

# ECLI:NL:HR:2010:BM8913

Instantie	Hoge Raad
Datum uitspraak	10-09-2010
Datum publicatie	10-09-2010
Zaaknummer	09/00286
Formele relaties	Conclusie: ECLI:NL:PHR:2010:BM8913
Rechtsgebieden	Civiel recht
Bijzondere kenmerken	Cassatie
Inhoudsindicatie	Effectenrecht. Beheer effectenportefeuille op basis van stramien weergegeven in vermogensbeheerovereenkomsten (80 - 100% aandelen, gericht op vermogensgroei voor lange termijn) niet noodzakelijk in strijd met conservatief en behoudend beleggingsbeleid. Grenzen rechtsstrijd. Geen feit van algemene bekendheid dan wel ervaringsregel dat een volledige belegging van het vermogen in aandelen, althans indien een groot deel bestaat uit ICT-waarden, in ieder geval niet in overeenstemming is met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid.
Wetsverwijzingen	Burgerlijk Wetboek Boek 6 Burgerlijk Wetboek Boek 6 74
Vindplaatsen	Rechtspraak.nl NJ 2010/486 RvdW 2010/1013 RAV 2010/102 PJ 2010/182 NJB 2010, 1700 Ondernemingsrecht 2010, 146 met annotatie van M.J. Kroeze JE 2010, 462 VFP 2010, 1041 JWB 2010/353 JOR 2010/278 met annotatie van F.M.A. 't Hart

## Uitspraak

10 september 2010

Eerste Kamer

09/00286

RM/AS

Hoge Raad der Nederlanden

Arrest

in de zaak van:

1. [Eiseres 1],  
gevestigd te [vestigingsplaats],
2. [Eiser 2],  
wonende te [woonplaats],
3. [Eiseres 3],  
wonende te [woonplaats],

EISERS tot cassatie,  
advocaat: mr. P.J.M. von Schmidt  
auf Altenstadt,

t e g e n

THEODOOR GILISSEN BANKIERS N.V.,  
gevestigd te Amsterdam,  
VERWEERSTER in cassatie,  
advocaat: mr. E. Grabandt.

Eisers zullen hierna ook worden aangeduid als [eiseres 1] respectievelijk [eiser 2 en eiseres 3];  
verweerster zal worden aangeduid als TGB.

### 1. Het geding in feitelijke instanties

Voor het verloop van het geding in feitelijke instanties verwijst de Hoge Raad naar de navolgende stukken:

- a. het vonnis in de zaak 312687 / HA ZA 05-996 van de rechtbank Amsterdam van 22 februari 2006;
- b. het arrest in de zaak 106.005.048/01 (rolnummer 06/946) van het gerechtshof te Amsterdam van 7 oktober 2008.

Het arrest van het hof is aan dit arrest gehecht.

### 2. Het geding in cassatie

Tegen het arrest van het hof hebben [eiseres 1] en [eiser 2 en eiseres 3] beroep in cassatie ingesteld. De cassatiedagvaarding is aan dit arrest gehecht en maakt daarvan deel uit.

TGB heeft geconcludeerd tot verwerping van het beroep.

De zaak is voor partijen toegelicht door hun advocaten.

De conclusie van de Advocaat-Generaal F.F. Langemeijer strekt tot verwerping van het beroep.

### 3. Beoordeling van het middel

#### 3.1 In cassatie kan van het volgende worden uitgegaan.

(i) In de Stichting [eiseres 1], die bestuurd wordt door [eiser 2 en eiseres 3], is het familiebezit van de familie [A] ondergebracht.

(ii) [Eiseres 1] en [eiser 2 en eiseres 3] hadden elk een effectenportefeuille, die werd beheerd door Bank Labouchere N.V. Deze portefeuilles bestonden nagenoeg geheel uit aandelen, waaronder aandelen in de IT-sector. Omdat [eiser 2 en eiseres 3] in de loop van 2000 het vertrouwen in die bank had verloren, heeft het TGB benaderd met de vraag of de portefeuilles daar konden worden ondergebracht.

(iii) Op 6 oktober 2000 heeft een gesprek plaatsgevonden tussen een medewerker van TGB, [betrokkene 1], en [eiser 2 en eiseres 3], gevolgd door nadere gesprekken op 9 en 20 november 2000 over het sluiten van vermogensbeheerovereenkomsten. Bij deze laatste gesprekken zijn onder meer de te volgen beleggingsstrategieën aan de orde gekomen. Afsproken werd dat het IT-aandeel in de portefeuilles zou worden verminderd, volgens wens van [eiser 2 en eiseres 3] niet onmiddellijk maar gefaseerd.

(iv) Vervolgens zijn door [eiseres 1] en [eiser 2 en eiseres 3] vermogensbeheerovereenkomsten aangegaan met TGB, vastgelegd in onderhandse akten van 10 november 2000.

Een bijlage bij de akte betreffende de overeenkomst tussen [eiser 2 en eiseres 3] en TGB houdt onder meer het volgende in:

“Doelstelling en risicoprofiel Uw beleggingsdoelstelling is primair gericht op vermogensgroei voor de lange termijn. Uw beleggingshorizon vertaalt zich in een risicoprofiel waarin duidelijk ruimte is voor tussentijdse waardeschommelingen van het vermogen.

#### Bandbreedtes

De volgende strategische bandbreedtes worden gehanteerd.

Minimum Norm Maximum

Zakelijke waarden 80% 100% 100%

Liquiditeiten 0% 0% 20%”

Eenzelfde bijlage bij de overeenkomst ten aanzien van [eiseres 1] luidt onder meer:

“Doelstelling en risicoprofiel

Uw beleggingsdoelstelling is primair gericht op vermogensgroei voor de lange termijn. Uw beleggingshorizon vertaalt zich in een risicoprofiel waarin duidelijk ruimte is voor tussentijdse waardeschommelingen van het vermogen.

#### Bandbreedtes

De volgende strategische bandbreedtes worden gehanteerd.

Minimum Norm Maximum

Zakelijke waarden 60% 80% 100%

Vastrentende waarden 0% 20% 40%

Liquiditeiten 0% 0% 40%”

(v) Na ondertekening van de beide overeenkomsten is TGB aangevangen met het beheer van de portefeuilles, waarvan de waarde toen beliep 956.446,64 ([eiseres 1]) respectievelijk 1.425.686,84 ([eiser 2 en eiseres 3]).

(vi) Bij brief van 28 augustus 2001 heeft [eiser 2 en eiseres 3] onder meer het volgende geschreven aan [betrokkene 1]:

“Sedert eind vorig jaar, toen wij ( ) vroegen om het beheer te voeren spraken wij af, regelmatig, mondeling op de hoogte gehouden te worden van de ontwikkelingen. Sedertdien ontvingen wij per post een aantal keer een kwartaal overzicht, echter zonder toelichting. In het voorjaar, mijn zorgen uitsprekend over de ontwikkeling in de neergaande markt, spraken wij elkaar en verzocht ik je een aantal aandelen te verkopen, hetgeen geschiedde. Noch verder bericht, noch verder contact, toelichting of advies en geen mutaties, stroken niet met onze afspraak. Dit laat ons daardoor in zorg en het ongewisse. ( ) Wij verzoeken je dan ook per heden dit beheer op te schorten voor beide rekeningen.”

Na ontvangst van deze brief heeft TGB met betrekking tot de beide portefeuilles nog slechts gehandeld op instructie van [eiser 2 en eiseres 3].

(vii) Bij brief van 26 maart 2002 heeft TGB aan [eiser 2 en eiseres 3] onder meer het volgende geschreven:

“Naar aanleiding van onze bijeenkomst op 12 maart jl. willen wij onderstaand nog kort stilstaan bij de factoren die van invloed zijn geweest op het resultaat van onze beleggingsfilosofie. Tevens willen wij aangeven welke maatregelen wij hebben genomen om ons beleggingsproces te verbeteren en hoe wij dit denken te concretiseren, toegespitst op uw specifieke beleggingsportefeuilles.

#### Beleggingsresultaat 2001

() Wij richten ons op grote ondernemingen die zich primair onderscheiden door een relatief hoge en stabiele winstgroei. De waardering van dergelijke ondernemingen is het afgelopen jaar aan erosie onderhevig geweest.

()

Tevens werd het beleggingsresultaat beïnvloed doordat wij een verkeerde inschatting hebben gemaakt van de vraag naar informatietechnologie en aanverwante dienstverlening.

()

Achteraf bekeken, hadden wij moeten inzien dat de negatieve koersontwikkeling van de Nasdaq van invloed zou zijn op de winstontwikkeling en de waardering van onze technologie-ondernemingen. Bovendien hebben wij in onze waarderingsmodellen het cyclische karakter van de sector onderschat, waardoor (achteraf) te veel betaald werd voor onzekere, hoge winstgroei.

Ten slotte constateren wij dat onze portefeuilleselectie onvoldoende compensatie heeft kunnen vinden in haar defensieve belangen zoals farmaceutische bedrijven en (levens)verzekeraars.”

3.2 [Eiseres 1] en [eiser 2 en eiseres 3] vorderen in dit geding een verklaring voor recht dat TGB jegens hen als vermogensbeheerder is tekortgeschoten, alsmede schadevergoeding op te maken bij staat. De rechtbank heeft deze vorderingen afgewezen. Zij betrok in haar overwegingen onder meer een naar aanleiding van het gesprek van

6 oktober 2000 door TGB opgestelde, maar volgens [eiseres 1] en [eiser 2 en eiseres 3] niet door hen ontvangen brief van 19 oktober 2000, waarin het volgende te lezen valt:

“Tijdens ons gesprek is een aantal onderwerpen aan de orde gekomen. Deze onderwerpen hebben wij hieronder voor u gecategoriseerd.

#### Persoonlijke omstandigheden

- U bent getrouwd op huwelijkse voorwaarden;
- U heeft 2 studerende kinderen;
- U heeft ervaring met het beleggen in zakelijke waarden (aandelen). U bent bereid de risico's die met het beleggen in aandelen gepaard gaan te accepteren, hetgeen een indicatie is van uw risicotolerantie;

()

#### Inkomen

- Uw inkomen uit arbeid is toereikend om in het door u gewenste levensonderhoud te kunnen voorzien.
- Dit brengt met zich mee dat u om deze reden geen onttrekkingen aan uw effectenportefeuille hoeft te doen, behalve voor incidentele (verbouwings)uitgaven.

#### Vermogenspositie

- In dit voorstel praten wij alleen over het vrij beschikbare gedeelte van uw totale vermogen, wat op dit moment belegd is in privé en in [eiseres 1].

#### De rol van Theodoor Gilissen Bankiers

()

- U verwacht van onze bank een actief portefeuillebeheer, waarbij eventueel gebruik mag worden gemaakt van defensieve optiestrategieën;
- Naast de eventueel door Theodoor Gilissen Bankiers te beheren portefeuille overweegt u in de toekomst een separate rekening bij onze bank te openen waarop u naar eigen inzicht belegt;

()

Doelstelling en risicoprofiel

()

Op grond van bovenstaande uitgangspunten is uw beleggingsdoelstelling primair gericht opvermogensgroei voor de middellange termijn. Uw beleggingshorizon vertaalt zich in een risicoprofiel waarin duidelijk ruimte is voor tussentijdse waardeschommelingen van het vermogen. ()"

Het hof heeft het vonnis van de rechtbank bekrachtigd, daartoe onder meer het volgende overwegende:

"3.4 Deze grieven [de grieven 3 en 6 waarin betoogd wordt dat de brief van 19 oktober 2000 en de vermogensbeheerovereenkomsten niet de weerslag vormen van hetgeen partijen mondeling omtrent het vermogensbeheer waren overeengekomen] falen. De rechtbank heeft terecht overwogen dat beleggingen volgens het stramien als weergegeven in de vermogensbeheerovereenkomsten niet noodzakelijk strijdig zijn met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid. Dit wordt niet anders indien de privé portefeuille mede als doelstelling heeft het te zijner tijd aflossen van de hypotheek op het woonhuis en opnamen ten behoeve van levensonderhoud na de pensionering. Volledigheidshalve verdient nog opmerking dat zich hier, ook volgens de stellingen van [eiseres 1] c.s., niet het geval voordoet van een portefeuille die geheel en uitsluitend met het oog op toekomstige pensioenuitkeringen is samengesteld. Aan dergelijke portefeuilles moeten andere, uit oogpunt van risicobeheer meer stringente eisen worden gesteld.

()

3.9 Met de grieven 7 en 8 betogen [eiseres 1] c.s. dat de samenstelling van de portefeuille onverantwoord risicovol was, in het bijzonder omdat een groot gedeelte daarvan was belegd in ICT-waarden. Zij kunnen in die stelling niet worden gevolgd. De rechtbank heeft terecht overwogen dat de beslissing de ICT aandelen in de portefeuilles te behouden niet zonder meer strijdig kan worden geacht met de beleggingsdoelstellingen voor de portefeuilles. Daarbij komt dat [eiseres 1] c.s. niet, althans onvoldoende gemotiveerd, hebben weersproken dat het verminderen van het ICT-aandeel in de portefeuilles tussen partijen is besproken en dat daarbij volgens de wens van [eiser 2 en eiseres 3] is afgesproken die vermindering niet onmiddellijk maar gefaseerd tot stand te brengen."

3.3 De onderdelen 1.1-1.3 hebben betrekking op het oordeel van het hof dat de rechtbank terecht heeft overwogen dat beleggingen volgens het stramien als weergegeven in de vermogensbeheerovereenkomsten - 80-100% in aandelen, gericht op vermogensgroei voor de lange termijn - niet noodzakelijk strijdig zijn met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid.

3.3.1 Voor zover onderdeel 1.1 klaagt dat een dergelijk oordeel in het bestreden vonnis niet voorkomt, faalt het al aanstonds wegens gebrek aan belang, aangezien dit immers niet wegneemt dat het hof, blijkens het woord "terecht", zelf heeft geoordeeld dat beleggingen volgens bedoeld stramien niet noodzakelijk strijdig zijn met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid.

3.3.2 Onderdeel 1.2 betoogt dat het hof met dit oordeel buiten de grenzen van de rechtsstrijd is getreden omdat TGB noch in eerste aanleg noch in hoger beroep het standpunt heeft verdedigd dat het gewraakte beleggingsstramien niet noodzakelijk strijdig is met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid.

3.3.3 Dit verwijt is ongegrond. [Eiseres 1] en [eiser 2 en eiseres 3] hebben zowel voor de rechtbank als voor het hof aangevoerd dat het in beheer gegeven vermogen ten dele een pensioenbestemming had, dat daarnaast de wens bestond de opbrengsten te zijner tijd te gebruiken voor het aflossen van een hypotheek en dat daarom - en wat [eiseres 1] betreft: gelet op haar statutaire doelstelling - uitsluitend een conservatief en behoudend beleggingsbeleid op zijn plaats was, een beleid waarmee volgens hen het voor 80-100% beleggen in aandelen niet te verenigen is. TGB heeft de (gedeeltelijke) "pensioen- en hypotheekbestemming" van het in beheer gegeven vermogen bestreden en heeft daarnaast (memorie van antwoord, par. 24-27) aangevoerd dat die doelstelling evenmin als de statutaire doelstelling van [eiseres

1] eraan in de weg stond dat voor 80-100% in zakelijke waarden werd belegd.

Gelet op deze stellingname over en weer is niet onbegrijpelijk dat het hof het standpunt van TGB aldus heeft opgevat dat zij ook bestreed dat het in de vermogensbeheerovereenkomsten neergelegde beleggingsstramien noodzakelijkerwijs onverenigbaar was met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid zoals passend bij de hiervoor genoemde doelstellingen. Van treden buiten de rechtsstrijd is dan ook geen sprake.

3.3.4 Onderdeel 1.3 bestrijdt het oordeel van het hof dat beleggingen volgens het stramien weergegeven in de vermogensbeheerovereenkomsten niet noodzakelijk strijdig zijn met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid. Het onderdeel neemt daarbij tot uitgangspunt dat een feit van algemene bekendheid dan wel een ervaringsregel is dat een volledige (normpercentage privé-portefeuille: 100%) dan wel overwegende (normpercentage [eiseres 1] portefeuille: 80%) belegging van het vermogen in aandelen in ieder geval, althans in het algemeen, niet in overeenstemming is met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid, in ieder geval of althans wanneer een groot gedeelte van die aandelen - naar hier in cassatie veronderstellenderwijs moet worden aangenomen: 30% - bestaat uit ICT-waarden.

3.3.5 Ook dit onderdeel leidt niet tot cassatie. Niet alleen omdat het gebaseerd is op de onjuiste veronderstelling dat het hof zich heeft uitgesproken over de vraag of het voor 80-100% beleggen in aandelen steeds in strijd moet worden geoordeeld met een behoudend en conservatief beleggingsbeleid, maar ook omdat - naar de situatie ten tijde van het door TGB gevoerde beheer, en ook thans - niet gesproken kan worden van een ervaringsregel of feit van algemene bekendheid als door het onderdeel geponeerd. Het antwoord op de vraag welke "asset allocation" strijdig is met het overeengekomen beleggingsbeleid is immers, zoals nader uiteengezet in de conclusie van de Advocaat-Generaal onder 2.10-2.20, afhankelijk van tal van factoren en vergt derhalve een beoordeling van feitelijke aard waarvoor in cassatie geen plaats is.

3.4 Ook voor het overige kunnen de in de onderdelen aangevoerde klachten niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

#### 4. Beslissing

De Hoge Raad:

verwerpt het beroep;

veroordeelt [eiseres 1] en [eiser 2 en eiseres 3] in de kosten van het geding in cassatie, tot op deze uitspraak aan de zijde van TGB begroot op 374,34 aan verschotten en 2.200,- voor salaris.

Dit arrest is gewezen door de vice-president J.B. Fleers als voorzitter en de raadsheren A.M.J. van Buchem-Spapens, E.J. Numann, A. Hammerstein en C.A. Streefkerk, en in het openbaar uitgesproken door de raadsheer A. Hammerstein op 10 september 2010.