

ECLI:NL:PHR:2018:702

Instantie Parket bij de Hoge Raad

Datum conclusie 08-06-2018

Datum publicatie 29-06-2018

Zaaknummer 17/04328

Rechtsgebieden Civiel recht

Bijzondere kenmerken -

Inhoudsindicatie

Financieel recht. Verbintenissenrecht. Vermogensbeheerder aansprakelijk wegens te risicovol beleggen? Vermogensbeheerovereenkomst tussen partijen. Later gaat beheerder beleggen in hedge- en feeder-funds. In 2012 gaan partijen uiteen. Cliënt spreekt vermogensbeheerder aan voor schade door beleggen buiten het afgesproken mandaat. Rechtbank en hof wijzen vordering af bij gebreke van oorzakelijk verband: belegger heeft geen aanknopingspunt verschaft voor de bepaling van zijn financiële positie ingeval wél binnen het mandaat zou zijn belegd. In cassatie motiveringsklachten van cliënt tegen dit oordeel. Voorwaardelijk incidenteel cassatiemiddel over passeren essentiële stellingen van bank.

Vindplaatsen Rechtspraak.nl

Conclusie

Zaaknr: 17/04328

mr. W.L. Valk

Zitting: 8 juni 2018

Conclusie inzake:

[eiser]

tegen

Theodoor Gilissen Bankiers N.V.

Partijen worden hierna verkort aangeduid als respectievelijk of de bank.

Deze zaak betreft de (inmiddels beëindigde) vermogensbeheerovereenkomst tussen [eiser] en Theodoor Gilissen. Centraal staat in het principaal beroep de omvang van de stelplicht van de klant met betrekking tot schade die hij heeft geleden omdat buiten het door hem aan de bank verleende 'mandaat' is belegd en in het incidenteel beroep de omvang van dat mandaat.

1 Feiten en procesverloop

1.1. In cassatie kan van de volgende feiten worden uitgegaan:¹

- 1.1.1. [eiser] is geboren in 1941. Hij is werkzaam geweest als freelance fotograaf.
- 1.1.2. In de jaren negentig van de vorige eeuw is [eiser] vermogen gaan beleggen via Theodoor Gilissen. Nadat [eiser] had laten weten dat hij overwoog zijn beleggingsrelatie met Theodoor Gilissen te beëindigen, heeft Theodoor Gilissen op 15 augustus 1997 een beleggingsvoorstel gedaan, op basis van de in dat voorstel concreet beschreven financiële positie van [eiser]. Volgens het voorstel zou een portefeuille worden opgebouwd die door Theodoor Gilissen zou worden beheerd, en die zou zijn gericht op vermogensgroei op langere termijn, met een gemiddelde risicoacceptatie en volgens de beleggingsfilosofie van Theodoor Gilissen. Naast deze beheerportefeuille zou een daarvan geheel los staande adviesportefeuille worden samengesteld. Nadat [eiser] op dit voorstel had gereageerd, hebben Theodoor Gilissen en [eiser] op 7 november 1997 een vermogensbeheerovereenkomst gesloten waarin staat dat met de beheerportefeuille vermogensgroei op langere termijn wordt beoogd, met bandbreedtes voor zakelijke waarden op de lange termijn tussen 60% en 90%. Vervolgens zijn naar de beheerrekening effecten overgeboekt met een waarde van circa fl. 1.250.000. Daarnaast bestond tussen partijen een beleggingsadviesrelatie met een adviesportefeuille.
- 1.1.3. In een gesprek op 17 december 1998 is aan de orde geweest dat [eiser] aandelen Fortis Amev zou overboeken naar de beheerportefeuille, waarna deze richting de modelportefeuille zou worden getransformeerd. Het aandeel van de zakelijke waarden in de beheerportefeuille zou tussen de 70% en 100% komen te liggen. De vastrentende waarden zouden geen onderdeel meer uitmaken van de vermogensbeheerportefeuille.
- 1.1.4. Op 26 augustus 2002 hebben [eiser] en Theodoor Gilissen met elkaar gesproken over de financiële situatie van [eiser], en als doel geformuleerd dat diens financiële problemen op korte termijn werden opgelost. In het verslag van dit gesprek wordt signaleerd dat [eiser] nog maar een belegbaar vermogen heeft van € 400.000, waar een uitgavenpatroon tegenover staat van € 200.000 per jaar. Aan [eiser] is geadviseerd zijn uitgaven drastisch te reduceren en, mede in verband met de compensabele verliezen in zijn onderneming, voor inkomsten uit arbeid te zorgen. [eiser] zelf heeft geconcludeerd dat hij eerst zijn woning te Baarn moest verkopen en daarna zijn huis te Gorssel.
- 1.1.5. Bij fax van 15 oktober 2002 heeft [eiser] Theodoor Gilissen bericht dat zijn accountant zich de vraag stelt of het rechtvaardig is dat Theodoor Gilissen [eiser] de ontstane situatie volledig aanrekent, terwijl Theodoor Gilissen de situatie heeft zien ontwikkelen tot wat ze is. Volgens [eiser] verleende hij voldoende dekking voor zijn schulden door de vestiging van een recht van hypotheek ten laste van zijn woning te Baarn, de verkoop van zijn huis in Gorssel en de overboeking van ongeveer 5500 aandelen Fortis. Bovendien zou [eiser] zijn inkomsten verhogen door de fotografie weer meer actief te gaan uitoefenen.
- 1.1.6. Op 25 oktober 2002 heeft [eiser] een inventarisatieformulier van Theodoor Gilissen ingevuld. In dat formulier verklaart [eiser] dat hij een diepgaande kennis van aandelen heeft, dat hij meer dan drie jaar ervaring heeft met beleggingen in aandelen, dat hij zijn portefeuille per kwartaal bekijkt, dat hij bereid is een hoog risico te nemen met het oog op een zo hoog mogelijk rendement, dat hij rustig afwacht als de waarde van zijn portefeuille in een jaar met meer dan 30% daalt, dat hij bij langdurige daling van de waarde van zijn aandelen vaker zal overleggen met zijn adviseur, dat hij met geleend geld belegt om op die wijze extra rendement te behalen en dat hij met zijn beleggingen substantiële groei beoogt. Een beslissing over een wijziging van de samenstelling van zijn portefeuille naar meer offensief met meer neerwaarts risico, zou [eiser] laten afhangen van het advies daarover. Zijn beleggingshorizon was meer dan tien jaar, en [eiser] was erg afhankelijk van zijn belegd vermogen om in zijn levensonderhoud te voorzien. Ander inkomen had [eiser] niet, en hij belegde tussen de 25% en 50% van zijn voor belegging beschikbaar vermogen bij Theodoor Gilissen. Op basis van deze antwoorden en van de eerder met hem gemaakte afspraken heeft Theodoor Gilissen [eiser] op 3 december 2002 bericht dat zijn beleggingsprofiel was bepaald op 20% obligaties en/of liquiditeiten en 80% aandelen (offensief).

- 1.1.7. In haar brief van 27 oktober 2003 heeft Theodoor Gilissen afspraken vastgelegd die strekten tot een verbetering van de financiële positie van [eiser], te weten de overdracht van zijn aandeel in een gemeenschappelijke eigendom met zijn broers aan een van de andere mede-eigenaars, verkoop van de woning te Gorssel, verkoop van certificaten Fortis, omzetting van zijn schuld aan Theodoor Gilissen van ca. € 740.000 in een schuld met vast karakter, en eventuele verkoop van zijn woning te Baarn als in 2004 de fotografie-inkomsten niet van de grond kwamen.
- 1.1.8. In november 2004 is de moeder van [eiser] overleden. [eiser] erfde daardoor aandelen Fortis en een aandeel in de woning van zijn moeder.
- 1.1.9. Bij e-mail van 21 april 2005 heeft [eiser] opdracht gegeven om zijn beheerportefeuille zo spoedig mogelijk af te bouwen, waartoe [eiser] onder meer aanvoerde dat de resultaten van deze portefeuille bijzonder teleurstellend waren. Een dag later heeft [eiser] deze opdracht ingetrokken.
- 1.1.10. Bij brief van 30 augustus 2005 heeft Theodoor Gilissen een beleggingsvoorstel aan [eiser] gedaan. In dit voorstel staat dat de beleggingsdoelstelling van [eiser] is het genereren van inkomsten die nodig zijn voor het voorzien in zijn levensonderhoud à ten minste € 70.000 per jaar, bij een middellange beleggingshorizon (vijf tot tien jaar). Er werd een defensief profiel dan wel een gematigd defensief profiel voorgesteld. [eiser] heeft dit voorstel niet geaccepteerd.
- 1.1.11. Eind 2005 had [eiser] in zijn beheerportefeuille € 550.000 à € 600.000 belegd.
- 1.1.12. Medio 2006 heeft [eiser] zijn debetstand bij Theodoor Gilissen vergroot teneinde de aankoop van een woning/kantoor voor zijn zoon te kunnen financieren.
- 1.1.13. Vanaf 2007 heeft Theodoor Gilissen belegd in hedge funds en feeder funds (door Theodoor Gilissen 'alternative equity' genoemd) en in vastrentende waarden (door Theodoor Gilissen aangeduid met de term 'alternative fixed income').
- 1.1.14. In een verslag van een gesprek van 12 oktober 2007 wordt de financiële positie van [eiser] beschreven. In het verslag staat ook dat Theodoor Gilissen verschillende adviezen aan [eiser] heeft verstrekt die [eiser] niet of niet zonder meer wil opvolgen en dat het niet tot een (goed) gesprek is gekomen over het risicoprofiel van [eiser] in relatie tot zijn onttrekkingen.
- 1.1.15. Op 29 februari 2008 hebben [eiser] en Theodoor Gilissen met elkaar gesproken over het terugbrengen van de debetstand in de beheerportefeuille, de onttrekkingen door [eiser], de noodzaak om een goede financiële planning te maken, de verslechterde marktomstandigheden, de onwenselijkheid van de omvangrijke positie van [eiser] in Fortis-stukken, de noodzaak om het vermogen minder risicovol te beleggen in verband met de financiële behoefte van [eiser] en het huis in Gorssel. Deze onderwerpen zijn ook besproken op 25 maart 2008. Voorts is besproken dat er geen verbetering in de financiële situatie van [eiser] was opgetreden. Opnieuw is [eiser] geadviseerd een financiële planning tot stand te brengen.
- 1.1.16. In een verslag van een gesprek van 26 juni 2008 staat dat er volgens de zogenaamde 'potjestheorie' meer vermogen in de beheerportefeuille belegd had moeten worden tegen een nader te bepalen risicoprofiel, en minder in de adviesportefeuille, en dat er meer liquiditeiten hadden moeten worden aangehouden. Volgens het verslag begreep [eiser] dat, maar voelde hij niet voor een grotere beheerportefeuille omdat hij betwijfelde of Theodoor Gilissen een goed beleid voerde. Ook is volgens het verslag weer gesproken over de verkoop van de woning in Gorssel.
- 1.1.17. In de beheerportefeuille heeft [eiser] per saldo in de periode van 2005 tot begin 2012 een verlies geleden van ongeveer € 200.000.
- 1.1.18. Bij brief van maart 2011 heeft [eiser] zich er jegens Theodoor Gilissen over beklagd dat de beheerportefeuille te risicovol belegd is geweest, wat niet zou passen bij het feit dat hij van dit vermogen moet leven. Het feit dat de risico's zich hebben gerealiseerd en zijn vermogen zeer aanzienlijk is verminderd, zou [eiser] hebben genoodzaakt zijn woning te

Baarn te verkopen.

1.1.19. In april 2012 is de relatie tussen partijen beëindigd.

1.2. [eiser] heeft Theodoor Gilissen op 8 augustus 2014 gedagvaard voor de rechtbank Amsterdam en gevorderd dat Theodoor Gilissen wordt veroordeeld tot betaling van een bedrag van € 792.681,48, te vermeerderen met wettelijke rente, alsmede tot betaling van buitengerechtelijke kosten en proceskosten. [eiser] heeft aan zijn vorderingen ten grondslag gelegd dat Theodoor Gilissen tekort is geschoten in de nakoming van haar verplichtingen uit de vermogensbeheerovereenkomst en beleggingsadviesovereenkomst. De rechtbank heeft bij vonnis van 25 november 2015 de vorderingen van [eiser] afgewezen.

1.3. [eiser] heeft op 22 februari 2016 hoger beroep ingesteld bij het gerechtshof Amsterdam. [eiser] heeft zijn vordering in hoger beroep verminderd tot een bedrag in hoofdsom van € 208.387,57, ziende op een tekortkoming van Theodoor Gilissen in de nakoming van haar verplichtingen uit (enkel nog) de vermogensbeheerovereenkomst. Het hof heeft de vorderingen van [eiser] bij arrest van 6 juni 2017 afgewezen. Het hof heeft daartoe, kort samengevat, het volgende overwogen:

a. Indien veronderstellenderwijs tot uitgangspunt wordt genomen dat Theodoor Gilissen jegens [eiser] een zorgplicht heeft geschonden, omdat Theodoor Gilissen gelet op de persoon en wensen van [eiser], alsmede de aard en omvang van diens vermogen, [eiser] indringend had moeten waarschuwen, geldt dat [eiser] onvoldoende heeft gesteld over het oorzakelijk verband tussen de tekortkoming en de schade (onder 3.2).

b. De vordering tot schadevergoeding die berust op de stelling dat Theodoor Gilissen buiten het mandaat heeft belegd in alternatieve beleggingen, stuit erop af dat niet is gesteld of gebleken dat de schade een gevolg is van deze tekortkoming. Het hof is van oordeel dat Theodoor Gilissen weliswaar buiten het mandaat heeft belegd, maar [eiser] heeft geen aanknopingspunt verschaft voor de bepaling van de financiële positie waarin hij verkeerd zou hebben indien Theodoor Gilissen conform het mandaat zou hebben belegd. Het hof is daardoor, en ook gelet op het door [eiser] onvoldoende weersproken betoog dat alleen verlies is geleden op de beleggingen in het Factor Credit Value Fund, buiten staat om vast te stellen of schade is geleden door [eiser] ten gevolge van de tekortkoming van Theodoor Gilissen (onder 3.3).

1.4. [eiser] heeft op 6 september 2017, derhalve tijdig, cassatieberoep ingesteld. Theodoor Gilissen heeft bij verweerschrift geconcludeerd tot verwerping van het principaal cassatieberoep en voorwaardelijk incidenteel cassatieberoep ingesteld. [eiser] heeft bij verweerschrift in het voorwaardelijk incidenteel cassatieberoep geconcludeerd tot verwerping van het voorwaardelijk incidenteel cassatieberoep. Beide partijen hebben hun standpunten schriftelijk toegelicht. Bij die gelegenheid heeft [eiser] zich met betrekking tot het voorwaardelijk incidenteel cassatieberoep alsnog gerefereerd aan het oordeel van uw Raad. Vervolgens hebben partijen gerepliceerd en gedupliceerd.

2 Bespreking van het principaal cassatieberoep

2.1. Het cassatiemiddel in het principaal beroep richt zich met drie onderdelen tegen rechtsoverweging 3.3 van het arrest van het hof. Die overweging luidt:

‘3.3 Ook de vordering tot schadevergoeding die berust op de stelling dat Theodoor Gilissen buiten het afgesproken mandaat heeft belegd in alternatieve beleggingen, stuit af op het feit dat gesteld noch gebleken is dat de schade van [eiser] een gevolg van deze tekortkoming is. Naar het oordeel van het hof heeft Theodor Gillissen weliswaar buiten het in 2002 overeengekomen mandaat belegd in hedge funds en feeder funds, maar [eiser] heeft op geen enkele wijze een aanknopingspunt verschaft voor de bepaling van de financiële positie waarin hij zou hebben verkeerd als Theodoor Gilissen de beheerportefeuille steeds had ingericht conform het mandaat, derhalve overwegend in aandelen en voor het overige in vastrentende waarden en liquiditeiten. Daardoor is het hof, ook gelet op het door [eiser] onvoldoende weersproken betoog van Theodoor Gilissen dat alleen op de beleggingen in het Factor Credit Value Fund verlies is geleden, buiten staat om vast te stellen dat [eiser] door deze tekortkoming van Theodoor Gilissen schade heeft

geleden en kan daarvan dus niet worden uitgegaan. De grieven van [eiser] falen ook in zoverre.'

2.2. Het eerste onderdeel bestaat uit twee subonderdelen. [eiser] betoogt *onder 1.1* dat hij in de inleidende dagvaarding heeft gesteld dat hij in de situatie gebracht moet worden alsof de fout van Theodoor Gillissen niet heeft plaatsgevonden en dat hij in dat kader in paragraaf 124-126 van de inleidende dagvaarding de volgende stellingen heeft betrokken:

deze positie moet worden vastgesteld met behulp van een abstracte schadeberekening, zijnde aan de hand van een benchmark, en dat dit in overeenstemming is met vaste rechtspraak, waarbij is verwezen naar HR 3 februari 2012, NJ 2012/95;

de schade moet worden begroot door de waarde van de portefeuilles vanaf 1 oktober 2005 te vergelijken met een benchmark die in overeenstemming met de brief van Theodoor Gilissen van 30 augustus 2005 bestaat uit 20% zakelijke waarden en 80% vastrentende waarden;

voor de zakelijke waarden moet de MSCI World, als meest gangbare benchmark, worden gebruikt en voor de vastrentende waarden Barclays Global Aggregate Bond index, als goed gespreid en wereldwijd gebruikte benchmark voor obligaties;

dat de modelportefeuille het aanzienlijk beter gedaan heeft dan de daadwerkelijke portefeuilles, rekening houdende met de stortingen en onttrekkingen;

dat het verschil wat betreft de beheerportefeuille € 208.387,57 bedraagt, blijkens een door [eiser] als productie 20 overgelegde berekening.

Gelet op deze stellingen is het oordeel van het hof in rechtsoverweging 3.3 volgens het subonderdeel ofwel onbegrijpelijk, ofwel onjuist omdat het hof de devolutieve werking van het appel heeft miskend.

2.3. *Onder 1.2* klaagt [eiser] dat indien het hof in rechtsoverweging 3.3 tot uiting heeft gebracht dat de schade niet aan de hand van een benchmark vastgesteld kan worden, dit oordeel onjuist of onvoldoende begrijpelijk gemotiveerd is. Het hof heeft dan miskend dat de schade ingevolge art. 6:97 BW moet worden begroot op de wijze die het meest in overeenstemming is met de aard daarvan, en dat in dit geval een benchmark, modelportefeuille of hypothetische portefeuille bij uitstek, althans in beginsel, geschikt is om de financiële positie van [eiser] vast te stellen waarin hij verkeerd zou hebben als Theodoor Gilissen niet tekort zou zijn geschoten, althans dat de schade geschat moet worden indien de omvang niet nauwkeurig vastgesteld kan worden, en dat een benchmark in een geval als het onderhavige daarvoor bij uitstek, althans in beginsel, geschikt is.

2.4. De subonderdelen 1.1 en 1.2 bespreek ik in verband met hun onderlinge samenhang tezamen.

2.5. Het hof leest in de stellingen van [eiser] twee verschillende tekortkomingen van Theodoor Gilissen wat betreft de beleggingsportefeuille (de adviesportefeuille is vanaf het hoger beroep niet meer aan de orde), namelijk (1) het verwijt dat Theodoor Gilissen haar zorgplicht jegens [eiser] heeft verzaakt en (2) het verwijt dat Theodoor Gilissen buiten het verstrekte 'mandaat' heeft belegd in alternatieve beleggingen (hedge funds en feeder funds). In rechtsoverweging 3.2 bespreekt het hof eerstbedoeld verwijt en daartegen richt zich het cassatieberoep niet. Dat beroep richt zich wel tegen rechtsoverweging 3.3, die uitsluitend het laatstbedoelde verwijt betreft. Wat het hof heeft overwogen komt erop neer dat [eiser] niet heeft voldaan aan zijn stelplicht omtrent de door hem als gevolg van de tekortkoming geleden schade. Daartegenover wijst [eiser] op hetgeen hij bij inleidende dagvaarding onder 124-126 heeft aangevoerd. Daar is het volgende te lezen:

'Schade

124. [eiser] heeft aanzienlijke schade geleden als gevolg van de handelwijze van TGB. [eiser] dient in de positie te worden gebracht alsof de fout van TGB niet zou hebben plaatsgevonden. De positie waarin [eiser] zou hebben verkeerd zonder de fout van TGB dient te worden vastgesteld met behulp van een abstracte schadeberekening. Dat betekent dat aan de hand van een benchmark zal moeten worden bepaald in welke positie [eiser] zou hebben verkeerd indien TGB geen fout zou hebben gemaakt. Deze methode van schadeberekening is in overeenstemming met vaste rechtspraak over dit onderwerp.

125. De schade van [eiser] dient te worden begroot door de waarde van de portefeuilles vanaf 1 oktober 2005 te vergelijken met een benchmark. Deze benchmark bestaat, in overeenstemming met de brief van TGB van 30 augustus 2005, voor 20% uit zakelijke waarden en voor 80% uit vastrentende waarden. Als benchmark voor zakelijke waarden dient de MSCI World te worden genomen. Dit is de meest gangbare benchmark voor aandelenbeleggingen wereldwijd. Als benchmark voor vastrentende waarden dient de Barclays Global Aggregate Bond Index te worden gebruikt. Dit is een goed gespreide en wereldwijd gebruikte benchmark voor obligaties.

126. Op basis van deze uitgangspunten en rekening gehouden met stortingen en onttrekkingen, heeft de modelportefeuille het aanzienlijk beter gedaan dan de daadwerkelijke portefeuilles van cliënt. Voor wat betreft de beheerportefeuille bedraagt het verschil € 208.387,57, voor wat betreft de adviesportefeuille bedraagt het verschil € 584.293,91 (productie 20). Hierbij is uitgegaan van een schadepriode tot en met het tweede kwartaal van 2009.'

- 2.6. Wie vervolgens productie 20 opslaat, vindt daar inderdaad een berekening die uitkomt op de in de inleidende dagvaarding onder 126 genoemde bedragen. Uit de berekening, die als startpunt 1 oktober 2005 neemt en als eindpunt 30 juni 2009, blijkt intussen dat als benchmark is gehanteerd 50% MSCI World en 50% Barclays Global Aggregate Bond Index. Ik zocht vergeefs naar een verklaring voor dit verschil tussen de berekening en de verantwoording daarvan in de inleidende dagvaarding onder 125.
- 2.7. Wat valt hier nu van te zeggen? Heeft het hof deze berekening inderdaad ten onrechte links laten liggen?
- 2.8. Vooraf merk ik op dat rechtbank, hof en partijen met het begrip 'mandaat' klaarblijkelijk op het oog hebben het geheel van de tussen partijen geldende afspraken omtrent het te voeren beleggingsbeleid. In dat verband komt het niet alleen aan op de inhoud van de oorspronkelijke vermogensbeheerovereenkomst (hiervoor onder 1.1.2), maar ook op hetgeen nadien zich tussen partijen heeft voorgedaan, alles in het licht van de Haviltexmaatstaf, dus van hetgeen partijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs hebben mogen begrijpen en verwachten.² Vanaf het begin hielden de door partijen gemaakte afspraken in dat voor het overgrote deel in zakelijke waarden zou worden belegd en slechts zeer beperkt of niet in vastrentende waarden (vergelijk hiervoor onder 1.1.2 en 1.1.3). Een beperkte bijstelling van de afspraken volgt uit de brief van Theodoor Gilissen van 3 december 2002 (hiervoor onder 1.1.6). Vanaf dat moment zou worden belegd in 20% obligaties en/of liquiditeiten en 80% aandelen. Vervolgens is door Theodoor Gilissen in augustus 2005 nog wel een wezenlijke wijziging van het beleggingsbeleid voorgesteld, met een wisseling van een offensief beleggingsprofiel naar een defensief of gematigd defensief profiel, maar [eiser] heeft dat voorstel niet geaccepteerd (hiervoor onder 1.1.10).
- 2.9. Kortom, op 1 oktober 2005 (het door [eiser] gekozen startpunt) gold een mandaat – ik volg nu de door het hof en partijen gebruikte terminologie – dat uitging van een offensief beleggingsprofiel van 20% obligaties en/of liquiditeiten en 80% aandelen (zie hiervoor onder 1.1.6). Die 20-80 is een geheel andere verhouding dan genoemd in de door het onderdeel aangeduide passage van de inleidende dagvaarding (80-20) en ook anders dan die van productie 20 (50-50). Eerst vanaf 2007 is door Theodoor Gilissen belegd in hedge funds en feeder funds. Ook wat betreft het startpunt van de berekening (1 oktober 2005) als zodanig bestaat er dus geen enkele aansluiting met een tekortkoming erin bestaande dat Theodoor Gilissen het bij haar in beheer zijnde vermogen van [eiser] mede in zogenaamde alternatieve beleggingen heeft belegd.
- 2.10. Gelet op een en ander kunnen de in subonderdeel 1.1 aangehaalde stellingen van [eiser], evenmin als de daarbij behorende berekening, niet meebrengen dat 's hofs oordeel dat [eiser] geen enkel aanknopingspunt heeft verschaft voor de bepaling van de financiële positie waarin hij zou hebben verkeerdt als Theodoor Gilissen de beheerportefeuille steeds had ingericht conform het mandaat, onbegrijpelijk is. Een zodanige bepaling veronderstelt immers – zoals het hof met het slot van de tweede volzin van rechtsoverweging 3.3 ook aanduidt – een vergelijking van het feitelijk behaalde beleggingsresultaat (in de relevante periode) met een belegging *in*

overeenstemming met het mandaat (in diezelfde periode).

- 2.11. Ik zeg het nog wat anders. Klaarblijkelijk heeft het hof de bedoelde stellingen en berekening opgevat als betrekking hebbend op schade als gevolg van de andere hiervoor onder 2.5 omschreven tekortkoming, namelijk schending van de zorgplicht. Die lezing lag alleszins voor de hand. Ervan uitgaande dat meer indringende waarschuwingen van Theodoor Gilissen [eiser] zouden hebben gebracht tot een keuze voor een defensief of gematigd defensief beleggingsprofiel, past daarbij wél een vergelijking met een benchmark die uitgaat van 80% obligaties en/of liquiditeiten en 20% aandelen of 50% obligaties en/of liquiditeiten en 50% aandelen vanaf een datum ruim voor 2007. Ook de verwijzing in de inleidende dagvaarding onder 125 naar de brief van Theodoor Gilissen van 30 augustus 2005 (hiervoor onder 1.1.10 weergegeven) gaf het hof (alle) aanleiding tot de bedoelde lezing. De stellingen van [eiser] omtrent de zorgplicht van de Theodoor Gilissen komen er immers op neer dat de bank eerder en meer indringend een min of meer defensief beleggingsprofiel had moeten adviseren. Daarbij past dat [eiser] het zijns inziens te late en niet voldoende indringend gepresenteerde advies van 30 augustus 2005 tot uitgangspunt nam van zijn berekening van de schade als gevolg van de beweerde schending van de zorgplicht.
- 2.12. ' 's Hofs oordeel is dus niet onbegrijpelijk. Dat oordeel is ook niet onjuist in het licht van de devolutieve werking van het appel. De positieve zijde van de devolutieve werking heeft uiteraard alleen betrekking op stellingen uit de eerste aanleg die ter zake doende zijn. Subonderdeel 1.1 treft geen doel.
- 2.13. Subonderdeel 1.2 mist feitelijke grondslag. Ik zie geen enkele aanleiding om in het arrest van het hof te lezen dat schade niet aan de hand van een benchmark vastgesteld kan worden. In plaats daarvan heeft het hof geoordeeld dat door [eiser] geen aanknopingspunten zijn verschaft voor een vaststelling van schade die uitgaat van het juiste uitgangspunt (dus vergelijkend met een belegging conform het mandaat).
- 2.14. *Onder 2* betoogt [eiser] dat het oordeel van het hof dat [eiser] onvoldoende heeft weersproken dat alleen op de beleggingen in het Factor Credit Value Fund verlies is geleden, rechtens onjuist of onbegrijpelijk is. Het hof heeft daarmee bovendien miskend dat feiten die zijn gesteld door [eiser] en door Theodoor Gilissen niet zijn bestreden, vast staan ingevolge art. 149 Rv. Tot zover de eerste alinea van het onderdeel. In de daarop volgende alinea's werkt [eiser] deze klachten uit met vermelding van vindplaatsen in de inleidende dagvaarding en de conclusie van antwoord.
- 2.15. Het onderdeel kan reeds geen doel treffen omdat het een overweging ten overvloede betreft. Zoals voldoende duidelijk is uit de formulering van de laatste volzin van rechtsoverweging 3.3 (let op de woorden 'ook gelet op...') heeft het hof het ontbreken van een aanknopingspunt voor een bepaling van de financiële positie waarin [eiser] zou hebben verkeerd als Theodoor Gilissen de beheerportefeuille steeds had ingericht conform het mandaat, als een zelfstandige grond voor afwijzing gebezigd.
- 2.16. Ten overvloede nog het volgende. De steller van het middel leunt zwaar op (i) stellingen in de inleidende dagvaarding onder 106 omtrent dalingen in de waarde van alternatieve beleggingen *in de tweede helft van 2008* en (ii) de hiervoor reeds besproken berekening over de periode van 1 oktober 2005 tot en met het tweede kwartaal van 2009. In het licht *daarvan* zou de stelling van Theodoor Gillissen waaraan het hof refereert, namelijk dat alleen op de beleggingen in het Factor Credit Value Fund verlies is geleden,³ geen behoorlijke betwisting inhouden van de stellingen van [eiser] omtrent ter zake van alternatieve beleggingen geleden schade. De sub i bedoelde stellingen betreffen echter slechts een korte periode en zeggen bovendien niets over de te maken vergelijking, namelijk met wat wel toegelaten beleggingen in dezelfde relevante periode deden.⁴ De sub ii bedoelde berekening gaat uit van een incorrect beleggingsprofiel en heeft een aanzienlijk te vroeg ingangstijdstip (vergelijk hiervoor onder 2.7). In dat licht dunkt mij allerminst onjuist of onbegrijpelijk dat het hof niet als vaststaand heeft aangenomen dat [eiser] ter zake van alternatieve beleggingen schade heeft geleden. Dat het hof wél heeft aangenomen dat [eiser] niet heeft weersproken dat alleen op de beleggingen in het Factor Credit Value Fund verlies is geleden, dunkt mij in hetzelfde licht evenmin onjuist of onbegrijpelijk.⁵
- 2.17. *Onderdeel 3* behelst een voortbouwklacht, die deelt in het lot van de onderdelen 1 en 2.

2.18. De slotsom is dat alle klachten in het principaal beroep falen. Ik geeft uw Raad in overweging om de zaak met toepassing van art. 81 Wet RO af te doen.

3 Bespreking van het voorwaardelijk incidenteel cassatiemiddel

- 3.1. De voorwaarde waaronder het incidenteel cassatieberoep is ingesteld, is dat het principaal cassatieberoep op enig punt slaagt. Uit het voorgaande volgt dat ik meen dat die voorwaarde niet is vervuld. Ten overvloede zal ik toch iets over het enige onderdeel van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep zeggen.
- 3.2. Ook dat onderdeel richt zich tegen rechtsoverweging 3.3 van het arrest van het hof (hiervoor onder 2.1 geciteerd). Theodoor Gilissen stelt dat het oordeel van het hof dat Theodoor Gilissen buiten het in 2002 overeengekomen mandaat heeft belegd, zonder nadere motivering onbegrijpelijk is. Theodoor Gilissen heeft in feitelijke instanties betoogd dat zij ingevolge de beheerovereenkomst van 7 november 1997, in combinatie met bijlage 2 daarbij, binnen het aan haar verstrekte mandaat zelf de beleggingen kiest die geschikt zijn om het beleggingsdoel te realiseren. [eiser] heeft alleen een opmerking van fiscale aard gemaakt, maar geen beperkingen gesteld aan de effecten of categorieën van effecten die onder het beheermandaat mogen worden gekocht. Zonder nadere motivering is onbegrijpelijk waarom dit betoog door het hof is verworpen. Indien en voor zover het oordeel van het hof aldus moet worden begrepen dat partijen in 2002 een mandaat zijn overeengekomen dat verschilde van het mandaat in 1997, is dat oordeel onbegrijpelijk, of is het hof buiten de grenzen van de rechtsstrijd getreden, althans heeft het hof de feitelijke grondslag van de vordering van [eiser] aangevuld. Geen van partijen heeft gesteld dat in 2002 een nieuw, beperkter mandaat is overeengekomen en daarover is door het hof ook niets vastgesteld. [eiser] heeft in hoger beroep naar aanleiding van hetgeen de rechtbank in rechtsoverweging 4.11 heeft overwogen, niet gesteld dat de bank een in 2002 overeengekomen mandaat heeft overschreden, maar dat Theodoor Gilissen jegens hem een informatieplicht zou hebben geschonden, en niet zelfstandig defensiever en zonder alternatieve beleggingen is gaan beleggen. Voor zover het hof met de verwijzing naar 2002 zou doelen op de brief van de bank aan [eiser] van 3 december 2002 is dit oordeel bovendien onbegrijpelijk, omdat die brief niet kan dienen als motivering van een oordeel dat in 2002 een nieuw mandaat is overeengekomen. De brief ging daar niet over, maar ging over een risicoprofiel, zodat het hof dan ten onrechte de feitelijke grondslag heeft aangevuld. [eiser] heeft niet gesteld dat daarin een nieuw mandaat is neergelegd en Theodoor Gilissen heeft gesteld dat zij in die brief heeft bevestigd dat [eiser] hetzelfde beleggingsrisico wilde kopen, welk betoog wordt ondersteund door de bewoordingen van de brief. Het in de brief genoemde profiel van 20% obligaties en/of liquiditeiten en 80% aandelen paste ook binnen de in 1997 overeengekomen bandbreedte. In elk geval kon het hof uit het enkele feit dat de brief alleen over obligaties en/of liquiditeiten en aandelen wordt gesproken, en niet expliciet over hedge funds en feeder funds, niet zonder nadere motivering oordelen dat in 2002 een nieuw mandaat is overeengekomen waaronder het beleggen in hedge funds en feeder funds niet viel. Nu het hof er niet vanuit kan gaan dat in 2002 een nieuw mandaat is overeengekomen en Theodoor Gilissen onderbouwd heeft betoogd dat zij bevoegd was te beleggen in hedge funds en feeder funds, kon het hof niet zonder nadere motivering een uitleg geven aan de brief van 2002 die erop neerkomt dat een mandaat is overeengekomen waaronder het beleggen in hedge funds en feeder funds niet viel.
- 3.3. Ik meen dat een of meer van deze klachten terecht worden voorgesteld. Ik licht dat kort toe.
- 3.4. [eiser] heeft in feitelijke instanties gesteld, kort samengevat, dat Theodoor Gilissen vanaf 2007 in toenemende mate alternatieve beleggingen heeft opgenomen in de beheerportefeuille, dat de alternatieve beleggingen blijkens informatie op de website van de AFM en lagere rechtspraak risicovol zijn, dat [eiser] geen kennis van en ervaring met alternatieve beleggingen had en dit ook aan Theodoor Gilissen heeft laten weten, alsmede dat de bank hem had moeten informeren over de kenmerken van alternatieve beleggingen.⁶ Ik ben niet geneigd in de stellingen van [eiser] te lezen dat het overeengekomen beleggingsbeleid ('mandaat') inhield dat niet in alternatieve beleggingen mocht worden belegd. Het lijkt erop dat [eiser] zich enkel op het standpunt heeft

gesteld dat Theodoor Gilissen hem beter over de risico's van alternatieve beleggingen had moeten informeren.

- 3.5. Theodoor Gilissen heeft naar aanleiding van de stellingen van [eiser] kort samengevat aangevoerd dat zij gelet op de beheerovereenkomst en de daarbij behorende bijlage 2 bevoegd was zelf de soort beleggingen te kiezen omdat [eiser] geen gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid beperkingen te stellen aan de soort financiële instrumenten die onder het beheermandaat mogen worden gekocht, dat gelet hierop – anders dan in de beleggingsadviesrelatie – een informatie- en waarschuwingsplicht ten aanzien van alternatieve beleggingen niet aan de orde was, en dat alternatieve beleggingen niet meer risico in zich herbergen dan andere.⁷
- 3.6. In het licht van dit debat dunkt mij inderdaad onbegrijpelijk en/of onvoldoende gemotiveerd 's hofs oordeel dat de belegging in alternatieve beleggingen plaatsvond 'buiten het in 2002 overeengekomen mandaat'. Het is allerminst vanzelfsprekend dat die stelling kan worden gelezen in hetgeen [eiser] heeft aangevoerd. Bovendien heeft Theodoor Gilissen gemotiveerd betoogd dat alternatieve beleggingen wel binnen het overeengekomen beleggingsbeleid (het 'mandaat') vielen. 's Hofs oordeel behoefde in ieder geval (nadere) motivering, die ontbreekt.

4 Conclusie

De conclusie strekt tot verwerping van het principaal cassatieberoep.

De Procureur-Generaal bij de
Hoge Raad der Nederlanden

A-G

¹ Vergelijk het arrest van het hof van 6 juni 2017 onder 2.3 (i) tot en met (xix).

² Vergelijk Asser/De Serière 2-IV 2018/771.

³ Waarmee het hof klaarblijkelijk doelt op de conclusie van antwoord onder 104.

⁴ Niet alleen hedge funds en feeder funds deden het in de tweede helft van 2008 slecht. Ter vergelijking: de hoogste stand van de AEX-index in de tweede helft van 2008 was op 1 juli 2008, namelijk 424,21 punten; de laagste stand was op 24 november 2008, namelijk 220,12.

⁵ Zo in het onderdeel al de *zelfstandige* klacht valt te lezen dat onjuist of onbegrijpelijk is dat het hof heeft geoordeeld dat [eiser] onvoldoende heeft weersproken dat alleen op de beleggingen in het Factor Credit Value Fund verlies is geleden, dat wil zeggen afgezien van klacht dat omgekeerd Theodoor Gillissen de stellingen van [eiser] onvoldoende had betwist en dat het hof die stellingen daarom als vaststaand diende aan te merken.

⁶ Inleidende dagvaarding onder 20-21, 61-62 en 103-104; memorie van grieven onder 2.3.3-2.3.7, 4.4.3, 4.4.16-4.4.22.

⁷ Conclusie van antwoord onder 101-106 en memorie van antwoord onder 31 en 57.
