ze in de regel alleen de gerealiseerde resultaten – en dus niet ongerealiseerde verliezen en winsten – vermelden. Een volledig beeld van het resultaat moet blijken uit de periodieke portefeuilleoverzichten.

Marginoverzichten

Als de cliënt posities heeft waaruit (margin)verplichtingen voortvloeien, zal de instelling hem maandelijks van de omvang van deze verplichtingen en van de daarvoor beschikbare dekking op de hoogte dienen te stellen. Het overzicht moet ook de omvang van een eventueel overschot vermelden. Als er een tekort optreedt, dient de instelling de belegger direct te informeren.

Portefeuilleoverzichten

Ten minste jaarlijks moet de effectenininstelling haar cliënten informeren over de waarde van hun portefeuille en hun posities en over de in rekening gebrachte kosten.

Overzichten bij vermogensbeheer

De meest vergaande rapportageverplichtingen rusten op vermogensbeheerders. Naast de algemene verplichtingen tot het verstrekken van effectennota's en de marginoverzichten (voor zover bij de instelling de gelden en effecten worden aangehouden), betreft het hier minimaal eens per kwartaal een volledig portefeuille-overzicht. De periodieke overzichten die de instelling stuurt, moeten een totaalbeeld geven van de positie van de cliënt (KCD 28 maart 2003, 03-48; KCHB 24 februari 2004, nr. 68).

De belegger die stelt dat de overzichten die hij heeft ontvangen onjuist, onvolledig of onduidelijk zijn, draagt van die stelling de bewijslast. Ook het bewijs van afspraken die volgens de belegger met de instelling over de inhoud van de overzichten zijn gemaakt, zal de belegger moeten leveren die zich op die afspraken beroept (KCHB 24 februari 2004, nr. 68).

Onderzoeksplicht cliënt

De controleverplichting van deze bepalingen vloeit ook voort uit de eigen verantwoordelijkheid van de belegger onder het algemene privaatrecht, hetgeen vooral van belang is voor verhoudingen waarin de Algemene Bankvoorwaarden of vergelijkbare voorwaarden niet van toepassing zijn. Hooguit zal de

belegger onder het gewone recht wat meer tijd worden gegund, maar omdat het woord ‘terstond’ ook in de Algemene Bankvoorwaarden doorgaans niet letterlijk genomen wordt, is de grondslag van de controleverplichting voor de praktijk van gering belang.

Binnen welke termijn een belegger zijn afschriften e.d. moet hebben gecontroleerd, zal van geval tot geval verschillen. Relevante omstandigheden zijn bijvoorbeeld de belegger post van de instelling kon verwachten of niet en wat de oorzaak was van het verlaat controleren. Wie gedurende langere tijd niet in staat is zijn afschriften op het normale adres te controleren (zoals wegens verblijf in het buitenland) zal ervoor moeten zorgen dat post wordt doorgezonden of dat iemand anders de afschriften opent (KCD 4 december 2001, 01-248).

Het achterwege laten van tijdige controle en tijdig protest kan tot diverse rechtsgevolgen aanleiding geven.

In de eerste plaats kan het uitblijven van tijdig protest tot de slotsom leiden dat de belegger de transacties heeft geaccepteerd – of dat de instelling daarop mocht vertrouwen (KCD 3 juni 2004, 04-79; KCD 19 maart 2003, 03-39; KCD 19 maart 2003, 03-40). Soms zal werkelijk aannemelijk zijn dat de belegger de transacties (of het uitblijven daarvan) heeft geaccepteerd, soms zal er veeleer sprake zijn van verwerking van het recht op correctie. Het nalaten van tijdige controle en protest kan voorts het bewijsrechtelijke vermoeden opleveren dat de instelling correct heeft gehandeld (KCD 30 oktober 2003, 03-160). Als niet vast te stellen is wat de werkelijke toedracht is geweest, zal deze bewijsrechtelijke oplossing tot hetzelfde resultaat leiden als de materieelrechtelijke van acceptatie. Als de toedracht nog wel vast te stellen zou zijn, zal binnen een bewijsrechtelijke oplossing tegenbewijs kunnen worden geleverd, terwijl dat niet meer kan als men aanneemt dat de cliënt de toedracht zoals die uit afschriften blijkt heeft geaccepteerd.

Het nalaten van de belegger kan ook leiden tot vermindering van de schadevergoeding wegens eigen schuld of zelfs tot het geheel vervallen daarvan (KCD 8 september 2003, 03-122). Hetzelfde geldt als er (mogelijk) sprake is geweest van een misverstand dat klager door kennisneming van de nota (en eventueel navraag) had kunnen ophelderen (KCD 8 oktober 2003, 03-134).

Een bijzondere vorm van eigen schuld bij het nalaten van tijdige controle is het nalaten schadebeperkende maatregelen te nemen.

Ingaan klachttermijn

Als uit een overzicht blijkt dat de instelling een fout heeft gemaakt, en de belegger laat na van het overzicht kennis te nemen, gaat de klachttermijn lopen op de datum dat hij de feiten door het overzicht had kunnen kennen (KCD 4 maart 2004, 04-37). De verjaringstermijn van vijf jaar van het algemene privaatrecht gaat pas lopen als de belegger daadwerkelijk van de fout – en de schade – op de hoogte is gekomen. Totdat de verjaringstermijn is verstreken, kan de belegger bij de burgerlijke rechter terecht.

Post

De afzender van post zal in beginsel aannemelijk moeten maken dat deze post de ontvanger heeft bereikt (KCD 23 juli 2004, 04-112). Dat dubbel verzonden post niet was aangekomen, heeft de Klachtencommissie niet aannemelijk geacht (KCD 29 juni 2004, 04-94).

3.3 Uitvoering bij advies en *execution only*

Advies

In een adviesrelatie neemt de belegger beslissingen over het al dan niet uitvoeren van transacties na advies van een beleggingsadviseur van de instelling met wie hij een effectenrelatie onderhoudt.

Omdat de belegger in een adviesrelatie uiteindelijk zelf de beleggingsbeslissingen neemt, geldt als uitgangspunt dat hij in beginsel zelf verantwoordelijk is voor gevolgen van deze beslissingen, tenzij de instelling adviezen zou hebben gegeven die een redelijk bekwaam en redelijk handelend beleggingsadviseur in redelijkheid niet had mogen geven (KCD 4 maart 2004, 04-42; KCD 26 januari 2004, 04-03; KCD 7 april 2003, 03-59; KCD 3 maart 2004, 04-28).

Het uitgangspunt betekent niet dat de instelling voor onjuiste adviezen niet aansprakelijk kan zijn. Van belang is dat de adviseur de cliënt niet kan dwingen tot het doen van transacties. Als de adviseur adviezen heeft verstrekt die de toets der kritiek kunnen doorstaan, maar de cliënt heeft deze adviezen niet opgevolgd, komt dat voor rekening van de cliënt (KCD 30 juli 2003, 03-113; KCD 9 februari 2004, 04-19; KCD 18 november 2003, 03-176; KCD 13 oktober 2003, 03-147).

Als een adviseur te nadrukkelijk adviseert en in wezen het beleggingsbeleid bepaalt, kan dat afbreuk doen aan de eigen verantwoordelijkheid van de belegger (KCD 7 juni 2004, 04-98). De belegger zal de stelling dat de adviseur de inhoud van de portefeuille materieel heeft bepaald, en dat hij feitelijk als vermogensbeheerder is opgetreden, zeer goed moeten onderbouwen. Als de belegger soms van adviezen is afgeweken, duidt dat er al op dat hij het beleggingsbeleid niet geheel aan de adviseur heeft overgelaten (KCD 7 juni 2004, 04-96).

Als de belegger het gevoel heeft dat hij ‘niet tegen zijn adviseur op kan’, dient hij hetzij naar een andere instelling over te stappen, hetzij de instelling om een andere adviseur te verzoeken, Persoonlijke omstandigheden die maken dat de belegger zich gedomineerd voelt door de adviseur komen niet voor rekening van de instelling (KCHB 4 december 2002, nr. 29).

De eigen verantwoordelijkheid van de belegger kan slechts volledig tot haar recht komen, indien de belegger voldoende tijd krijgt om over het advies na te denken (KCD 18 december 2003, 03-197). Dat aspect is in het bijzonder van belang als het gaat om ingrijpende adviezen (bijvoorbeeld tot het herzien van de portefeuille), zeker als deze op initiatief van de instelling zijn gegeven. De instelling mag de belegger niet onder druk zetten (KCD 16 januari 2003, 03-06).

Vorm advies

De instelling mag advies in beginsel zowel mondeling (telefonisch) als schriftelijk verstrekken.

Criterium advies

Het criterium voor de beoordeling van een beleggingsadvies is of een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur het advies had mogen geven (KCD 26 januari 2004, 04-03; KCD 15 augustus 2001, 01-184; KCD 26 april 2001, 01-110).

Van belang bij het beoordelen van beleggingsadvies zijn twee overwegingen die de Commissie van Beroep in een uitspraak (KCHB 14 april 2003, nr. 48) over vermogensbeheer heeft neergelegd:

‘Voorts dient ervan te worden uitgegaan dat binnen de beroepsgroep verschillende opvattingen kunnen bestaan omtrent de wijze waarop een aan een effecteninstelling toevertrouwd vermogen dient te worden belegd en niet kan worden gezegd dat de ene opvatting wel, de andere niet juist is.’

‘Tenslotte dient de vraag of een effecteninstelling heeft gehandeld in overeenstemming met de voor haar geldende professionele standaard, te worden beantwoord aan de hand van de ten tijde van dit handelen gangbare – of, bij het ontbreken van gangbare inzichten, in redelijkheid verdedigbare – inzichten.’

Voorzien marktontwikkeling

Anders dan beleggers veelal schijnen te denken, mogen zij niet verwachten dat hun adviseur de marktontwikkeling kan voorzien (KCD 23 juli 2004, 04-115; KCD 30 januari 2004, 04-07; KCD 3 maart 2004, 04-28; KCHB 26 september 2003, nr. 60; KCD 22 november 2002, 02-197; KCD 3 juni

2003, 03-96). Alle algemeen bekende informatie is namelijk doorgaans reeds in de koers verwerkt, zodat uitsluitend door het verboden gebruik van voorwetenschap met enige zekerheid voorspellingen zouden zijn te doen. Het is gangbaar en algemeen aanvaard dat (medewerkers van) effecteninstituten desondanks voorspellingen over het toekomstige koersverloop van effecten doen, bijvoorbeeld door het geven van adviezen als ‘kopen’, ‘houden’ of ‘verkopen’ ten aanzien van individuele fondsen. De instelling kan niet aansprakelijkheid worden gehouden als deze voorspellingen niet uitkomen (KCD 18 november 2003, 03-178; KCD 1 mei 2003, 03-92).

Van een adviseur mag wel worden verwacht dat hij de risico's van de markt in zijn beschouwingen kan betrekken (KCD 5 februari 2004, 04-15; KCD 27 mei 2004, 04-73; KCD 27 mei 2004, 04-72; KCD 25 mei 2004, 04-75; KCD 4 februari 2004, 04-08 en 04-09; KCD 4 februari 2004, 04-12, 04-13, 04-14 en 04-17; KCD 9 februari 2004, 04-19).

Punten van beoordeling

Hiervoor bleek dat de belegger van de adviseur niet mag verwachten dat deze de ontwikkeling van de markt voorziet. Wat mag een belegger dan wel van zijn adviseur verwachten? Waaraan kan een beleggingsadvies worden getoetst?

- De belegger mag verwachten dat zijn adviseur de regels omtrent dekkingsbewaking, marginbewaking en de regels rond het aanvaarden en uitvoeren van orders in acht neemt
- De belegger mag verwachten dat zijn adviseur ervoor zorgt dat diens adviezen aansluiten bij het cliëntenprofiel van de belegger, in het bijzonder bij diens beleggingsdoel, beleggingshorizon en het risico dat de belegger bereid is te nemen.
- De belegger mag verwachten dat zijn adviseur hem waar nodig adequaat voorlicht over eigenschappen en risico's van financiële instrumenten.
- De belegger mag verwachten dat zijn adviseur hem waarschuwt als hij te veel risico neemt.

Aansluiting bij profiel

Een beleggingsadvies moet rekening houden met de wensen, mogelijkheden en behoeften van de betrokken belegger. Essentieel is dus dat de effecteninstituten in haar advisering aansluit bij het cliëntenprofiel en bij de beleggingsrisico's die de belegger wil en kan lopen. Daarbij vormen de beleggingshorizon en het beleggingsdoel belangrijke elementen: wanneer heeft de belegger de belegde gelden weer nodig en waaraan wil – of moet – hij deze gelden besteden?

Beleggingshorizon

Bij een beleggingshorizon van één jaar of minder zal de adviseur in de regel moeten adviseren om de gelden op een spaarrekening (depot) aan te houden, tenzij de belegger het geld niet echt nodig heeft. Bij termijnen boven de 10 jaar levert de beleggingshorizon vooral beperkingen bij beleggingen met het oog op een pensioenvoorziening. Bij termijnen tot 10 jaar – en in het bijzonder korter dan vijf jaar – zal het van het beleggingsdoel afhangen hoe speculatief de gelden mogen worden belegd. Bij gelden die nodig zijn om belasting te betalen of om van te leven zal veel minder risico morgen worden genomen dan bij geld dat bestemd is voor een vakantiereis of dat geen bijzondere bestemming heeft (KCD 4 maart 2004, 04-33; KCD 26 januari 2004, 04-05; KCD 31 oktober 2003, 03-165).

Als een belegger aan de instelling (desgevraagd) niet kenbaar maakt dat zijn beleggingsoogmerk zich beperkt tot de korte termijn, mag de instelling zich bij haar advies richten op vermogensgroei op langere termijn (KCD 8 september 2003, 03-128).

Beleggingsdoel

Beleggingsdoelen kunnen variëren van ‘speelgeld’ (een bedrag dat beschikbaar is om speculatieve winsten mee te behalen en dat desnoods geheel verloren mag gaan) tot het kunnen voldoen aan vaststaande verplichtingen.

Als de belegger ontdekt dat de instelling met zijn beleggingsdoel geen of onvoldoende rekening houdt, zal hij moeten protesteren. Laat hij dat na, dan zal de instelling onder omstandigheden niet aansprakelijk zijn (indien de instelling uit het uitblijven van protest mocht begrijpen dat het

beleggingsdoel niet aanwezig was of indien de Commissie door het uitblijven van protest onaannemelijk acht dat dit beleggingsdoel bestond) (KCHB 28 juni 2004, nr. 78).

Spreiding in de portefeuille

In beginsel zal de adviseur moeten streven naar voldoende spreiding in de portefeuille (zowel naar type beleggingen (aandelen, obligaties, onroerend goed, e.d.), sectoren, regio's en individuele fondsen). De instelling is in beginsel aansprakelijk als de adviseur te eenzijdig beleggingen adviseert, zonder dat dit berust op de wensen van de belegger (KCD 28 maart 2003, 03-51). Als een ervaren belegger 'meegaat' met de adviseur, komt dat in beginsel voor zijn rekening (KCD 20 oktober 2003, 03-156). Indien de belegger desbewust voor concentratie kiest, ondanks tegengestelde adviezen, behoeft de adviseur zijn medewerking daaraan niet te onthouden. Aan afspraken met de belegger dient de adviseur zich te houden (KCHB 22 juni 2004, nr. 71; KCD 5 maart 2004, 04-31).

Pensioengeld

Bij beleggingen die een pensioenbestemming hebben, dient een beleggingsadviseur extra zorgvuldig te zijn. Eenzelfde zorgvuldigheidseis is van toepassing op gelden die om andere redenen dan pensionering bestemd zijn voor periodieke uitkeringen of onttrekkingen voor levensonderhoud (KCD 7 juni 2004, 04-98).

Als belegde gelden een pensioenbestemming hebben, moeten zij volgens de Klachtencommissie voorzichtig worden belegd (KCD 7 juni 2004, 04-96). Slechts een beperkt deel van de beleggingsportefeuille mag uit aandelen bestaan. Hoe groot dat percentage is, hangt af van de omstandigheden van het geval. Daarbij moet worden bedacht dat zonder het nemen van risico veelal in het geheel niet aan de pensioenverplichting kan worden voldaan: sparen alleen levert op de lange termijn onvoldoende rendement op.

Als de belegger afwijkt van een op pensioenbelegging gericht voorstel, geldt een verzwaarde waarschuwingsplicht. Als de belegger advies te spreiden in de wind slaat, behoeft de adviseur zijn werkzaamheden niet te staken (KCD 7 juni 2004, 04-96).

Risico

Een belangrijke taak voor de beleggingsadviseur is het bewaken van het risico van de portefeuille. Veel beleggers blijken dit zelfs als de belangrijkste toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur te zien.

Omdat de cliënt uiteindelijk de beleggingsbeslissingen neemt, zal de adviseur de cliënt over de risico's van het beleggen in het betrokken effect moeten voorlichten. Hoeveel voorlichting vereist is, hangt af van de omstandigheden, zoals het profiel van de cliënt en in het bijzonder diens kennis van en ervaring met beleggen en de aard van de betrokken effecten. Zo is van algemene bekendheid, en zal de belegger dus ook zonder voorlichting moeten begrijpen, dat aan beleggen risico's zijn verbonden (KCD 10 juni 2004, 04-91; KCD 31 oktober 2003, 03-164; KCD 13 oktober 2003, 03-154; KCD 8 september 2003, 03-128), en dat tegenover een kans op een hoger rendement in de regel een hoger risico zal staan (KCD 9 februari 2004, 04-19). Over de werking van bijzondere effecten en van derivaten als opties en over de daaraan verbonden risico's moet de adviseur meer voorlichting geven.

Onderzoeksplicht belegger

Als de cliënt de werking van een effect of product of van een strategie niet begrijpt, of als hij onvoldoende inzicht meent te hebben in de daaraan verbonden risico's, zal hij navraag moeten doen (KCD 31 oktober 2003, 03-166). De instelling is alleen tot spontane (verdere) informatieverstrekking

gehouden als zij reden heeft te vermoeden dat de cliënt de strekking van haar advies niet duidelijk is (KCD 4 maart 2004, 04-42; KCHB 4 december 2002, nr. 29).

Marktverwachting

Bij het beoordelen van het risico van een bepaalde belegging, betreft de Commissie de marktsituatie ten tijde van het advies in haar beschouwingen (KCD 8 september 2003, 03-132; KCD 17 juni 2003, 03-99; KCD 3 juni 2003, 03-97). Dit is op zich begrijpelijk: als de markt positief gestemd was over een bepaald fonds (KCD 14 juli 2004, 04-104; KCD 7 juni 2004, 04-100) of een bepaalde sector moet worden voorkomen dat adviezen met ‘wijsheid achteraf’ tot te speculatief worden verklaard (KCHB 14 april 2003, nr. 48). Anderzijds moet van een professionele effectenadviseur wel worden verwacht dat hij zich kan losmaken van de ‘waan van de dag’, in die zin dat hij beseft dat de situatie morgen wel eens anders zou kunnen zijn.

Als er aanwijzingen zijn voor negatieve ontwikkelingen van een fonds, zal de instelling gemotiveerd moeten stellen waarom zij desondanks het advies tot aankoop van dit fonds mocht geven (KCD 8 september 2003, 03-128). Veelal zal die motivering eruit bestaan dat de instelling van oordeel was dat er in de toekomst herstel zou optreden, of dat het met de negatieve ontwikkelingen wel mee zou vallen, terwijl de angst ervoor al in de koers was verwerkt.

Beleggen met geleend geld

Een advies om een deel van de portefeuille met geleend geld te financieren is niet reeds als zodanig een advies dat niet gegeven had mogen worden (KCD 11 maart 2004, 04-45). Een dergelijk advies verhoogt het risico van de portefeuille aanzienlijk en de instelling zal moeten nagaan of dit in overeenstemming is met het profiel van de belegger. Zij zal de belegger voorts uitdrukkelijk voor het verhoogde risico dienen te waarschuwen (KCHB 5 september 2002, nr. 39; KCHB 22 juni 2004, nr. 70).

Wijzigingen in het beleggingsbeleid / afwijken beleggingsvoorstel

Als een radicale wijziging in het beleggingsbeleid plaatsvindt, of als in ingrijpende mate wordt afgeweken van het beleggingsvoorstel, zal de instelling duidelijk moeten maken waardoor deze gerechtvaardigd werd (KCD 30 juli 2003, 03-107). In beginsel zal de instelling een wijziging van het beleid in afwijking van het oorspronkelijk opgestelde beleggingsprofiel schriftelijk moeten vastleggen. Als duidelijk is dat de belegger bekend is met de afwijking van het beleid en met de daaraan verbonden risico's, geldt deze schriftelijke waarschuwingsverplichting evenwel niet (KCHB 27 januari 2003, nr. 44).

Eigen schuld

Als het de belegger zelf duidelijk moet zijn dat het gegeven advies met zijn beleggingswensen strijdig is, of zich niet verdraagt met zijn profiel of zijn risicobereidheid, of als hij hierover twijfels heeft, zal hij bij de instelling navraag moeten doen (KCD 26 april 2001, 01-107).

Als de belegger een ondeugdelijk advies waarover hij twijfels heeft of behoort te hebben toch opvolgt, dan levert dat eigen schuld op. Afhankelijk van de omstandigheden, zoals de mate waarin het advies van het profiel afwijkt en het inzicht bij de belegger, kunnen de gevolgen van het opvolgen van het advies zelfs geheel voor rekening van de belegger blijven.

Diverse aspecten

Vergelijken met index

Tenzij is afgesproken dat de adviseur een bepaalde index zal volgen, is de instelling niet aansprakelijk doordat de beleggingsportefeuille minder presteert dan een bepaalde index (bijvoorbeeld de AEX) (KCD 10 april 2003, 03-67). De ervaring leert dat beleggers er vaak zeer ontevreden over zijn dat hun portefeuille het minder heeft gedaan dan de AEX-index.

Afwachten koersherstel

Behoudens bijzondere omstandigheden handelt een instelling niet onzorgvuldig als zij adviseert koersherstel af te wachten of vooruitlopend op koersherstel (weer) posities in te nemen. Dat wordt niet anders als dit advies achteraf verkeerd uitpakt (KCD 30 maart 2004, 04-55; KCD 8 september 2003, 03-128 en 03-132; KCD 28 november 2002, 02-204). Als belegger besluit effecten aan te houden om koersherstel af te wachten, hoewel de adviseur heeft aangeraden de stukken te verkopen, blijft eventueel verlies voor rekening van de belegger (KCD 31 oktober 2003, 03-170).

Geen transacties zonder toestemming

De adviseur mag geen transacties verrichten zonder toestemming van de belegger, behoudens de eerder besproken uitzonderingen.

Afwezigheid adviseur

Indien de vaste adviseur van een cliënt door ziekte of andere oorzaken afwezig is, dient de instelling onmiddellijk voor adequate vervanging zorg te dragen (KCD 7 april 2003, 03-61). Van een goede vervanging zal slechts sprake kunnen zijn indien de instelling een goed dossier over haar cliënten bijhoudt, waarin ook eventuele bijzondere afspraken en wensen zijn genoteerd (KCD 1 mei 2003, 03-88).

Wisseling adviseur

Vaak ontstaat onvrede als een belegger een nieuwe adviseur krijgt toegewezen. De nieuwe adviseur is niet op de hoogte van de 'werkwijze' van de belegger en van eventuele bijzondere wensen en verlangens. Goede dossiervorming en een goede overdracht kunnen hier veel ongenoegen voorkomen. De Commissie bezet zuiver juridisch of schade is ontstaan doordat de nieuwe adviseur onjuiste adviezen heeft gegeven, of doordat deze zich ten onrechte van adviseren heeft onthouden en of doordat deze voldoende op de hoogte was van de portefeuille van de belegger en diens andere relevante gegevens (KCD 1 mei 2003, 03-91).

Execution only

De effectendienstverlening bij een verhouding op basis van *execution only* is beperkter dan in een adviesrelatie. De belegger betaalt minder, maar mag ook minder zorg verwachten. Advies wordt bij *execution only* niet gegeven (KCD 8 september 2003, 03-124). Als de belegger stelt dat hij toch advies gekregen heeft, zal hij dat aannemelijk moeten maken, omdat dit niet voor de hand ligt (KCD 8 oktober 2003, 03-135).

Dat dienstverlening bij *execution only* beperkter is dan bij advies en beheer, betekent niet dat de belegger iedere bescherming moet ontberen. De instelling is gehouden tot het bewaken van de bestedingsruimte en van eventuele marginverplichtingen. Zij zal voorts de nodige zorg rond de acceptatie en doorgifte van orders in acht moeten nemen en zal de belegger adequate informatie over zijn transacties en zijn portefeuille moeten verschaffen. Omstreden is in hoeverre de instelling gehouden is om het profiel van de belegger te bewaken.

Als de instelling een belegger die op basis van *execution only* belegt informatie verschaft, zal die informatie correct moeten zijn (KCD 8 oktober 2003, 03-135).

Afgezien van de verplichtingen tot informatieverstrekking die uit de toepasselijke regelgeving volgen, hangt het van de voorwaarden van de orderlijn of internetservice af op welke wijze de instelling informatie dient te verschaffen.

3.4 Uitvoering bij vermogensbeheer

In de vermogensbeheerrelatie is het de beheerder die, binnen de door de cliënt aangegeven richtlijnen voor het beheer, de beslissingen neemt over het al dan niet uitvoeren van transacties. Dit betekent niet dat partijen niet anders kunnen afspreken. Er zijn vele varianten denkbaar, variërend van beheer met verplicht vooroverleg, beheer met verregaande restricties op de soorten beleggingen en beperkingen op de hoeveelheid en omvang van transacties of beheer met volledige vrijheid binnen een zeer algemeen geformuleerde doelstelling.

Beoordeling beheer

Een beheerder dient het aan hem toevertrouwde vermogen als een ‘goed huisvader’ te beheren. Dit betekent dat hij de doelstellingen van de cliënt, in eerst instantie vastgelegd in de vermogensbeheerovereenkomst (en eventuele latere wijzigingen van deze doelstellingen), moet respecteren, maar daarbinnen een zekere mate van eigen verantwoordelijkheid, doch ook vrijheid, heeft voor de beslissingen betreffende individuele transacties (KCD 3 januari 2001, 01-08).

Voor de Commissie is wel eens de stelling opgeworpen dat het karakter van vermogensbeheer als uitgangspunt zou moeten kennen dat een beheerder het in beheer gegeven vermogen ten minste in stand moet houden en iedere vermogensvermindering zou moeten vermijden (KCD 19 december 2003, 03-201). Beleggen brengt echter nu eenmaal bepaalde risico's met zich en dat betekent dat ook een professionele dienstverlener, zoals een vermogensbeheerder, zelfs al neemt deze de nodige voorzichtigheid in acht, met zijn visie op de markt (en daarop gebaseerde beleid voor de portefeuille) er naast kan zitten.

Vrijheid van beheer

Het is inherent aan het vermogensbeheer dat het beleggingsbeleid geheel wordt doorgevoerd door de beheerder. Deze heeft niet alleen het recht maar ook de plicht om, binnen de overeengekomen doelstellingen en beperkingen, al datgene te doen wat hij wenselijk en nodig acht. De belegger heeft daarmee geen bemoeienis (KCD 8 september 2003, 03-130).

Een beheerder kan niet altijd voorkomen dat in de portefeuille verliezen worden geleden. Veel discussie ontstaat over de vraag wanneer verliezen onaanvaardbaar worden en de beheerder het beleid zou moeten aanpassen om de verliezen te beperken. Hiervoor geldt geen algemene regel. Dit hangt samen met de persoonlijke omstandigheden van de belegger en zijn beleggingsdoelstellingen.

Een beheerder kan niet de koersontwikkeling voorspellen, ook niet in een reeds dalende markt. Achteraf zou gemakkelijk geoordeeld kunnen worden dat de beheerder de verliezen had moeten beperken (KCD 18 november 1993, 03-179).

Interventie door de belegger

Het uitgangspunt van vrijheid van beheer betekent ook dat de beheerder daarbij een zekere mate van vrijheid kan toekomen om geen gevolg te geven aan specifieke opdrachten van de cliënt wanneer de opdracht naar de mening van de beheerder niet past in het gevoerde beleid (uiteraard voor zover de beheerovereenkomst niet anders bepaalt). Van belang bij deze afweging is ook dat de beheerder aannemelijk kan maken dat zijn beslissing past in het kader van het door hem gevoerde beleid en visie op de portefeuille (KCD 26 april 2001, 01-209).

Opgemerkt moet worden dat het met het karakter van beheer moeilijk verenigbaar is om de cliënt het recht te geven zelf specifieke wijzigingen aan te brengen in de samenstelling van de portefeuille. Dit bergt een groot risico van doorkruising van het door de beheerder beoogde beleid in zich. De vrijheid van beheer en daarmee samenhangende overdracht van verantwoordelijkheid door de belegger betekent ook volgens de Commissie dat interventie door de belegger in strijd kan komen met het beleggingsbeleid dat door de beheerder gevoerd werd, zodat de gevolgen daarvan voor risico van de belegger kunnen komen (KCD 30 januari 2003, 03-19).

Uitgangspunt profiel en doelstellingen

Het cliëntenprofiel en de doelstellingen zijn in eerste instantie bepalend voor het beheer. Wanneer een specifiek risicoprofiel is ondertekend door de belegger, de beheerder conform dit profiel handelde, de belegger niet aan de beheerder kenbaar maakte dat het risicoprofiel gewijzigd moet worden en ook geen omstandigheden aanwezig zijn waaruit de beheerder had moeten afleiden dat de belegger het profiel wenste te wijzigen, neemt de Commissie niet snel aan dat de beheerder in zijn zorgplicht tekort is geschoten (KCD 6 januari 2003, 03-04).

De beleggingsdoelstelling kan invulling geven aan de wijze waarop de richtlijnen voor het gebruik en verdeling over de verschillende soorten effecten moeten worden geïnterpreteerd. Ook wanneer deze richtlijnen in de beheerovereenkomst in principe toestaan dat in bepaalde vermogensbestanddelen geïnvesteerd wordt (er mag bijvoorbeeld zonder nadere specificatie gebruik gemaakt worden van derivaten), kan de beheerder onder omstandigheden toch aansprakelijk zijn voor zover zijn beheer (ook al is dit in overeenstemming met de letterlijke tekst van de richtlijnen) in het licht van de beleggingsdoelstelling veel te risicovol is (KCD 21 januari 2003, 03-13).

Een veelgestelde vraag achteraf is hoe de beheerder had moeten handelen bij gebreke van vastlegging van de doelstellingen. De beheerder doet er op dat moment verstandig aan een voorzichtig beheer te voeren (KCD 27 augustus 2002, 02-152).

Overschrijding asset allocatie

Veel klachten over 'slecht beheer' betreffen overschrijding van de richtlijnen voor de asset allocatie, zowel vastgelegde richtlijnen als 'mondeling overeengekomen' maar niet vastgelegde wensen, restricties en wijzigingen hiervan. Leidt een dergelijke overschrijding per definitie tot het oordeel dat de instelling wegens schending van de afspraken nalatig handelen verweten kan worden en dat zij schadeplichtig is? Bij de beoordeling van gestelde overschrijding van asset allocatierichtlijnen moet onderscheid gemaakt worden tussen de drie soorten spreiding in vermogensverdelingen (beleggingsvormen en geografische / sectorspreiding).

Bij de indeling van de verschillende soorten effecten in categorieën en telling van de daadwerkelijke percentages in een portefeuille moet de beheerder alert zijn dat in het oordeel van de Commissie sommige soorten beleggingen qua risico in een andere categorie behoren dan de naam of het formele karakter doet vermoeden. Dit kan gevolgen hebben voor het oordeel of de beheerder de vastgelegde verdeling juist is nagekomen. De Klachtencommissie kijkt hierbij naar het daadwerkelijke risico op de belegging en er vindt als het ware een herkwalificatie (en bijbehorende herindeling) plaats.

Ten aanzien van het gebruik van percentages in de richtlijnen moet men bedenken dat, alhoewel de vastgelegde percentages voor de verschillende soorten effecten het uitgangspunt voor de vermogensverdeling vormen, deze percentages niet een statisch gegeven zijn (KCHB 22 juli 2003, nr. 55).

Overschrijdingen van vastgelegde richtlijnen of niet vastgelegde wijzigingen daarvan kunnen door jarenlang consistent gebruik een aangepast profiel en/of richtlijnen gaan vormen, die geacht worden te zijn geaccepteerd door de belegger (KCD 18 maart 2003, 03-38). Het is moeilijk te zeggen waar de grens ligt tussen aanvaarding van de overschrijding (en daaruit aangenomen stilzwijgende instemming

met wijziging van de richtlijnen, zodat van overschrijding van de richtlijnen in strikte zin geen sprake meer is) en het niet-tijdig protesteren tegen de overschrijding (mogelijk leidende tot een medeverantwoordelijkheid en eigen schuld) van de belegger voor de ontstane schade. Dit zal deels afhangen van de deskundigheid en ervaring van de belegger, duidelijkheid en frequentie van de rapportages en de duur en mate van de overschrijdingen.

Wanneer men kijkt naar de vereiste mate van spreiding (dit geldt overigens zowel voor spreiding naar beleggingsvormen als naar sector), dient men te onderscheiden of er sprake is van (algemeen) vermogensbeheer of een vermogensbeheer ten aanzien van een specifieke beleggingsvorm of sector. Denk hierbij onder andere aan 'niche-beheer', waarbij het verwijt van te eenzijdige beleggingen moeilijk opgaat.

'Gegarandeerde' resultaten / benchmarking

In de praktijk zijn tegenvallende resultaten vaak een bron van conflict tussen beheerder en belegger. De belegger lijkt te verwachten dat hij, door het beheer over te laten aan een professional, een beter resultaat kan behalen dan de gemiddelde markt. In het bijzonder lijkt de verwachting te leven dat de beheerder in staat moet kunnen zijn een betere performance te laten zien dan toonaangevende indexen, waarbij in Nederland vaak aansluiting gezocht wordt bij de AEX-index.

In het algemeen is die verwachting echter niet terecht. Zoals hiervoor is opgemerkt, is de norm niet zozeer het behalen van een minimumresultaat maar goed huisvaderschap (KCD 6 januari 2003, 03-02; KCD 20 juni 2001, 01-138; KCD 19 juli 2001, 01-173; KCD 10 juni 2002, 02-99).

Als hoofdregel kan men aannemen dat gekeken moet worden of enige garantie gegeven is omtrent het te behalen resultaat. Bij het niet blijken van een dergelijke garantie moet getoetst worden aan goed huisvaderschap en niet aan het indexverloop (KCD 9 juni 2004, 04-86).

Pensioen

De bijzondere zorgplicht van instellingen ten aanzien van pensioengelden komt vooral tot uiting in de wijze waarop dit vermogen mag worden belegd. In het algemeen brengt de zorgplicht met zich dat pensioengelden voorzichtig belegd dienen te worden.

Bij het beleggen van pensioengeld passen geen risicovolle beleggingen. Dit betreft onder andere risicovolle optiebeleggingen, zeker als daarmee grote bedragen gemoeid zijn (KCD 7 april 2003, 03-59). Het afdekken van risico's met derivaten is vanzelfsprekend wel toegestaan. Het schrijven van put opties is alleen verantwoord indien liquiditeiten aanwezig zijn om de onderliggende aandelen aan te kopen en indien deze aandelen in de portefeuille passen.

Slechts een beperkt deel van de beleggingsportefeuille mag uit aandelen bestaan en een groot deel van het vermogen moet vastrentend belegd worden. Hoe groot deze percentages precies zijn, hangt af van de omstandigheden van het geval. Daarbij moet worden bedacht dat zonder het nemen van risico veelal in het geheel niet aan de pensioenverplichting kan worden voldaan: sparen alleen levert op de lange termijn onvoldoende rendement op (KCD 28 april 2003, 03-78; KCD 16 november 2001, 01-225, KCD 23 maart 2003, 03-179).

De (aandelen)belegging in een pensioenportefeuille moet voldoende gespreid zijn en niet te speculatief, zo blijkt uit zaken die betrekking hebben op beleggingsadvies (KCD 3 juni 2003, 03-97; KCD 5 maart 2004, 04-30; KCD 7 juni 2004, 04-96).

Eigen schuld bij pensioenbeheer

Over het algemeen is de Commissie terughoudend bij het aanvaarden van een grote eigen verantwoordelijkheid van de belegger (en daaraan verbonden eigen schuld-percentage) wanneer het pensioengelden betreft. De nadruk ligt hier op de verantwoordelijkheid van de beheerder (KCD 16 november 2001, 01-225; KCD 28 april 2003, 03-78).

Rapportages

Ten aanzien van de frequentie en inhoud van de aan de belegger verschaft rapportages, zoekt de Commissie in beginsel aansluiting bij hetgeen daarover in de vermogensbeheerovereenkomst is opgenomen (en tussen partijen is afgesproken). Onder omstandigheden lijkt de Klachtencommissie naast hetgeen partijen in de overeenkomst hebben afgesproken ook ruimte te zien voor eventuele aanvullende informatie- en rapportageverplichtingen, zeker indien de belegger expliciet om aanvullende informatie verzoekt (KCD 15 december 2003, 03-189).

Fouten in de rapportages kunnen aanleiding geven tot aansprakelijkheid van beheerder en/of derde die belast is met de rapportageplicht (KCD 28 juni 2001, 01-141). De aansprakelijkheid voor rapportages ziet in beginsel alleen op situaties waar sprake is van fouten in de overzichten zelf. Bij onduidelijkheden in of vragen over de rapportage heeft de belegger ook een eigen verantwoordelijkheid om opheldering te vragen.

Controleplicht beheerrapportage en ingrijpen belegger

Het karakter van vermogensbeheer brengt met zich dat een groot deel van de zorg over het beleggingsbeleid wordt overgeheveld naar de beheerder. Om uiteenlopende redenen wenst de belegger het beheer immers niet zelf te doen. Dit kan bijvoorbeeld komen door een gebrek aan kennis en ervaring, maar ook eenvoudigweg door gebrek aan tijd (of zin), of doordat de belegger op grond van een voorwetenschapsrisico niet is toegestaan zelf te beleggen. Toch geldt in het algemeen dat de belegger ook in het kader van beheer de verplichting heeft de rapportages te controleren en bij het constateren van onjuistheden te appelleren.

Uiteraard kan, gelet op het doel van het beheer geven van het vermogen, niet van een beheercliënt verwacht worden dat deze het afschrift van elke individuele transactie controleert. De mate waarin van een belegger verwacht mag worden dat deze onjuistheden in de rekeningafschriften opmerkt (en daarover navraag doet) hangt samen met de persoonlijke omstandigheden van de belegger (KCD 24 januari 2002, 02-15).

Wanneer uit opeenvolgende rapportages echter duidelijk van een beheer blijkt dat (naar de mening van de belegger) in strijd is met gemaakte afspraken, zal hij daartegen minimaal moeten protesteren (KCD 24 april 2002, 02-78; KCD 21 april 2004, 04-67).

Ook bij beheer mag de belegger geacht worden (al dan niet op grond van rapportages) te weten wat er ten aanzien van de portefeuille gebeurt en kan hij bij het uitblijven van vragen soms geacht worden geen bezwaar te hebben tegen het gevoerde beheer.

Schadebeperking

In een beheerrelatie kan de belegger gehouden zijn tot schadebeperking door aan het beheer een einde te maken. Onder omstandigheden zal hij ook individuele schadebeperkende transacties dienen te verrichten (KCD 21 januari 2003, 03-13).

Het einde van de beheerrelatie

De beheerrelatie kan door tijdsverloop aflopen, wanneer deze voor een specifieke duur is aangegaan (in gevallen waarin sprake is van tijdelijk beheer). In de meeste gevallen zal het beheer eindigen omdat één van de partijen de overeenkomst opzegt. In de praktijk geven de meeste beheerovereenkomsten beide partijen dit recht.

Opzegging door de beheerder

Voor een beheerder kan de voortdurende inmenging van de belegger, een verschil van mening over het te voeren beheer of de visie dat beheer conform de wensen van de belegger niet mogelijk/raadzaam is, een soortgelijke situaties, aanleiding vormen de beheeropdracht terug te geven. Hierbij moet aangetekend worden dat wanneer de belegger zelf ingrijpt in het beheer op zodanige wijze dat dit het door de beheerder gevoerde beleid doorkruist, de beheerder geen verantwoordelijkheid meer kan (en hoeft te) dragen voor het portfolio (KCD 30 januari 2003, 03-19).

(Verplichting tot) opzegging door de belegger

Aan de zijde van de belegger ligt dit geheel anders. Een belegger die niet langer vertrouwen heeft in of een ernstig verschil van inzicht heeft met zijn vermogensbeheer, doet er niet alleen verstandig aan het beheer op te zeggen. Door dit na te laten loopt de belegger een groot risico dat de schade die ontstaan is na het moment, waarop de belegger de risico's / het conflict had moeten beseffen, voor zijn rekening komt (KCD 16 april 2002, 02-70; KCD 13 februari 2002, 02-38; KCD 22 november 2002, 02-195; KCD 18 januari 2001, 01-22).

Afwikkeling van de beheerrelatie na beëindiging

De belegger en de beheerder doen er verstandig aan de afwikkeling in het kader van beëindiging van de beheerrelatie nauwkeurig vast te leggen. De belegger dient te beseffen dat hij vanaf dat moment zelf verantwoordelijk wordt voor de portefeuille (KCD 3 juli 2001, 01-143);.

Toch behoudt ook de beheerder hier wel een zekere zorgplicht om, wanneer het niet duidelijk is wat van hem verwacht wordt in het kader van de uitvoering van de opdrachten van de belegger ter afwikkeling of overheveling van het beheer, hierover contact op te nemen met de belegger (KCD 7 januari 2002, 02-02; KCD 27 augustus 2002, 02-151).

Hoofdstuk 4. Schadevergoeding en verwante onderwerpen

4.1 Schadevergoeding

Als de instelling voor een fout (KCD 3 juni 2004, 04-81) jegens de belegger aansprakelijk is, zal zij de schade die het gevolg is van haar fout moeten vergoeden. De schadevergoeding kan worden verminderd of zelfs geheel vervallen wegens eigen schuld en kan worden beperkt doordat de belegger heeft nagelaten schadebeperkende maatregelen te nemen.

Verliezen

Tot de schadevergoeding waartoe gegrondbevinding van de klacht van een belegger kan leiden, behoort in de eerste plaats het verlies dat voorkomen zou zijn als de instelling de fout niet had gemaakt. De schade zal moeten worden vastgesteld door de feitelijke situatie te vergelijken met de hypothetische situatie dat de fout niet zou zijn gemaakt.

Zo zal, als er te veel in een bepaalde sector is belegd, niet het gehele verlies dat op beleggingen in die sector is geleden voor vergoeding in aanmerking komen. Er zal moeten worden vastgesteld welk percentage beleggingen in die sector aanvaardbaar zou zijn geweest. Stel dat er 90% in de sector is belegd, terwijl 45% aanvaardbaar zou zijn geweest. In dat geval komt slechts de helft van het verlies dat op de beleggingen in die sector is geleden voor vergoeding in aanmerking. De rest van het verlies is niet veroorzaakt door de fout van de instelling (KCHB 8 januari 2004, nr. 66; KCD 23 juli 2004, 04-112; KCD 14 juli 2004, 04-107).

Gederfde winst

Schadevergoeding omvat mede gederfde winst. Om gederfde winst te kunnen toewijzen, moet aannemelijk zijn dat de belegger, zonder de fout van de instelling, die winst had kunnen behalen.

'Gemiste' transacties

Als een belegger schade claimt omdat hij door de fout van de instelling winstgevende transacties niet heeft kunnen uitvoeren, zal hij aannemelijk moeten maken dat hij die transacties zou hebben verricht (KCHB 12 februari 2000, nr. 1; KCHB 27 augustus 2001, nr. 10).

Bijkomende schade

De volgende typen van bijkomende schade komen in beginsel voor vergoeding in aanmerking.

- Effectentypische kosten (transactiekosten (KCHB 8 januari 2004, nr. 66) e.d.)
- Kosten procedure klager (gedeeltelijke vergoeding kosten rechtsbijstand) (KCD 7 april 2003, 03-59)
- Eigen bijdrage

Immateriële schade

Het Nederlandse recht kent een beperkt stelsel voor de vergoeding van schade die niet uit vermogensschade bestaat (smartengeld, vergoeding voor ergernis e.d.). Buiten gevallen van letselschade (en, na een te verwachten wetswijziging, binnenkort overlijden) is een vordering tot het vergoeden van dergelijke schade slechts toewijsbaar indien er sprake is geweest van een aantasting in de persoon. Gelet op de strenge criteria die daarvoor worden aangelegd zal daarvan in effectenrechtelijke zaken slechts bij zeer hoge uitzondering sprake kunnen zijn (KCHB 15 december 2003, nr. 65; KCD 20 oktober 2003, 03-155; KCHB 27 augustus 2001, nr. 10).

Rentevergoeding

Over de schadevergoeding zal in de regel (een rente gelijk aan) de wettelijke rente worden toegekend vanaf de dag die als peildatum voor het vaststellen van de schade heeft gediend, tot aan de dag waarop de instelling de schadevergoeding aan de belegger zal hebben voldaan.

(Omvang) schade onzeker

Als aannemelijk is dat de belegger schade heeft geleden, maar niet exact kan worden vastgesteld welke omvang de schade heeft, zal de Klachtencommissie de schade naar redelijkheid en billijkheid schatten (KCHB 22 juni 2004, nr. 71; KCD 30 juli 2003, 03-109). Als te onzeker is de belegger zonder de fout van de instelling beter af zou zijn geweest (KCD 3 juni 2003, 03-96; KCD 1 mei 2003, 03-85; KCD 1 mei 2003, 03-80; KCD 7 april 2003, 03-52), zal de Commissie geen schadevergoeding toekennen. Hetzelfde geldt vanzelfsprekend als is komen vast te staan dat de belegger geen schade heeft geleden. Als de Commissie in dergelijke gevallen toch tot uitdrukking wil brengen dat zij de klacht inhoudelijk gegrond acht, beslist zij dat ‘de vordering tot schadevergoeding’ (en dus niet ‘de klacht’) wordt afgewezen (KCD 14 juli 2004, 04-106).

4.2 Eigen schuld

Wanneer een effecteninstituting wegens schending van haar zorgplicht aansprakelijk is, zal haar schadevergoedingsplicht worden verminderd indien de schade een gevolg is van een omstandigheid die mede aan de belegger kan worden toegerekend. Het gaat hierbij zowel om eigen schuld in verband met de schending van de zorgplicht als om eigen schuld door het nalaten van schadebeperkende maatregelen. Onder omstandigheden kan de schadevergoedingsverplichting van de instelling zelfs geheel vervallen.

De diverse gevallen kunnen als volgt worden gerubriceerd:

- *Nemen beleggingsrisico*
Een belegger die desbewust beleggingsrisico's neemt, is voor de gevolgen daarvan zelf verantwoordelijk (KCHB 30 juli 2002).
- *Niet of onvoldoende kennisnemen van verstrekte informatie*
Een belegger die nalaat kennis te nemen van hem verstrekte informatie, zal het nadeel dat daarvan het gevolg is (of dat voorkomen had kunnen worden als hij wel van de informatie kennis had genomen) geheel of gedeeltelijk zelf moeten dragen.
- *Nalaten advies in te winnen*
Als een belegger nalaat bij een derde advies in te winnen hoewel daarvoor aanleiding was, komen de gevolgen daarvan voor zijn rekening (KCHB 30 maart 2004, nr. 76; KCD 15 augustus 2003, 03-121).
- *Nalaten te handelen waar dat vereist is*
Een belegger die nalaat te handelen waar dat vereist is, zal in de regel eigen schuld hebben. Dat is slechts anders indien de belegger niet begreep en behoefde te begrijpen dat handelen geboden was.

4.3 Schadebeperking

Bij schadebeperking zijn vier hoofdtypen van gevallen te onderscheiden:

- *Corrigeren instelling*
Schade zal in veel gevallen ontstaan doordat er in de communicatie tussen de belegger en de instelling iets is misgelopen. Als de belegger ontdekt dat er bij de instelling iets is misgegaan, zal hij direct contact met de instelling moeten opnemen om de fout te (laten) herstellen. Laat hij dat na, dan zal verder schade in ieder geval deels voor zijn rekening blijven.
- *Alsnog zelf uitvoeren van een transactie*
Het gaat hierbij om gevallen waarin een transactie (mede) door een fout van de instelling ten onrechte niet is uitgevoerd. Als de belegger dit ontdekt, zal hij de transactie alsnog moeten (doen) uitvoeren (KCD 20 oktober 2003, 03-158).

- *Zelf ongedaanmaken transactie*
Het gaat hierbij om gevallen waarin (mede) door een fout van de instelling een transactie is uitgevoerd die niet uitgevoerd had mogen worden. In dergelijke gevallen moet de belegger, in beginsel als hij de fout ontdekt, de transactie door een tegengestelde transactie ongedaan maken (KCD 30 maart 2004, 04-51; KCD 30 juli 2003, 03-114; KCD 1 mei 2003, 03-88; KCD 28 maart 2003, 03-50).
- *Herstel ingrijpende of lastiger te ontdekken fouten*
Als sprake is van fundamentele fouten, zoals de onjuiste invulling van een beleggingsportefeuille in het licht van het profiel van de belegger, of de aanschaf van een te risicovol effect, zal de belegger minder snel kunnen ontdekken dat er iets mis is. Bovendien zal het herstel vaak ook minder eenvoudig zijn dan bij fouten die betrekking hebben op één transactie. Dat betekent niet dat de belegger geen maatregelen moet treffen; wel dat hij daarvoor meer tijd krijgt (KCD 7 juni 2004, 04-103; KCD 30 maart 2004, 04-51; KCD 22 juli 2002, 02-120; KCD 26 april 2001, 01-108; KCHB 22 juni 2004, nr. 70).

Als een belegger schadebeperkende maatregelen achterwege laat, en alles laat zoals het is, kan daaraan onder omstandigheden ook de slotsom worden verbonden dat hij het handelen van de instelling in kwestie heeft geaccepteerd. Het gevolg daarvan is dat hij in het geheel geen aanspraak meer kan maken op schadevergoeding, ook niet over de periode voordat hij de fout ontdekte (KCD 7 april 2003, 03-54; KCD 13 februari 2003, 03-24).

Bestensorder eerstvolgende beursdag

De hoofdregel is dat een schadebeperkende transactie de eerstvolgende beursdag bestens moet worden uitgevoerd (KCD 30 juli 2003, 03-110). Waar het gaat om orders die ten onrechte niet zijn uitgevoerd, zal onder omstandigheden het opgeven van een gelimiteerde order meer voor de hand liggen. Dat moet dan wel een limiet zijn die duidelijk op schadebeperking is gericht, en geen poging om een gunstigere koers te behalen (KCD 23 april 2001, 01-95). Het verdient aanbeveling dat de belegger de correctietransactie in overleg met de instelling opgeeft, zodat daarover later geen discussie kan ontstaan. De beursontwikkeling kan ook meebrengen dat het alsnog opgeven van de order zinloos is.

Voorlichting over schadebeperking

De belegger zal niet altijd beseffen dat hij schadebeperkende maatregelen moet nemen. Zo zal iemand die meent dat effecten ten onrechte voor hem zijn aangeschaft niet steeds bedenken dat hij deze effecten desondanks moet verkopen om te voorkomen dat hun verdere koersontwikkeling voor zijn risico komt. Het verdient in ieder geval aanbeveling dat een instelling een cliënt die zich met een klacht tot haar wendt, wijst op de verplichting tot schadebeperking en de inhoud daarvan. Zij dient de cliënt duidelijk te maken dat de koersontwikkeling van de betrokken effecten verder voor diens risico komt, ongeacht of zijn klacht later gegrond wordt bevonden.

Hoofdstuk 5. Veelgestelde vragen

[INHOUD VOLGT]

Hoofdstuk 6. Begrippenlijst

[INHOUD VOLGT]