

## Hart Advocaten: vrije hand van vermogensbeheerder?

Door Casper Westerink - 17 maart 2021



**De AFM heeft begin februari 2021 een sectorbrief gepubliceerd over de reikwijdte van individueel vermogensbeheer. De AFM geeft in deze brief aan dat beleggingsondernemingen soms een combinatie van beleggingsdiensten verlenen en niet altijd over de juiste vergunningen beschikken. De AFM licht dat toe aan de hand van drie voorbeelden.**

Over deze brief is de nodige commotie ontstaan en het nodige gezegd, maar een juridische analyse ontbreekt nog. Bij deze dus.

Laat ik beginnen met de meer principiële vraag die gesteld kan worden, namelijk of het op de weg ligt van de AFM om Europese regelgeving te interpreteren. Het begrip individueel vermogensbeheer is immers een definitie uit een Europese richtlijn (Mifid). Behalve dat het eindoordeel aan de rechter is voorbehouden, zou verwacht mogen worden dat ESMA als Europese toezichthouder haar interpretatie bekend maakt en niet de AFM. Niets ten nadele van de AFM, maar het bewaken van een Europees level playing field is van belang voor de praktijk. Vermogensbeheer in Nederland moet ook vermogensbeheer elders zijn (en vice versa).

Het begrip beleggingsdiensten kent vele varianten en in de praktijk worden drie hoofdvarianten onderscheiden:

- (i) Execution only (het opgeven of doorvoeren van orders);
- (ii) Het geven van beleggingsadvies; en
- (iii) Discretionair vermogensbeheer.

Het elementaire onderscheid tussen deze drie hoofdvormen is dat de beleggingsonderneming bij execution-only en beleggingsadvies altijd opdracht of toestemming van de cliënt nodig heeft om een effectenorder uit te voeren. Bij vermogensbeheer mag de beleggingsonderneming effectenorders voor rekening en risico van de cliënt uitvoeren, zonder voorafgaande toestemming van de cliënt. De orders die zonder voorafgaande toestemming worden uitgevoerd, dienen wel te vallen binnen het beleggingsmandaat (juridisch: de volmacht) dat de cliënt met de beleggingsonderneming is overeengekomen.

### Onduidelijk criterium

De AFM stelt in de sectorbrief dat zodra een beleggingsbeslissing ten aanzien van de individuele transactie bij de cliënt ligt, de transactie niet onder de reikwijdte van vermogensbeheer valt. Daarvan is ook sprake, indien dit op incidentele basis gebeurt. Dit is echter een onduidelijk criterium. Stel dat een cliënt aan de beleggingsonderneming verzoekt om een bepaalde effectenorder uit te voeren en de beleggingsonderneming voert die order uit, betekent dit dan dat de beleggingsbeslissing door de cliënt is genomen?

Een verzoek of een vraag van een cliënt is immers geen instructie die de vermogensbeheerder moet uitvoeren. Doet de beheerder dat wel, dan is de beheerder die de beslissing daartoe neemt. Hoewel sprake is van een publiekrechtelijke definitie, zou de AFM oog moeten hebben voor het civielrecht: de afspraken die tussen de cliënt en de beleggingsonderneming zijn gemaakt.

Hiermee bedoel ik dat er pas geen sprake meer is van vermogensbeheer, indien de vermogensbeheerder verplicht is om instructies van de cliënt over individuele transacties op te volgen. Ligt de eindbeslissing bij de vermogensbeheerder dan is sprake van vrije hand vermogensbeheer. Dat het initiatief van de cliënt komt, doet daar niet aan af.

Dan de drie voorbeelden die de AFM in haar sectorbrief noemt. In het eerste voorbeeld uit de sectorbrief gaat het om een cliënt die opdracht geeft om een derivaat af te sluiten voor hedgingdoeleinden.

De vermogensbeheerder voert deze opdracht uit maar mag zelf de timing, counterparty, prijs en de hoeveelheid bepalen. Volgt een vermogensbeheerder deze opdracht op, dan is inderdaad – in het geval van deze incidentele transactie – geen sprake van vermogensbeheer.

### Wel of geen afstemming

In het tweede voorbeeld vindt tussen de vermogensbeheerder en de cliënt overleg plaats over bepaalde beleggingen. De AFM verwijst naar de situatie waarin tussen vermogensbeheerder en verzekeraar afstemming plaatsvindt in het investeringscomité van de verzekeraar. Deze afstemming zou gebeuren met het oog op het kapitaalbeslag. Hier kan wel degelijk sprake zijn van vermogensbeheer.

Denkbaar is dat de verzekeraar het beleggingsmandaat beperkt tot financiële instrumenten (effecten) die niet of juist wel een bepaald kapitaalbeslag met zich brengen.

Het standpunt van de AFM dient dus genuanceerd te worden.

De AFM noemt in het derde voorbeeld een vermogensbeheerder die incidenteel voorafgaand aan de uitvoering van een transactie afstemt met de cliënt of een bepaalde transactie binnen het beleggingsmandaat (beleggingsbeleid valt). Ook hier geldt dat het gaat om wie de eindbeslissing neemt.

Nieuw is de 'problematiek' van een vermogensbeheerder die transacties uitvoert op verzoek van een cliënt niet. In de rechtspraak wordt als uitgangspunt gehanteerd dat de vermogensbeheerder die transacties op verzoek van een cliënt uitvoert, de verantwoordelijkheid van die transacties ook op zich neemt.

### Wat de jurisprudentie zegt

Anders gezegd: doet de beheerder wat de cliënt wil, dan is dat de verantwoordelijkheid van die beheerder geworden. De vermogensbeheerder kan zich dan niet later erop beroepen dat de transactie niet past binnen het beleggingsbeleid of niet zijn verantwoordelijkheid is. Voor oudgedienden onder ons verwijs ik naar het arrest MeesPierson/Houtplaat van het Hof Amsterdam uit 1999.

Het Hof wees een schadevergoeding toe met als reden dat MeesPierson expliciet beleggingen in valuta-pools in haar beleggingsmandaat had moeten uitsluiten. Toen de Britse pond en de Italiaanse lire uit de zogenaamde EMS-bandbreedte sprongen, leed Houtplaat schade.

Kortom, het civielrecht legt de verantwoordelijkheid bij de beheerder. Het standpunt van de AFM is niet per definitie onjuist, maar van belang is niet of transacties worden verzocht of worden afgestemd maar wie de (juridische) eindbeslissing neemt. Dit criterium is wel duidelijk en doet meer recht aan de praktijk zonder dat zulks ten kosten gaat van de bescherming van beleggers.

***Casper Westerink is advocaat bij Hart Advocaten in Amsterdam, dat zich richt op de financiële markt. Cliënten zijn banken, verzekeraars, beleggingsinstellingen, beursfondsen, pensioenuitvoerders en trustkantoren.***

***Hart Advocaten is één van de kennispartners van Fondsnieuws en schrijft maandelijks een bijdrage over uiteenlopende thema's. De andere kennispartners zijn AF Advisors, Ortec Finance en Willis Towers Watson.***

Dit artikel is afkomstig van de redactie van Fondsnieuws, een journalistiek platform voor professionals werkzaam in de beleggingsindustrie.

[www.fondsnieuws.nl](http://www.fondsnieuws.nl)