

# ECLI:NL:GHSHE:2021:1658

## □ Rechtspraak.nl, Gerechtshof 's-Hertogenbosch, 08-06-2021, ECLI:NL:GHSHE:2021:1658, 200.206.461\_01

schending zorgplicht jegens cliënt door bank/vermogensbeheerder, onvoldoende onderzoek, onjuist advies inzake risicoprofiel, causaal verband, hypothetische situatie, rendement op modelportefeuille.

### GEGEVENS

Instantie	Gerechtshof 's-Hertogenbosch
Datum uitspraak	08-06-2021
Datum publicatie	17-06-2021
Publicatie	Rechtspraak.nl
ECLI	ECLI:NL:GHSHE:2021:1658
Formele relaties	ECLI:NL:RBOBR:2014:4627 ECLI:NL:RBOBR:2015:2780 ECLI:NL:RBOBR:2016:2453 ECLI:NL:RBOBR:2016:5555
Zaaknummer	200.206.461_01
Bijzondere kenmerken	Hoger beroep
Rechtsgebied	Burgerlijk procesrecht

### UITSpraak

#### GERECHTSHOF 's-HERTOGENBOSCH

Team Handelsrecht

zaaknummer 200.206.461/01

#### arrest van 8 juni 2021

in de zaak van

[de vennootschap],  
gevestigd te [vestigingsplaats],  
appellante, hierna aan de duiden als [appellante],  
advocaat: mr. J. van Bekkum te Amsterdam,

tegen

[de bank],  
gevestigd te [vestigingsplaats],  
geïntimeerde, hierna aan te duiden als de Bank,  
advocaat: mr. G.T.J. Hoff te Haarlem,

als vervolg op de door het hof gewezen tussenarresten van 19 december 2017, 26 februari 2019, 9 juli 2019 en 26 mei 2020 in het hoger beroep van de door de rechtbank Oost-Brabant, zittingsplaats 's-Hertogenbosch, onder zaaknummer C/01/273755 / HA ZA 14-64 gewezen vonnissen van 30 juli 2014, 22 april 2015, 4 mei 2016 en 28 september 2016.

#### 11 Het verloop van de procedure

Het verloop van de procedure blijkt uit:

- het tussenarrest van 26 mei 2020;
- de akte houdende uitlating na tussenarrest van [appellante];
- de akte houdende uitlating van de Bank met producties 2-6 (productie 1 heeft de Bank reeds gevoegd bij de akte van 29 oktober 2019; deze is abusievelijk niet vermeld in rov. 8. in het arrest van 26 mei 2020).

Het hof heeft daarna een datum voor arrest bepaald.

#### 12 De verdere beoordeling

Het verzoek tot heroverweging van de Bank

12.1.1. In het tussenarrest van 26 februari 2019 (hierna: tussenarrest II) heeft het hof geoordeeld over de aansprakelijkheid van de Bank en de wijze waarop de door haar aan [appellante] verschuldigde schadevergoeding dient te worden berekend, namelijk door een vergelijking te maken tussen de feitelijke toestand van [appellante] en de hypothetische toestand waarin [appellante] naar verwachting zou hebben verkeerd als de Bank niet zou zijn tekortgeschoten (rov. 3.7.1. e.v.). Als uitgangspunten bij de verdere invulling van de hypothetische toestand heeft het hof in rov. 3.7.8. van dat arrest genoemd: (1) dat de Bank € 4.613.474,07 zou hebben belegd, in de periode van 23 oktober 2007 tot en met 4 november 2008 en volgens het profiel 'Inkomensgericht', en (2) dat het hypothetische rendement van die belegging dient te worden bepaald aan de hand van een modelportefeuille, die is samengesteld volgens de uitgangspunten van het in rov. 3.1. onder m) weergegeven profiel 'Inkomensgericht' in de in 2007 door de Bank aan [appellante] verstrekte informatie (te weten: 0% zakelijke waarden en 100% vastrentende waarden), en dat de samenstelling van de hypothetische portefeuille (onder evenredige verhoging van de desbetreffende percentages) dezelfde zou zijn geweest als de samenstelling van het vastrentende gedeelte van de daadwerkelijk door de Bank voor [appellante] beheerde portefeuille, rekening houdend met de effecten van de tussentijdse vervanging van afzonderlijke beleggingen. Het hof heeft ten slotte de benoeming van een deskundige in het vooruitzicht gesteld, voor het geval partijen er niet in zouden slagen om hun geschil in der minne te regelen.

12.1.2. In het tussenarrest van 9 juli 2019 (hierna: tussenarrest III) heeft het hof, naar aanleiding van een uitdrukkelijk verzoek van [appellante], partijen in de gelegenheid gesteld om zich bij akte nader uit te laten over de omvang van de schade en, meer in het bijzonder, het rendement op de modelportefeuille. Het hof heeft de beslissing op de in tussenarrest II in het vooruitzicht gestelde deskundigenbenoeming aangehouden.

12.1.3. Naar aanleiding van tussenarrest III heeft [appellante] gesteld, samengevat: (a) dat het hof nog niet heeft geoordeeld over haar stelling dat een deel van de beleggingen in het vastrentende gedeelte van de portefeuille niet daadwerkelijk vastrentend was, (b) dat die beleggingen buiten beschouwing dienen te blijven bij de vaststelling van het hypothetische rendement op basis van het risicoprofiel 'Inkomensgericht', en (c) dat om die reden de primaire schadeberekening van de door haar geraadpleegde [de deskundige] dient te worden gevolgd, omdat daarin de drie te risicovolle fondsen buiten beschouwing zijn gelaten.

12.1.4. De Bank heeft verweer gevoerd tegen de stellingen van [appellante] over de drie (vermeend) te risicovolle fondsen en de daarmee verband houdende schadeberekening. Daarnaast heeft de Bank gesteld, samengevat, (i) dat het hof in rov. 3.7.8. heeft geoordeeld dat de modelportefeuille dient te worden samengesteld overeenkomstig het risicoprofiel 'Inkomensgericht' conform de daarover op 8 augustus 2007 door de Bank aan [appellante] verstrekte informatie, *maar* (ii) dat het hof bij de concrete invulling van dat profiel geen gebruik heeft gemaakt van de destijds door de Bank aan [appellante] verstuurd brochure (onderdeel van prod. 9 cva), maar van een eerdere versie van die brochure (prod. 20.1 inl. dagv.), met een andere invulling van het profiel 'Inkomensgericht', en (iii) dat het verschil tussen de beide brochures relevant is en daarin bestaat dat in de juiste brochure tot uitgangspunt wordt genomen dat (ook) bij inkomensgericht beleggen ten dele risicodragend wordt belegd, terwijl in de verouderde brochure wordt uitgegaan van beleggingen (uitsluitend) in vastrentende waarden. De Bank heeft het hof verzocht om terug te komen op zijn genoemde beslissing in rov. 3.7.8.

12.1.5. Het hof heeft in zijn arrest van 26 mei 2020 (hierna: tussenarrest IV) overwogen, samengevat, dat het hof weliswaar wordt gebonden door de bindende eindbeslissing in de genoemde rov. 3.7.8. over de concrete invulling van de modelportefeuille, maar dat de eisen van een goede procesorde kunnen meebrengen dat die eindbeslissing wordt heroverwogen als zij berust op een onjuiste feitelijke grondslag. Het hof heeft [appellante] vervolgens in de gelegenheid gesteld om zich uit te laten over: (1) het verzoek om heroverweging van de Bank en, ervan uitgaande dat de heroverweging ertoe kan leiden dat het hof terugkomt op zijn genoemde beslissing, (2) de samenstelling van de modelportefeuille uitgaande van de (juiste) invulling van het risicoprofiel 'Inkomensgericht' conform de daarover op 8 augustus 2007 door de Bank aan [appellante] verstrekte informatie.

12.1.6. [appellante] heeft hierop in haar laatste akte gesteld: (i) dat [appellante] zich kan verenigen met het standpunt van de Bank dat in de rechtsrelatie tussen [appellante] en de Bank een inkomensgericht risicoprofiel meebracht dat de beleggingsportefeuille van [appellante] zou worden ingericht met 80-100% vastrentende waarden en 0-20% zakelijke waarden, en (ii) dat [appellante] zich kan verenigen met het standpunt van de Bank dat de modelportefeuille moet worden ingericht met 90% vastrentende waarden en 10% zakelijke waarden.

12.1.7. Het hof overweegt dat partijen het erover eens dat bij de in 2007 door de Bank aan [appellante] ter ondertekening verstuurd beheersovereenkomst vijf bijlagen, twee brochures (waaronder de brochure 'Risicoprofielen bij [de bank]') en een set algemene voorwaarden waren gevoegd. Partijen zijn het er ook over eens dat de inhoud van de brochure inzake de risicoprofielen mede de inhoud van de totale beheersovereenkomst bepaalt. Bij nadere beschouwing is het hof eens te meer gebleken dat [appellante] noch de Bank op enig moment in de onderhavige procedure een complete set van overeenkomst, bijlagen, brochures en algemene voorwaarden in het geding hebben gebracht.

De brochure inzake de risicoprofielen waarvan de tekst wordt aangehaald in rov. 3.1 onder m) is in het geding is gebracht door [appellante] als prod. 20.1 bij de inleidende dagvaarding. In die dagvaarding heeft [appellante] een overzicht gegeven van de gebeurtenissen vóór het uitbrengen van de dagvaarding, waaronder de in 2012 tussen partijen gevoerde procedure bij de Commissie van Beroep KiFiD (zie rov. 3.1. onder aa). De bij de inleidende dagvaarding gevoegde producties bevatten de processtukken van partijen in die procedure: productie 19, het beroepschrift van [appellante] en productie 20, het verweerschrift van de Bank. In dit verweerschrift heeft de Bank stellingen betrokken over de inhoud van de rechtsrelatie tussen partijen op basis van de in 2007 gesloten beheersovereenkomst. De Bank heeft daarbij verwezen naar de bij de beheersovereenkomst gevoegde bijlage 'Risicoprofielen bij [de bank]', heeft daaruit ook geciteerd, en heeft als bijlage 1 een afschrift van de volledige brochure overgelegd. In 2012 heeft de Bank aldus gesteld dat de door [appellante] bij de inleidende dagvaarding gevoegde brochure de juiste is, dat wil zeggen: de brochure is die in 2007 was gevoegd bij de door [appellante] te ondertekenen beheersovereenkomst en die daarna deel is gaan uitmaken van de totale beheersovereenkomst tussen partijen. De brochure waarvan de Bank nú stelt dat zij de juiste is, is door haar in het geding gebracht als productie 9 bij de conclusie van antwoord in eerste aanleg. Die productie bevat, behalve de brochure, enkel de beheersovereenkomst als zodanig. De samenstelling van de productie als geheel vormt daarmee geen argument om ervan uit te gaan dat de brochure bij de conclusie van antwoord de juiste zou zijn. Beide exemplaren van de brochures bevatten geen datum of een versienummer of een ander aanknopingspunt om te bepalen welke brochure de versie uit 2007 is. Opvallend is dat in de bij de inleidende dagvaarding gevoegde brochure sprake is van de tweedeling 'vastrentende waarden-zakelijke waarden', termen die ook elders in de stukken uit 2007 worden gebruikt, zoals in bijlage 2 bij de beheersovereenkomst (zie rov. 3.1. onder l)), terwijl alleen in de door de Bank bij de conclusie van antwoord gevoegde brochure sprake is van de tweedeling 'risicomijdende beleggingen-*risicodragende* beleggingen'. Op het eerste oog stemmen de begrippen 'vastrentende waarden' en 'risicomijdende beleggingen' qua betekenis niet (precies) overeen; hetzelfde geldt voor de begrippen '*risicodragende* beleggingen' en 'zakelijke waarden'. Dat kan als een bevestiging van het standpunt van de Bank in 2012 worden gezien. Anderzijds valt op dat de in de brochure bij de conclusie van antwoord genoemde bandbreedtes van jaarlijks te verwachten rendementen (-7% in een slecht jaar, 4% gemiddeld op lange termijn en 15% in een goed jaar bij inkomensgericht beleggen) overeenstemmen met de bandbreedtes die de Bank heeft genoemd in de presentatie over vermogensbeheer van 7 augustus 2007 (zie rov. 3.1. onder h)). Dat kan als een bevestiging van het huidige standpunt van de Bank worden gezien. Los hiervan heeft te gelden dat de meer recente stelling van de Bank in de onderhavige procedure - dat het de brochure bij de conclusie van antwoord is die deel uitmaakt van de beheersovereenkomst en niet de brochure bij de inleidende dagvaarding - door [appellante] niet is weersproken. [appellante] heeft ook bevestigd dat in de rechtsrelatie tussen [appellante] en de Bank een 'Inkomensgericht' risicoprofiel meebracht dat de beleggingsportefeuille van [appellante] zou worden ingericht met 80-100% vastrentende waarden en 0-20% zakelijke waarden. Die invulling past binnen het profiel 'Inkomensgericht' in de brochure bij de conclusie van antwoord. Daaraan doet niet af dat de terminologie afwijkt: [appellante] heeft namelijk de tweedeling 'vastrentende waarden-zakelijke waarden' uit de 'andere' brochure gebruikt. De Bank heeft tegen dit laatste in haar antwoordakte echter geen bezwaar gemaakt en heeft in die akte (en eerder) ook zelf bij herhaling gebruik gemaakt van de tweedeling 'vastrentende waarden-zakelijke waarden'.

12.1.8. Het voorgaande leidt het hof tot twee oordelen. Dat is allereerst het oordeel dat twee beslissingen in tussenarrest II dienen te worden herzien, om te vermijden dat wordt geoordeeld op basis van een onjuiste feitelijke grondslag, namelijk de beslissing over de tussen partijen vaststaande feiten in rov. 3.1. onder m), en de eerder genoemde beslissing over de invulling van de modelportefeuille in rov. 3.7.8. (zie nader de rov. 12.1.9. en 12.1.10.).

Het tweede oordeel naar aanleiding van het voorgaande is dat tussen de begrippen ('beleggingen in) vastrentende waarden' en 'risicomijdende beleggingen' geen

verschil in betekenis bestaat dat relevant is voor de beslechting van dit geschil en dat hetzelfde geldt voor de begrippen '(beleggingen in) zakelijke waarden' en 'risicodragende beleggingen'.

Op dit laatste oordeel sluit aan dat in de beide brochures dezelfde voorbeelden worden gegeven van de beide categorieën beleggingen, waarbij in de nieuwere brochure alleen nog 'deposito's' en 'alternatieve beleggingen met de risico-rendementskarakteristieken van risicomijdende beleggingen' respectievelijk 'alternatieve beleggingen met de risico-rendementskarakteristieken van risicodragende beleggingen' zijn toegevoegd.

12.1.9. De aangekondigde herziening betekent dat rov. 3.1. onder m) moet worden geacht als volgt te luiden:

m) De brochure '*Risicoprofielen bij Van [de bank]*' (als bijlage gevoegd bij de brief van de Bank aan [betrokkene] van 8 augustus 2007; zie onder i) bevat, onder meer, het volgende:

*'(...) voor uw beleggingsportefeuille is een verdeling gemaakt naar risicodragende en risicomijdende beleggingen.*

*Risicodragende beleggingen*

*Onder andere aandelen, aandelenbeleggingsfondsen, producten met een garantie van minder dan 100% van de hoofdsom, vastgoedfondsen en alternatieve beleggingen met de risico-rendementskarakteristieken van risicodragende beleggingen.*

*Risicomijdende beleggingen*

*Onder andere obligaties, obligatiebeleggingsfondsen, converteerbare obligaties, producten met een garantie van 100% of meer van de hoofdsom, deposito's, spaarsaldi en overige liquiditeiten en alternatieve beleggingen met de risico-rendementskarakteristieken van risicomijdende beleggingen.(...)*

*Tabel risicoprofielen en vermogensverdeling Risicoprofiel Beleggingsbeleid*

*Norm risicodragende Norm risicomijdende beleggingen beleggingen*

*Inkomensgericht\* 10% 90% Defensief 30% 70% Neutraal 50% 50%(...)\* De maximale belegging in risicodragende beleggingen bedraagt 20%(...)*

***Inkomensgericht profiel***

*De belegger:*

- wenst sterke beperking van risico's
- hecht aan een vast inkomen uit zijn vermogen; vermogensgroei komt op de tweede plaats
- neemt genoegen met een gemiddeld jaarlijks positief rendement\* van 4% op de lange termijn
- accepteert een beperkt negatief rendement op zijn belegbaar vermogen
- heeft weinig tot geen affiniteit met de aandelenmarkten
- belegt hoofdzakelijk in risicomijdende waarden

## ***2 Defensief profiel***

*De belegger:*

- vermijdt bij voorkeur risico's
- stelt een stabiele stroom aan inkomsten voorop, maar streeft ook naar enige vermogensgroei op de langere termijn
- streeft naar een gemiddeld jaarlijks positief rendement\* van 5% op de lange termijn
- accepteert een gematigd negatief rendement in een slecht beleggingsjaar
- volgt de aandelenmarkten in beperkte mate
- belegt zijn vermogen grotendeels (gemiddeld 70%) in risicomijdende waarden, de rest in risicodragende beleggingen

## ***3 Neutraal profiel***

*De belegger:*

- is zich bewust van de risico's
- hecht zowel aan inkomsten uit zijn vermogen als aan vermogensgroei op lange termijn
- streeft naar een gemiddeld jaarlijks positief rendement\* van 6% op de lange termijn
- accepteert een negatief rendement in een slecht beleggingsjaar
- volgt de aandelenmarkten met interesse
- belegt gemiddeld de helft van zijn belegbaar vermogen in risicomijdende beleggingen en de andere helft in risicodragende beleggingen

## ***4 Groeigericht profiel***

***(...)******5 Offensief profiel***

***(...)******6 High risk profiel (...)\* Rendement of totaalrendement is de procentuele opbrengst op een belegging over een bepaalde periode en bestaat uit de som van koerswinst, uitgekeerde dividenden en rentebasten. Dit is exclusief eventuele kosten.(...)***

***Tabel Bandbreedtes jaarlijks rendement Risicoprofiel Rendement Gemiddeld rendement Rendement in slecht jaar1 op lange termijn in goed jaar2 Inkomensgericht - 7% 4% 15% Defensief -11% 5% 21% Neutraal -14% 6% 26%(...)******1 2,5% kans op een negatief rendement 2 2,5 kans op een positief rendement (...)***

12.1.10. In plaats van de beslissing in de genoemde rov. 3.7.8. oordeelt het hof thans als volgt. Onzeker is hoe de Bank in 2007/2008 een volledig inkomensgericht te beleggen portefeuille zou hebben samengesteld. Partijen zijn het er inmiddels over eens dat beleggen conform het risicoprofiel 'Inkomensgericht' in elk geval zou hebben betekend dat de portefeuille zou zijn ingericht met 80-100% vastrentende waarden/risicomijdende beleggingen en 0-20% zakelijke waarden/risicodragende beleggingen.

In verband met de bandbreedte van 20% overweegt het hof dat het uitgangspunt (*de 'norm'*) in de brochure is dat 90% van de portefeuille risicomijdend/vastrentend wordt belegd, en 10% risicodragend/in zakelijke waarden. Uit de stellingen van [appellante] volgt dat zij vindt dat voor de inrichting van de modelportefeuille moet worden vastgehouden aan deze norm. De stellingen van de Bank komen erop neer dat voor de modelportefeuille de verdeling 80% risicomijdend/vastrentend en 20%

risicodragend/zakelijke waarden moet worden aangehouden, maar de Bank heeft dat standpunt - anders dan van haar had mogen worden verwacht - niet onderbouwd met argumenten die betrekking hebben op de situatie in 2007 en de daarop te baseren verwachting hoe de Bank feitelijk zou hebben gehandeld bij de invulling van de inkomensgericht te beleggen portefeuille. Daarmee blijft onverklaard wat de Bank destijds zou hebben bewogen om af te wijken van de door haarzelf vooropgestelde norm (zie ook rov. 12.2.2. in verband met de concrete invulling van de hypothetische situatie). Het hof zal voor de modelportefeuille daarom vasthouden aan de verdeling 90% risicomijdend/vastrentend en 10% risicodragend/zakelijke waarden.

12.1.11. De Bank heeft in haar (in rov. 12.1.4. genoemde) akte het hof verzocht om 'in elk geval' terug te komen op de hiervoor behandelde beslissing in rov. 3.7.8. De Bank heeft echter geen andere concrete, deugdelijk onderbouwde, verzoeken tot heroverweging gedaan, waarop het hof dient te beslissen. Voor de volledigheid overweegt het hof nog dat de (op sommige punten afwijkende) omschrijving van de risicoprofielen in de juiste, hiervoor geciteerde, brochure van de Bank geen verandering brengt in de oordelen van het hof: - dat het neutrale profiel, gelet op de daaraan door de Bank zelf toegeschreven kenmerken, niet aansloot op wat de Bank medio 2007 bekend was (althans had kunnen en moeten zijn) over de beleggingsdoelstelling van [appellante], de kennis en ervaring op beleggingsgebied van [betrokkene] en diens risicobereidheid, - dat de Bank [appellante] daarom niet had mogen adviseren om te beleggen conform het neutrale profiel, en - dat, als de Bank zich deugdelijk had verdiept in de positie en de wensen van [appellante] en van [betrokkene], zij vermogensbeheer conform het inkomensgerichte profiel had moeten adviseren (zie rov. 3.5.10.).

12.1.12. In haar memorie van grieven (nrs. 29, 116, 131) is [appellante] ingegaan op de vraag wat inkomensgericht beleggen in 2007-2008 zou hebben betekend voor het door de Bank te beheren vermogen van [appellante]. Uit deze passages blijkt dat [appellante] er toen van uitging dat de beleggingsportefeuille dan zou zijn ingericht met 80-100% risicomijdende beleggingen en 0-20% risicodragende beleggingen (conform de brochure bij de conclusie van antwoord). Het hof betreurt het dat [appellante] naar aanleiding van tussenarrest II niettemin, uitsluitend en zonder voorbehoud, twee schadeberekeningen op basis van 100% beleggen in vastrentende waarden heeft opgenomen. Het hof zal aan deze gang van zaken consequenties verbinden in verband met de proceskosten.

*De drie (vermeend) te risicovolle fondsen*

12.2.1. In tussenarrest IV heeft het hof [appellante] in de gelegenheid gesteld om kort te repliceren waar het betreft de drie door haar ter discussie gestelde fondsen. [appellante] heeft dit gedaan in haar laatste akte, waarna de Bank in haar antwoordakte heeft gedupliceerd. Beide partijen zijn, samengevat, bij hun eerder ingenomen standpunten gebleven en hebben die nader onderbouwd.

12.2.2. Het hof stelt voorop dat [appellante] de kwestie van de (twee, nadien drie, vermeend) te risicovolle fondsen voor het eerst heeft opgeworpen in haar Memorie van Grieven (nrs. 140 e.v.). [appellante] heeft dat gedaan ter onderbouwing van haar meer subsidiaire vordering (zie rov. 3.3.2. onder (c)). Deze vordering ziet specifiek op de schade die [appellante] stelt te hebben geleden doordat de Bank in 2007 twee fondsen ten onrechte heeft opgenomen in het vastrentende deel van de (neutraal beheerde) portefeuille, waardoor de Bank volgens [appellante] haar zorgplicht heeft geschonden. De Bank heeft gemotiveerd verweer gevoerd tegen deze meer subsidiaire vordering die (gelijk de subsidiaire vordering) als zodanig niet langer aan de orde is (zie rov. 3.6.).

Inmiddels is de kwestie van de (drie, vermeend) te risicovolle fondsen relevant geworden in het kader van de vaststelling van de omvang van de door de Bank verschuldigde schadevergoeding, en meer in het bijzonder bij de invulling van de hypothetische situatie, waarin tot uitgangspunt wordt genomen dat de Bank de volledige inleg van [appellante] inkomensgericht (en voor het overgrote deel vastrentend/risicomijdend) zou hebben belegd. Naar inmiddels vaste jurisprudentie van de Hoge Raad dient de hypothetische situatie zo concreet mogelijk te worden ingevuld, aan de hand van de vraag wat de aansprakelijke (rechts)persoon zou hebben gedaan (zie o.m. HR 15 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:354 Boskalis/Zuid Holland, met verwijzingen naar eerdere uitspraken). Het ligt voor de hand om er daarbij van uit te gaan dat de aansprakelijke partij nieuwe tekortkomingen zou hebben willen vermijden. Bezien tegen deze achtergrond is daarom thans de vraag aan de orde of de Bank, als redelijk bewaame en redelijk handelende vermogensbeheerder, in het najaar van 2007 de drie betwiste fondsen zou hebben opgenomen in het vastrentende/risicomijdende deel van de inkomensgericht te beleggen portefeuille van [appellante].

12.2.3. Uit de stellingen van [appellante] volgt dat zij deze vraag negatief beantwoordt. Voert hiertoe - in hoofdzaak in navolging van haar [de deskundige] - zowel kwantitatieve als kwalitatieve argumenten aan. Een belangrijke plaats in de kwantitatieve argumentatie wordt ingenomen door de door de deskundige berekende standaarddeviatie van 6,7% (uitgaande van de, eerder genoemde, door de Bank geformuleerde bandbreedtes van jaarlijkse rendementen: -7% in een slecht jaar, 4% gemiddeld op lange termijn en 15% in een goed jaar); alleen fondsen met een standaarddeviatie gelijk aan of lager dan 6,7% komen volgens [appellante] in aanmerking bij risicomijdende beleggingen. Kwalitatieve argumenten daarvoor worden door [appellante], onder meer, ontleend aan de aard van de concrete beleggingen en de complexiteit van het fonds. Als geheel schiet de onderbouwing niettemin tekort, omdat [appellante] en haar deskundige onvoldoende rekening hebben gehouden met de - hiervoor geschetste - causaliteitscontext.

12.2.4. Dat is heel duidelijk het geval waar het gaat om het fonds (beter: contract met de Bank) *JGC MTW 100% Jan 2014* (hierna: IGC), waarvan vaststaat dat de hoofdsom aan het einde van de looptijd van zeven jaren 100% gegarandeerd is. Daarmee valt het fonds binnen de omschrijving van risicomijdende beleggingen in het kader van de beheersovereenkomst (zie rov. 12.1.9.). De deskundige stelt, als zodanig aannemelijk, dat de koers van het fonds in de tussenliggende jaren beduidend lager kan zijn dan de inleg. Als dan wordt verkocht, levert dat schade op. Die schade heeft zich in het geval van [appellante] verwezenlijkt, omdat zij de beheersovereenkomst op 4 november 2008 met onmiddellijke ingang heeft beëindigd, en de door de Bank aangekochte beleggingen daarna in opdracht van [appellante] zijn verkocht (zie rov. 3.1. onder w)). Hier is echter de hypothetische situatie aan de orde, en [appellante] heeft niet gesteld waarom ook voor die situatie moet worden uitgegaan van een tussentijdse, schade opleverende, verkoop. Uitgaande van de norm van de redelijk bewaame en redelijk handelende opdrachtnemer ligt veeleer voor de hand dat de Bank erop zou hebben toegezien dat de looptijd zou worden volgeemaakt. Daarvan uitgaande, en van de omschrijving van de risicomijdende beleggingen in de beheersovereenkomst/brochure, vormt wat [appellante] heeft gesteld geen reden om ervan uit te gaan dat de Bank in 2007 het IGC-fonds niet zou hebben opgenomen in het vastrentende/risicomijdende deel van een inkomensgericht te beleggen [appellante]-portefeuille. 12.2.5. Ook in verband met de andere twee fondsen (*Western Asset Global Multi Sector Fund* en *Orange ONDP A*) volstaan [appellante] en haar deskundige in hoofdzaak met meer algemene beschouwingen over de kenmerken van de fondsen, waarmee zij onvoldoende aansluiten op de concrete - op de situatie in het najaar van 2007 betrekking hebbende - vraag die ter beantwoording voorligt. Zo besteedt [appellante] veel aandacht aan de aan het einde van 2008 opgetreden schade, dit in hoofdzaak - partijen zijn het daarover wel eens - naar aanleiding van ontwikkelingen op de beurs en in de financiële sector in Amerika en elders in de wereld in de tweede helft van 2008. [appellante] gaat onvoldoende in op de vanuit het causaliteitsperspectief veel relevantere financieel-economische situatie in de tweede helft van 2007 en op de verwachtingen voor de toekomst op dat moment. (Mede) op basis daarvan zou de Bank in de hypothetische situatie immers hebben beslist om de fondsen - al dan niet - aan te kopen ten behoeve van [appellante]. De Bank heeft, verwijzend naar de situatie in 2007, als verweer gesteld dat het *Western Asset*-fonds een risicoprofiel nastreefde dat paste bij vastrentende waarden en dat de feitelijke koersontwikkeling van het fonds vanaf de oprichting in 1996 een gemiddelde standaarddeviatie had gehad die vergelijkbaar was met die van vastrentende waarden (5,5%). In verband met het *Orange*-fonds heeft de Bank aangevoerd: (a) dat dit fonds in de periode van mei 2006 tot en met november 2007 een standaarddeviatie had gehad van 2,3%, en (b) dat het fonds sterk vergelijkbaar was met een ander fonds (*HFRI Fund of Funds Conservative Index*) waarvan de historische standaarddeviatie vanaf 1990 3,4% had bedragen. Het standpunt van de Bank komt erop neer dat zij, uitgaande van de historische en van de meer recente gegevens waarover zij in 2007 beschikte, de twee hier aan de orde zijnde fondsen niet alleen feitelijk zou hebben aangemerkt als vastrentend/risicomijdend, maar dat als redelijk bewaame en redelijk handelende opdrachtnemer in het kader van de beheersovereenkomst ook zou hebben mogen doen. [appellante] wijst er in reactie op deze stellingen op dat, kort gezegd, in het verleden bereikte resultaten geen garantie bieden voor de toekomst, en dat rekening moet worden gehouden met het risico dat de koers van een fonds meer gaat dalen dan tot dan toe het geval is geweest. Dit laatste is als zodanig juist. Anderzijds, en daar wijst de Bank ook op, is het heel gebruikelijk - welhaast onvermijdelijk - dat beleggingsbeslissingen (mede) worden gebaseerd op vanuit het verleden naar de toekomst doorgetrokken lijnen. [appellante] heeft onvoldoende onderbouwd waarom de Bank dit laatste niet zou hebben gedaan - en als vermogensbeheerder ten behoeve van [appellante] zou hebben mogen doen - in verband met de twee hier aan de orde zijnde fondsen. Het hof herhaalt dat het gaat om een (hypothetische) aankoop in de tweede helft van 2007 en dat de gebeurtenissen waardoor [appellante], naast vele andere beleggers, is geschaad eerst dateren uit de tweede helft van 2008.

Ook voor de *Western Asset-* en *Orange-fondsen* geldt daarom dat geen reden is gebleken om ervan uit te gaan dat de Bank als redelijk bekwaame en redelijk handelende vermogensbeheerder deze fondsen in 2007 niet zou hebben opgenomen in het vastrentende/risicomijdende deel van een inkomensgericht te beleggen [appellante]-portefeuille.

12.2.6. Aan het voorgaande kan worden toegevoegd dat de Bank deugdelijk gemotiveerd heeft aangevoerd - aan de hand van het voorbeeld van de boven pari aangekochte en van de door rentestijgingen onder pari gerakende obligatie - dat ook bij vastrentende beleggingen onder omstandigheden vermogensverlies kan ontstaan. Evenzeer heeft de Bank deugdelijk gemotiveerd aangevoerd dat een belegging als vastrentend kan worden aangemerkt, ook al levert zij geen rente-inkomsten op (en wordt het rendement enkel bereikt door een stijging van de intrinsieke waarde van de belegging). De andersluidende stellingen van [appellante] zijn daarmee afdoende weerlegd. [appellante] houdt te zeer vast aan de letterlijke betekenis van 'vastrentend' en miskent daarmee dat in de toepasselijke brochure inmiddels een andere term ('risicomijdend') wordt gebruikt en dat ook de aanduiding van de voorbeelden is uitgebreid (zie rov. 12.1.8.).

12.2.7. Het hof oordeelt, al met al, dat [appellante], gezien de relevante context en in het licht van de verweren van de Bank, haar stellingen over de te risicovolle fondsen onvoldoende heeft onderbouwd. Alleen al gelet hierop komt het hof niet toe aan bewijslevering ([appellante] heeft ook geen voldoende specifiek bewijsaanbod gedaan).

Het hof zal er hierna van uitgaan dat de drie genoemde fondsen passen in het risicomijdende deel van een vanaf de tweede helft van 2007 inkomensgericht te beleggen portefeuille. Er is daarom geen reden om deze fondsen bij de schadeberekening (en in het bijzonder bij de invulling van de hypothetische situatie) buiten beschouwing te laten.

#### *De schadeberekening*

12.3.1. Het hof stelt in verband met de schadeberekening voorop dat [appellante] in haar akte van 7 mei 2019 heeft aangegeven dat zij een deskundige heeft ingeschakeld om het rendement op de modelportefeuille te berekenen. Gelet op deze berekening en gelet op de inbreng van de Bank, zou het hof volgens [appellante] kunnen beoordelen of het hof op basis van de over en weer ingenomen stellingen en het aangedragen bewijs in staat is om zelf de omvang van de schade te bepalen, zodat een kostbaar en potentieel tijdrovend deskundigenrapport zou kunnen worden voorkomen. Het hof heeft dit voorstel gehonoreerd in tussenaarrest III.

12.3.2. [appellante] heeft daarop in haar akte van 3 september 2019, onder verwijzing naar het eerder genoemde rapport van [de deskundige], de resultaten van twee rendementsberekeningen gepresenteerd: een resultaat waarin de drie (vermeend) te risicovolle fondsen buiten beschouwing zijn gelaten en een resultaat met inbegrip van deze fondsen, maar beide berekeningen uitgaande van 100% vastrentende/risicomijdende beleggingen.

Deze beide berekeningen vormen, gelet op de gekozen uitgangspunten en de daarover in het voorgaande gegeven oordelen, geen goede basis voor de schadeberekening. Daar komt bij dat in de akte van [appellante] uitsluitend de resultaten van de berekeningen worden gepresenteerd, voorzien van een summiere toelichting en dat ook het deskundigenrapport (prod. 41) geen inzichtelijke berekeningen bevat. De deskundige heeft in verband met de portefeuille met inbegrip van de drie fondsen vermeld: (1) het (volgens hem) in november 2007 vastrentend belegde bedrag en (2) de waarde (volgens hem) van de vastrentende beleggingen op 4 november 2008, en concludeert vervolgens (3) dat die waarde is gedaald tot 92,3% van de oorspronkelijke waarde. Daarop aansluitend heeft [appellante] in haar akte gesteld dat het rendement op de modelportefeuille met inbegrip van de drie fondsen -7,7% zou zijn geweest. De akte noch het deskundigenrapport maken inzichtelijk op welke wijze dit rendementscijfer tot stand is gekomen.

12.3.3. In haar laatste akte heeft de Bank de resultaten van een eigen rendementsberekening gepresenteerd (prod. 6), waarin de - door de Bank voorgestane, maar door het hof verworpen - verdeling in 80% vastrentende/risicomijdende en 20% zakelijk waarden/risicodragende beleggingen wordt gehanteerd. Deze berekening vormt daardoor evenmin een goede basis voor de schadeberekening.

12.3.4. De Bank heeft ook al eerder, in haar akte van 29 oktober 2019, de resultaten van een eigen rendementsberekening gepresenteerd (prod 1). In die berekening heeft de Bank de drie (vermeend) te risicovolle fondsen meegenomen en is zij uitgegaan van een verdeling in 90% vastrentende/risicomijdende en 10% zakelijk waarden/risicodragende beleggingen. Deze berekening sluit daarmee volledig aan op de hiervoor gegeven oordelen. Daar komt bij dat de Bank, anders dan [appellante], toen een volledige berekening heeft gepresenteerd, waarin zij heel concreet heeft laten zien hoe zij, op basis van de ontwikkelingen van maand tot maand, het rendement op het risicomijdende/vastrentende deel van de portefeuille en het rendement op het risicodragende/zakelijke waarden-deel van de portefeuille heeft berekend, en vervolgens het rendement van een 90-10-verdeelde modelportefeuille (door haar gesteld op -12,94%). Uit de omstandigheid dat de Bank later nog een tweede berekening heeft gepresenteerd, volgt niet dat zij haar eerste rendementsberekening ondeugdelijk acht voor het geval moet worden uitgegaan van de genoemde 90-10-verdeling. In haar laatste akte (en in prod. 6) heeft de Bank, uitgaande van die verdeling, juist nadrukkelijk en zonder voorbehoud verwezen naar haar eerste berekening.

12.3.5. [appellante] heeft in haar akte van 14 juli 2020 kritische kanttekeningen geplaatst bij de eerste berekening van de Bank, met name waar het gaat om het door de Bank gehanteerde (negatieve) rendementscijfer voor de risicodragende/zakelijke waarden-beleggingen.

Deze kritiek heeft [appellante] echter onvoldoende onderbouwd. Het hof overweegt daartoe dat de berekening van het rendement van de modelportefeuille is gebaseerd op een aantal aannames, die niet hoeven overeen te stemmen - en ten dele ook niet zullen overeenstemmen - met de werkelijkheid. In die berekening wordt ook gewerkt met gewogen gemiddelden, waaruit daarna het rendement van de denkbeeldige portefeuille wordt afgeleid. Dat de werkelijke beleggingsresultaten in 2007-2008 anders zijn geweest is daarom, zonder nadere toelichting die niet wordt gegeven, niet per se opvallend. Dat dergelijke verschillen bestaan ligt veeleer in de lijn der verwachting. Dat de berekening van de Bank (als dat het geval zou zijn; het staat niet vast) betrekking heeft op een iets te ruim genomen periode (enkele weken aan het begin en enkele weken aan het einde ervan) doet als zodanig evenmin af aan de betrouwbaarheid van de berekening. [appellante] heeft niet gesteld noch is anderszins gebleken dat zich juist in de eerste weken van oktober 2007 en/of in de laatste weken van november 2008 zodanige ontwikkelingen in de koersen van beleggingen hebben voorgedaan, dat de berekening over de totale periode (als die iets te ruim zou zijn genomen) significant kan zijn beïnvloed.

Daar komt bij dat, zoals uit de overgelegde producties (o.m. prod. 1.9, 1.12, 5.2, 16.2, 16.3 inl.dagv.; prod. 37 mvg) blijkt, [appellante] een nauwkeurig inzicht heeft in de opbouw en het verloop van haar beleggingsportefeuille in de periode van oktober 2007 tot in november 2008. Daarnaast heeft ook de Bank in het kader van haar verweer het nodige cijfermateriaal aangeleverd. Op basis van dit een en ander is [appellante] in staat geweest om, eventueel met behulp van haar deskundige, haar kritiek op het genoemde rendementscijfer (en op de eerste berekening van de Bank in het algemeen) meer concreet en uitgebreid te onderbouwen.

12.3.6. Een dergelijke onderbouwing had des te meer van [appellante] mogen worden verwacht, nu juist zij heeft aangedrongen op een ruime mate aan zelfwerkzaamheid van partijen teneinde een deskundigenbenoeming door het hof overbodig te maken. Het hof ziet daarom geen aanleiding om, zoals door [appellante] verzocht, alsnog een deskundige te benoemen en wijst dat verzoek af.

12.3.7. Het hof heeft eerder (zie rov. 3.7.2.) vastgesteld dat voor de werkelijke situatie van [appellante] tot uitgangspunt moet worden genomen dat zij een verlies heeft geleden van € 954.816,10. Voor de hypothetische situatie zal het hof, gelet op het voorgaande, de eerste berekening van de Bank volgen. Dit betekent dat het hof ervan uitgaat dat ook in de hypothetische situatie schade zou zijn ontstaan voor [appellante], namelijk tot het door de Bank berekende bedrag van € 557.159,63. Uitgaande van deze beide cijfers bedraagt de schadevergoeding waarop [appellante] op grond van haar primaire vordering jegens de Bank aanspraak kan maken (€ 954.816,10 -/€ 557.159,63 =) € 397.656,47.

*Ten slotte* 12.4.1. Het hof heeft in tussenaarrest II geoordeeld dat grief 1 faalt (rov. 3.1.), dat grief 2 slaagt (rov. 3.5.12.) en dat de grieven 3-7 verder buiten beschouwing kunnen blijven (rov. 3.6.). Het hof blijft bij deze beslissingen. Gelet op de tot nu toe genomen en de hierna te nemen beslissingen slagen de grieven 8 tot en met 13. Het hof zal de vonnissen waarvan beroep vernietigen (met uitzondering van de proceskostenbeslissingen in het vonnis van 28 september 2016).

12.4.2. Het hof zal, op basis van de primaire vordering onder (a), voor recht verklaren dat de Bank voorafgaand aan het sluiten van de beheersovereenkomst haar bijzondere zorgplicht jegens [appellante] heeft geschonden en toerekenbaar is tekortgeschoten in de nakoming van haar contractuele verplichtingen jegens [appellante]. Het hof zal de Bank daarnaast veroordelen tot betaling aan [appellante] van een bedrag van € 397.656,47, dit bedrag te verminderen met het bedrag (aan hoofdsom) dat de Bank op grond van het eindvonnis in eerste aanleg reeds heeft betaald. heeft aanspraak gemaakt op vergoeding van wettelijke rente over de schadevergoeding vanaf 4 november 2008 tot aan de dag van algehele voldoening. De vordering is niet (voldoende gemotiveerd) weersproken en zal eveneens worden toegewezen. maakt daarnaast, kennelijk op basis van het bepaalde in artikel 6:96 BW, aanspraak op vergoeding van kostenbijdragen ad € 550,- wegens de procedures bij de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening en de Commissie van beroep FD van het KiFiD, met wettelijke rente vanaf 26 maart 2013. Ook deze vordering is niet (voldoende gemotiveerd) weersproken en zal worden toegewezen. heeft, zoals gebruikelijk, gevorderd om het te wijzen arrest voor zover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad te verklaren. De Bank heeft het hof verzocht om deze vordering af te wijzen. De daarvoor aangevoerde argumenten geven het hof geen aanleiding om dit verzoek toe te wijzen. Het hof zal inzake de uitvoerbaar bij voorraad-verklaring beslissen als na te melden.

12.4.3. Het hof zal de Bank als de overwegend in het ongelijk gestelde partij veroordelen in de kosten van het hoger beroep aan de zijde van [appellante]. Deze kosten zullen worden vastgesteld op:

- exploitkosten € 84,60

- griffierecht € 5.200,-

totaal verschotten € 5.284,60

en voor salaris advocaat overeenkomstig het liquidatietarief:

3 punten x € 4.851,- (tarief VII) € 14.553,-

Tarief VII is in overeenstemming met de toe te wijzen hoofdsom. Inzake de aktewisseling na tussenarrest II wordt geen kostenveroordeling uitgesproken (zie rov. 12.1.12.). Het hof zal de nakosten begroten op € 163,- indien geen betekening plaatsvindt, dan wel op € 248,- vermeerderd met de exploitkosten indien niet binnen veertien dagen na de datum van dit arrest is voldaan aan de bij dit arrest uitgesproken veroordelingen en betekening van dit arrest heeft plaatsgevonden. De door [appellante] gevorderde wettelijke rente over de proceskosten met nakosten zal op na te melden wijze worden toegewezen.

### *13 De uitspraak*

Het hof:

vernietigt de vonnissen waarvan beroep, met uitzondering van de beslissingen inzake de proceskosten in het vonnis van 28 september 2016;

en in zoverre opnieuw rechtdoende:

verklaart voor recht dat de Bank voorafgaand aan het sluiten van de beheersovereenkomst haar bijzondere zorgplicht jegens [appellante] heeft geschonden en toerekenbaar is tekortgeschoten in de nakoming van haar contractuele verplichtingen jegens [appellante];

veroordeelt de Bank tot betaling van een bedrag van € 397.656,47 aan [appellante], dit bedrag te verminderen met het bedrag dat de Bank op grond van het eindvonnis in eerste aanleg reeds heeft betaald, en te vermeerderen met de wettelijke rente vanaf 4 november 2008 tot aan de dag van algehele voldoening;

veroordeelt de Bank tot betaling van een bedrag van € 550,- aan [appellante], dit bedrag te vermeerderen met de wettelijke rente vanaf 26 maart 2013;

veroordeelt de Bank in de proceskosten van het hoger beroep, en begroot die kosten tot op heden aan de zijde van [appellante] op € 5.284,60 aan verschotten en op € 14.553,- aan salaris advocaat, en voor wat betreft de nakosten op € 163,- indien geen betekening plaatsvindt, dan wel op € 248,- vermeerderd met de exploitkosten indien niet binnen veertien dagen na de datum van dit arrest is voldaan aan de bij dit arrest uitgesproken veroordelingen en betekening van dit arrest heeft plaatsgevonden;

en bepaalt dat de bedragen aan verschotten en salaris advocaat binnen veertien dagen na de dag van deze uitspraak en het bedrag van € 163,- binnen veertien dagen na de dag van deze uitspraak dan wel het bedrag van € 248,- vermeerderd met exploitkosten binnen veertien dagen na de dag van betekening moeten zijn voldaan, bij gebreke waarvan deze bedragen worden vermeerderd met de wettelijke rente als bedoeld in artikel 6:119 BW daarover vanaf het einde van voormelde termijn tot aan de dag der voldoening;

verklaart dit arrest voor zover het veroordelingen bevat uitvoerbaar bij voorraad;

wijst af het meer of anders gevorderde.

Dit arrest is gewezen door mrs. H.A.G. Fikkers, W.J.J. Beurskens en J.M.W. Werker en in het openbaar uitgesproken door de rolraadsheer op 8 juni 2021.

griffier rolraadsheer