

**NOOT**

1. De Commissie van Beroep komt in deze zaak tot het oordeel – anders dan de Geschillencommissie – dat de beleggingsonderneming de op haar rustende zorgplicht niet heeft geschonden. Daartoe overweegt de Commissie onder andere dat de beleggingsonderneming zich bij aanvang van de relatie heeft vergewist van wat de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid van de belegger waren en dat de beleggingsonderneming aan de belegger voldoende informatie heeft verstrekt met betrekking tot het beleggingsbeleid en de bijbehorende kosten. Met betrekking tot dit laatste oordeelt de Commissie tevens dat op de beleggingsonderneming niet de verplichting rustte om (i) de ex-ante kosteninformatie of om (ii) de ex-post kosteninformatie te verstrekken zoals voorgeschreven in art. 50 MiFID Uitvoeringsverordening 2017/565.

2. De Commissie verwijst in haar bindend advies naar twee uitingen van de AFM: (i) de AFM-leidraad uit november 2011 “*De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer*” en (ii) een in februari 2018 op de website van de AFM gepubliceerd document getiteld “*Veelgestelde vragen over kostentransparantie*”. Beide publicaties zijn van invloed op het oordeel van de Commissie. Het oordeel dat voldaan is aan de verplichting van art. 4:20 lid 1 Wft (de verplichting om voldoende informatie te verstrekken zodat de belegger zich een adequaat

oordeel kan vormen over het vermogensbeheer waaronder de gevolgde beleggingsstrategie) is mede gebaseerd op de AFM-leidraad "De klant in beeld" (par. 5.7.1). Verder heeft de Commissie belang toegekend aan de AFM-publicatie "Veelgestelde vragen over kostentransparantie" (par. 5.13.1) om te komen tot het oordeel dat de beleggingsonderneming toereikende informatie heeft verstrekt over de kosten en dat de kosten in de gegeven omstandigheden ook niet buitensporig hoog waren.

3. Zowel een leidraad als een "Q&A" van de AFM hebben niet de formele status van wet- en regelgeving. Beleidsuitingen worden ook wel "soft law" genoemd. Onder soft law wordt verstaan: "alle uitingen van de Nederlandse en Europese financiële toezichthouders die niet formeel juridisch bindend zijn voor financiële ondernemingen, maar wel (indirecte) juridische effecten kunnen hebben en gericht zijn op het bewerkstelligen van effecten in de praktijk". Soft law kan onderscheiden worden in interpretatieve en decisoire soft law. In interpretatieve soft law geeft een toezichthouder aan hoe "hard law" uitgelegd en toegepast dient te worden. In decisoire soft law geeft een toezichthouder aan hoe zij voornemens is invulling te geven aan een haar toekomstige discretionaire bevoegdheid (zie: V.P.G. de Serière en B.C.G. Jennen, 'De betekenis van "soft law" in de financiële toezichtwetgeving', *Ondernemingsrecht* 2017/143).

4. De AFM maakt op haar website onderscheid tussen vier verschillende beleidsuitingen: (i) beleidsregels, (ii) leidraden, (iii) interpretaties en (iv) principes (voor de overzichtelijkheid van deze annotatie worden publicatie van Europese toezichthouders zoals ESMA en ESA buiten beschouwing gelaten). Deze uitingen dienen onderscheiden te worden van de regelgevende bevoegdheid van een toezichthouder. Deze bevoegdheid kan uiteraard alleen uitgeoefend worden indien daartoe een wettelijke grondslag bestaat. Een bekend voorbeeld hiervan is de door de AFM uitgevaardigde "Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft". Voorafgaand aan het ontwerp en de invoering van de Wft is overigens ten principale overwogen dat de regelgevende bevoegdheid van toezichthouders teruggedrongen diende te worden. De MvT bij de Wft vermeldt hierover: "Overeenkomstig de Aanwijzingen voor de regelgeving zal de regelgevende bevoegdheid van de toezichthou-

*ders die bij algemene maatregel van bestuur aan hen kan worden gedelegeerd, daarbij worden ingekaderd en toegespitst op onderdelen die technisch of organisatorisch van aard zijn of samenhangen met de uitvoering van het toezicht"* (Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3, p.14)

Deze bevoegdheid bestaat nog steeds maar in mindere mate dan voorafgaand aan de invoering van de Wft.

5. Terug naar de verschillende beleidsuitingen van een toezichthouder. Een beleidsregel is de enige wettelijk gereguleerde uiting van alle beleidsuitingen. In de AWB is een raamwerk opgenomen ten aanzien van de beleidsregel, bestaande uit een definitie van het begrip beleidsregel (art. 1:3 lid 4 Awb) en een regeling van de bevoegdheid om beleidsregels vast te stellen (art. 4:81 Awb). Daarnaast is voorzien in enkele bijzondere normen waaraan een beleidsregel moet voldoen (art. 4:83 Awb) en een voorgeschreven wijze waarop de beleidsregel kan of moet worden gebruikt (art. 4:82 en art. 4:84 Awb) (zie ook: A. Tollenaar, 'Het succes van de codificatie van de beleidsregel in de Awb', januari 2014, *Netherlands Administrative Law Library*).

6. Een beleidsregel wordt in art. 1:3 lid 4 Awb gedefinieerd als een "bij besluit vastgestelde algemene regel, niet zijnde een algemeen verbindend voorschrift omtrent de afweging van belangen, de vaststelling van feiten of de uitleg van wettelijke voorschriften bij het gebruik van een bevoegdheid van een bestuursorgaan". Overigens is dit specifieke besluit uitgezonderd van beroep en dus ook van bezwaar (art. 8:3 Awb). Beleidsuitingen zijn onder te verdelen in beleidsregels en andere beleidsuitingen. Leidraden behoren tot de categorieën overige – dus niet gereguleerde – beleidsuitingen. De AFM vermeldt overigens een "Q&A" niet als een verschijningsvorm van een (overige) beleidsuiting op haar website.

7. Dat roept de vraag op welke (juridische) betekenis moet of mag worden toegekend aan niet-gereguleerde beleidsuitingen. De AFM beschouwt een leidraad in zijn algemeenheid als een uiting waarvan het doel is: "een specifieke groep van personen te informeren of meer inzicht te geven over een bepaald onderwerp" (zie: [www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/leidraden-bu](http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/leidraden-bu)). De AFM kent de volgende betekenis toe aan haar leidraad "Klant in beeld": "Deze leidraad heeft niet de status van wet- en regelgeving. De beschreven visie is niet noodzakelijker-

*wijs de enige manier om zorgvuldig te adviseren. De vertaling van de leidraad naar de dagelijkse praktijk zal de beleggingsonderneming en adviseur zelf moeten maken. Het staat de beleggingsonderneming of adviseur vrij om op een andere wijze invulling te geven aan de aanbevelingen uit deze leidraad. Dit geldt ook voor de voorbeelden die zijn opgenomen in deze leidraad” (zie bijv.: “De klant in beeld, Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer”, update 3 januari 2018, p. 8).*

8. Het Hof van Justitie heeft in de Grimaldi-uitspraak gezag toegekend aan Europees rechterlijke soft law (het ging daarbij om onverbindende aanbevelingen van de Europese Commissie). Het Hof overwoog: *“Ten einde de vraag van de verwijzende rechter volledig te beantwoorden, moet echter worden beklemtoond, dat de betrokken handelingen niet kunnen worden geacht geen enkel rechtsgevolg te hebben. De nationale rechterlijke instanties zijn namelijk gehouden de aanbevelingen bij de oplossing van de bij hen ahangige geschillen in aanmerking te nemen, met name wanneer deze duidelijkheid verschaffen over de uitlegging van nationale bepalingen die ter uitvoering ervan zijn vastgesteld of wanneer zij bedoeld zijn om dwingende communautaire bepalingen aan te vullen”* (HvJ EU 13 december 1989, zaak C-322/88, ECLI:EU:C:1989:646).

In de Baltlanta-uitspraak heeft het Hof van Justitie dit oordeel ook uitgesproken ten aanzien van richtsnoeren van de Europese Commissie (HvJ EU 3 september 2014, zaak C-410/13, ECLI:EU:C:2014:2134. Zie ook: T. Barkhuysen, L. Westendorp & S. Ramsanjihal, ‘De rechtspositie van financiële instellingen ten aanzien van richtsnoeren en aanbevelingen van European Supervisory Authorities: Europese pseudowetgeving?’, *Ondernemingsrecht* 2017/144 en W.M. Wallinga, ‘De invloed van Europese soft law op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening’, *NTBR* 2015/540).

9. In Nederland heeft de Hoge Raad in het Achmea-arrest overwogen dat zelfs betekenis kan worden toegekend aan een gedragscode met een zelfregulerend karakter, in casu een code van het Verbond van Verzekeraars (HR 18 april 2015, ECLI:NL:HR:2014:942). De Hoge Raad voegt daar evenwel aan toe dat de gedragscode berust op zelfregulering en niet kan worden aangemerkt als “recht” in de zin van art. 79 RO, zodat de uitleg daarvan in cassatie niet op juistheid kan wor-

den onderzocht. In het Van de Klundert-arrest overwoog de Hoge Raad dat bij de bepaling van de omvang van de zorgplicht van een bank ten aanzien van een in opties handelende belegger betekenis moet worden toegekend aan het reglement van de optiebeurs in kwestie (HR 26 juni 1998, «JOR» 1998/147, m.nt. Frielink).

10. Het is overigens niet voor het eerst dat een rechtelijke instantie (of het KiFID) belang toekent aan een uiting van de AFM. Zo overwoog de Rechtbank Rotterdam in een recent vonnis dat de desbetreffende pensioenadviseur op grond van het ken-uw-cliëntbeginsel van art. 4:23 lid 1 Wft gehouden was om te onderzoeken of zijn (zakelijke) klant wettelijk verplicht was zich aan te sluiten bij het desbetreffende pensioenfonds (Rb. Rotterdam 20 januari 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:595). Dit oordeel werd mede gemotiveerd op basis van een leidraad van de AFM. De rechtbank overweegt als volgt: *“De AFM verwacht dat pensioenadviseurs deze leidraad toepassen. De rechtbank acht de leidraad een nadere concretisering en invulling van wat verwacht mag worden van een redelijk handelend en redelijk bekwaam pensioenadviseur”*. In deze leidraad van de AFM staat onder meer: *“Het komt regelmatig voor dat werkgevers niet weten dat op hun onderneming een CAO of BPF van toepassing is. Het is daarom belangrijk dat u altijd zelf controleert of deze situatie voor de onderneming van toepassing is. Zelfs als de werkgever in de bespreking heeft aangegeven dat dit naar zijn idee niet het geval is”* (AFM leidraad Tweedepijler pensioenadvies, 2009 met update 2018).

11. In de praktijk neemt de AFM in publicaties waaronder leidraden allerlei “standpunten” in zonder dat duidelijk is of het gaat “interpretatieve soft law” of dat het gaat om door de AFM beschouwd “wenselijk gedrag”. In het geval van “wenselijk gedrag” gaat het niet om de naleving van wettelijke normen, maar om normen waarvan de AFM het wenselijk acht dat die normen door financiële ondernemingen worden nageleefd, ook al ontbreekt daartoe een wettelijke grondslag. De AFM en DNB baseren hun wijze van toezichthouden immers op de zogenoemde Sparrow-doctrine; deze doctrine houdt kort gezegd in dat toezichthouders zich dienen te richten op het bestrijden van schadelijk gedrag en het bevorderen van gewenst gedrag, ongeacht of dat gedrag wettelijk verboden of wettelijk voorgeschreven is (FM.A. ‘t Hart, ‘Informeel handha-

ving', *FR* 2019, 1/2 en R.H. Maatman, 'Financieel toezicht en schadelijk gedrag', *Ondernemingsrecht* 2010, 60). Ter illustratie: de AFM gaf in "De toezichts aanpak van de AFM" van 3 mei 2017 met zoveel woorden aan: "*bij schadelijk gedrag dat niet illegaal is probeert de AFM partijen informeel te beïnvloeden*".

12. Een leidraad (of een andere beleidsuiting) van de AFM en DNB bevat dus niet louter interpretaties van wettelijke normen nu beide toezichthouders zich richten op het bevorderen van "wenselijk gedrag" en in beleidsuitingen ook (concrete) aanbevelingen doen om wenselijk gedrag te bevorderen zonder dat – per aanbeveling – wordt aangegeven of het om wettelijk voorgeschreven gedrag dan wel wenselijk gedrag gaat.

13. Het verdient daarom aanbeveling dat toezichthouders in hun beleidsuitingen duidelijk kenbaar maken of de uiting ziet op een wettelijke norm of niet (bijvoorbeeld omdat de toezichthouder met de uiting wenselijk gedrag beoogt te bevorderen). Dat zou met zich brengen dat het voor justitiabelen kenbaar is welke betekenis – volgens de toezichthouder zelf – aan een uiting mag worden toegekend. Rechtelijke instanties dienen daarentegen er niet zonder meer van uit te gaan dat beleidsuitingen van een toezichthouder beschouwd mogen worden als "soft law" die ziet op wettelijke normen. Geoordeeld zal moeten worden of de uiting in kwestie betrekking heeft op een wettelijke norm en tevens een correctie interpretatie daarvan behelst. Dit geldt temeer indien sprake is van een uiting van een nationale toezichthouder ten aanzien van een Europees-rechtelijke norm.

14. Tot een andere uitkomst van de beoordeling van het geschil had het bovenstaande mijns inziens niet geleid. Terecht overweegt de Commissie dat de AFM in de Q&A aangeeft dat het "wenselijk" is dat een vermogensbeheerder een ex-ante kostenrapportage verstrekt ten aanzien van beheerrelaties tot stand gekomen voor 3 januari 2018, maar dat zulks nog niet betekent dat dus sprake is van een "juridische afdwingbare verplichting". Die overweging past bij de status en bewoordingen van deze specifieke uiting van de AFM.

dr. mr. F.M.A. 't Hart  
advocaat te Amsterdam

## Financieel recht

150

**Toepassing "soft law" in kader van vermogensbeheer**

Commissie van Beroep financiële dienstverlening

28 september 2020, nr. 2020-032

(mr. Joustra, mr. Bus, prof. mr. Busch, Kars AAG CERA, mr. Willeumier)

Noot dr. mr. F.M.A. 't Hart

**Beleggingsonderneming heeft aan zorgplicht voldaan. Informatieverstrekking aan cliënt is toereikend mede gezien diverse beleidsuitingen van toezichthouder.**

[Wft art. 4:20 lid 1]

*Voorafgaand aan het beheer moest Vermogensbeheerder Consument de informatie verstrekken die redelijkerwijs relevant was voor een adequate beoordeling van het vermogensbeheer (art. 4:20 lid 1 Wft). Hiertoe behoort ook informatie over de gevolgde beleggingsstrategie. Zoals blijkt uit de AFM-leidraad "De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer" (die overigens niet de status van wet- en regelgeving heeft), moet de vermogensbeheerder de te volgen beleggingsstrategie kunnen uitleggen aan de klant, zodat voor de klant duidelijk is wat hij kan verwachten.*

*Voor Consument was voldoende duidelijk wat hij kon verwachten ter zake van het beleggingsbeleid. Daarnaast heeft Vermogensbeheerder zich bij aanvang van het beheer ervan vergewist wat de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid van Consument waren, heeft zij Consument geïnformeerd over haar beleggingsstrategie, heeft zij Vermogensbeheerder toereikende informatie verstrekt over de kosten en waren de kosten in de gegeven omstandigheden ook niet buitensporig hoog.*

*Sinds 3 januari 2018 zijn vermogensbeheerders op grond van MiFID II verplicht gedetailleerde ex-ante kosteninformatie te verstrekken (art. 50 MiFID II-uitvoeringsverordening 2017/565). Zoals*

ook blijkt uit het AFM-document "Veelgestelde vragen over kosten transparantie" is deze verplichting echter niet van toepassing op vermogensbeheerrelaties die al waren aangegaan voorafgaand aan 3 januari 2018. Omdat de beheerovereenkomst tussen Consument en Vermogensbeheerder is afgesloten op 5 april 2017 en het beheer in mei 2017 daadwerkelijk van start ging, is de verplichting om gedetailleerde ex-ante kosteninformatie te verstrekken dus niet van toepassing op Vermogensbeheerder in relatie tot Consument. De AFM geeft in genoemd document weliswaar aan het "wenselijk" te vinden dat vermogensbeheerders een ex-ante kostenrapportage als een (jaarlijkse) update verstrekken, ook als het vermogensbeheerrelaties betreft die al tot stand waren gekomen voor 3 januari 2018, maar dat betekent nog niet dat sprake was van een juridische afdwingbare verplichting om onmiddellijk te voldoen aan de in MiFID II ingevoerde informatieverplichtingen, zeker niet omdat deze informatieverplichtingen in belangrijke mate afweken van het voordien geldende MiFID I-regime. Sinds 3 januari 2018 zijn vermogensbeheerders op grond van MiFID II eveneens verplicht gedetailleerde ex-post kosteninformatie te verstrekken. Ex-post kostenspecificatie moet minstens eenmaal per jaar worden verstrekt (art. 50 lid 9 MiFID II-uitvoeringsverordening 2017/565). De jaarlijkse kostenspecificatie kan aan het eind van het desbetreffende kalenderjaar worden verstrekt.

Begin september 2018 is de portefeuille van Consument geliquideerd, zodat niet kan worden geconcludeerd dat Vermogensbeheerder de verplichting om aan het eind van het jaar een dergelijke specificatie te verstrekken, heeft geschonden.

Onafhankelijk Vermogensbeheer 's-Gravenhage BV  
te Den Haag,  
tegen  
Consument.

(...; red.)

### 3. Feiten

3.1. De Commissie van Beroep gaat uit van de feiten die de Geschillencommissie heeft vermeld in de uitspraak onder 2.1 tot en met 2.5. De feiten zijn niet betwist en worden voor zover relevant aangevuld met enkele andere feiten die tussen partijen vaststaan. Kort gezegd gaat het om het volgende.

3.2. Consument en Vermogensbeheerder hebben op 5 april 2017 een gesprek gevoerd over het beleggen van een deel van het vermogen van Consument. Tijdens dit gesprek is het formulier "Cliëntprofiel natuurlijke persoon" ingevuld en voor akkoord ondertekend door Consument. In dit formulier staat voor zover relevant het volgende te lezen:

"Stap 1: Vragenlijst m.b.t. tot de financiële positie waaronder herkomst van het vermogen en inventarisatie van uw huidige vermogens- en inkomensituatie (...)

A) Uw vermogen is afkomstig van (meerdere bronnen mogelijk):	Inkomen uit arbeid/onderneming (loon/winst) (...) Vastgoed (verkoop, verhuur) Eerdere beleggingen
(...)	
B) Uw vermogenssamenstelling:	
Vastgoed (...)	€ 2,3 ton (...)
Liquide middelen	€ 2 ton
(...)	
Andere vermogensobjecten	€ 0,8 mln
Totaal	€ 1,23 mln
(...)	
C) Uw (netto) inkomensituatie op jaarbasis:	
Inkomsten uit arbeid	€ 50 mille (...)

(...)

inkomsten uit beleggingen € 30 m  
Totaal € 80 mille

(...)

Te beheren door OVG: Euro 2 ton, conform methode Advance

(...)

Stap 2: Vragenlijst m.b.t. uw kennis, ervaring, risicobereidheid en doelstelling (...)

Uw huidige kennis en ervaring:

(...) Hoogst genoten opleiding: HTS  
(...) Huidig of voormalig beroep: gepensioneerd, Leeftijd 78  
v/h rayonmanager [naam werkgever]

(...) Kennis en ervaring: kruis aan de uitkomsten die voor u van toepassing zijn.

1 = geen / 2 = weinig / 3 = gemiddeld / 4 = veel

Kennis	1	2	3	4
Beleggingsfondsen		x		
Aandelen		x		
Obligaties		x		
Derivaten	x			
Speciale producten	x			
Overig	x			
Ervaring	1	2	3	4
Beleggingsfondsen		x		
Aandelen		x		
Obligaties		x		
Derivaten	x			
Speciale producten	x			
Overig	x			
(...)				

5. Op welke termijn wilt u uw doelstelling bereiken? Geen einddatum (want geen specifieke doelstelling),  
doorlopende horizon van méér dan 10 jaar

Uw huidige risicobereidheid:

3. Wat is het voornaamste doel waarvoor u wilt beleggen? vrij (belegbaar) vermogen

4. Wat is het rendement dat u verwacht te behalen? Risicovrije rente + 6%

Uw huidige doelstelling:

6. Welk deel van uw totale vermogen (...) houdt u elders 10%-30%  
liquide aan  
(bijvoorbeeld op spaar- en/of betaalrekening) met het oog  
op (onvoorziene) uitgaven?

7. Stel, u hebt een beleggingsportefeuille van € 100.000 = € 80.000 en € 125.000 (-20% +25%) en onderstaande antwoorden geven de mogelijke waardeontwikkelingen van deze portefeuille na een jaar. Welk antwoord c.q. risico houding, past het best bij u? U neemt het risico dat het bedrag in enig jaar een waarde vertegenwoordigt tussen:
8. Hoe reageert u als uw beleggingen in korte tijd met 20% in waarde dalen? U vindt het heel vervelend
9. Stel dat het opgebouwde vermogen lager uitkomt dan verwacht. Hoe gemakkelijk zou u dit kunnen opvangen met andere inkomsten en/of vermogensbestanddelen? Dit vorm geen probleem voor mij, ik heb voldoende inkomsten en vermogen elders
10. Welk van de onderstaande scenario's spreekt u het meeste aan? Een verwacht rendement van 7% per jaar, een kans op 27%, maar ook een kans op minus 13% per jaar

### Stap 3: uw risicoprofiel (...)

(...)

Totaal aantal punten: [met de hand ingevuld: 78]

Het totaal aantal gescoorde punten geeft een indicatie welk portefeuillerisicoprofiel bij u past, te weten: Voorzichtig, Defensief, Neutraal of Offensief ["Offensief" omcirkeld] (...).

[Hieronder volgt een toelichting van de risicoprofielen voorzichtig, defensief, neutraal en offensief en de bijbehorende categorieverdeling:]

(...)

*Neutraal: score tussen de 45 en 60 punten*

U streeft naar een beleggingsportefeuille met hogere verwachte rendementen dan een defensieve portefeuille, waarbij u bereid bent extra risico in uw portefeuille op te nemen. Dit vertaalt zich in het algemeen in een groter accent op aandelen in uw portefeuille dan op vastrentende waarden. Dit vereist van u echter wel een hogere tolerantie voor tussentijdse waardedalingen; u realiseert zich immers dat uw beleggingen in sommige jaren substantiële negatieve rendementen kunnen laten zien. Daarnaast voelt u zich niet prettig bij heel grote negatieve uitschieters en zult u trachten deze te voorkomen.

<i>Neutraal</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>
Liquiditeiten	0%	60%
Obligaties en garantieproducten	10%	50%
Aandelen en opties	30%	70%
Vastgoed	0%	20%
<i>Risico van de portefeuille</i>		
Verwacht rendement		6,86%
Standaarddeviatie (...)		10,13%
<i>Verwacht rendement</i>		
Min performance (95% kans)		-13,40%
Max performance (95% kans)		27,12%

*Offensief: score gelijk aan of hoger dan 60 punten:*

U streeft in uw beleggingsportefeuille voornamelijk naar een zo hoog mogelijk verwacht rendement. Daardoor zult u relatief meer aandelen in uw portefeuille opnemen dan een neutrale en defensieve portefeuille, zelfs bij een korte beleggingshorizon (...). U realiseert zich dat risicovolle beleggingen tussentijdse forse koersfluctuaties meebrengen en u aanvaardt dat daarmee de waarde van uw belegd vermogen, gezien het hoge percentage aandelen, sterk kan fluctueren.



	Min.	Max.
<i>Offensief</i>		
Liquiditeiten	0%	60%
Obligaties en garantieproducten	0%	20%
Aandelen en opties	40%	100%
Vastgoed	0%	30%
<i>Risico van de portefeuille</i>		
Verwacht rendement		7,73%
Standaarddeviatie (...)		13,06%
Verwacht rendement		
Min performance (95% kans)	-18,39%	
Max performance (95% kans)	33,85%	

*Stap 4: uw beleggingshorizon:*

Uw beleggingshorizon is de periode waarover u wilt beleggen. Wij hebben de periodes als volgt ingedeeld:

(...)

Doorlopend langer dan 10 jaar (...)

*Stap 5: bepalen portefeuillerisicoprofiel m.b.v. uw beleggingshorizon*

(...)

*Stap 6: Vastleggen van uw uiteindelijke keuze van uw portefeuillerisicoprofiel*

[Hier is aangekruist: "Offensief"]

(...)"

3.3. Eveneens op 5 april 2017 hebben Consument en Vermogensbeheerder een vermogensbeheerovereenkomst (hierna: de beheerovereenkomst) ondertekend. Voor zover relevant staat daarin het volgende te lezen:

(...)

*Art. 2) Opdracht, volmacht en classificatie*

(...)

2.2 Cliënt is door OVG gekwalificeerd als niet-professionele belegger. (...)

*Art. 3) Wijze van Beheer*

3.1 OVG is binnen het met Cliënt afgesproken kader vrij in de wijze van invulling van het Beheer en OVG zal steeds bevoegd zijn om bestaande financiële instrumenten door andere te (doen) vervangen. OVG zal daarbij steeds de vereiste zorgvuldigheid in acht nemen en steeds naar beste kunnen met de belangen van de Cliënt rekening houden. (...)

*Art. 4) Cliëntprofiel; onderhoudsgesprek; zorgplicht OVG en controleplicht Cliënt;*

*Rendement en negatieve uitschieters*

(...)

4.3 De Richtlijnen voorzien in de door OVG aan te houden wegingen en/of andere specificaties (balancering) ten aanzien van de samenstelling van het Vermogen. Deze zijn onderhevig aan schommelingen door koersfluctuaties. OVG is in beginsel niet gehouden onverwijld tot herbalancering van het Vermogen over te gaan, doch kan ten aanzien van het moment, de mate waarin en de wijze waarop tot herbalancering wordt overgegaan, alle marktomstandigheden die relevant zijn voor het Beheer daarbij in aanmerking nemen. *Bij de samenstelling van het vermogen in de door Cliënt gekozen risico-klasse (risicoprofielen 'voorzichtig', 'defensief', 'neutraal' of offensief, zie 'Cliëntprofiel') gaat het slechts om een verdeling in beleggingscategorieën binnen het door Cliënt gekozen risicoprofiel en dus niet over de specifieke beleggingen of het specifieke risicoprofiel van de belegger zelf.* De door OVG gehanteerde verdeling in beleggings-categorieën kent ver uit elkaar liggende minimum- en maximum-percentages. Verder uit elkaar gelegen dan bij veel andere vermogensbeheerders. Als voorbeeld zij hier vermeld dat in het OVG-profiel 'neutraal', aandelen en opties tussen circa de 30% en 70% van het Vermogen kunnen uitmaken en liquiditeiten – tot wel – 60%. Zulks impliceert voor OVG een ruime vrijheid in beleggingsbeleid. Cliënt geeft hierbij nadrukkelijk aan dit alles te accorderen en zich sterk bewust te zijn van het feit dat de gehanteerde verdeling een *standaardindeling* in een beleggingsmodel is en dat Cliënt zich vanaf het ingaan van de overeenkomst steeds de vraag zal blijven stellen of dit beleggingsmodel met *standaardindeling voor Cliënt zelf*, voldoende is afgebakend en daadwerkelijk aansluit bij zijn persoonlijke situatie, daarbij mede in aanmerking nemende de uitslagen in grootte van de totaalwaarde van het Vermogen vanaf de datum van inwerkingtreding van de Overeenkomst. Cliënt zal daartoe (onder andere) steeds kennismaken van deze uitslagen (gezien zijn onderzoeks- en controleplicht; zie met name art. 7) en zich afvragen of hij wel op de ingeslagen weg voort wil gaan. Een besluit anderszins geeft hij zelf aan en neemt daartoe onverwijld contact op met OVG.

(...)

*Art. 5) Risico's en aansprakelijkheid; beleggingsbeleid; kostenniveau; schadebeperkings- en risicobeperkingsplicht*

(...)

5.3 OVG zal ten behoeve van Cliënt beleggen in financiële instrumenten, waaronder effecten en optie(combinatie)s en deze actief beheren, hetgeen betekent dat er mogelijk frequent transacties zullen c.q. moeten worden gedaan, hetgeen een hoog kostenniveau met zich kan brengen evenals grote risico's; Cliënt is zich van dit alles bewust en begrijpt en aanvaardt dit; het is Cliënt bekend dat het Vermogen alsmede de opbrengsten, tot onderpand kunnen strekken van eventuele shortposities in het Vermogen.

(...)

*Art. 7) Rapportage; onderzoeks-, controle- en meldingsplicht Cliënt*

Cliënt neemt in het kader van het Beheer kennis van onder andere alle posities, mutaties, rapportages boekingen, kosten en (waarde)ontwikkelingen van het Vermogen middels de aan Cliënt bekende wijze van rapporteren (...)

Cliënt is gehouden de in art. 7.1 genoemde gegevens terstond bij beschikbaarstelling c.q. ontvangst, inhoudelijk te controleren teneinde o.a. zelf te beoordelen of het portefeuilleprofiel nog in overeenstemming is met de overeengekomen doelstellingen en uitgangspunten. Daarom is Cliënt verplicht *tenminste elke twee weken* via internettoegang deze gegevens op te halen en nauwkeurig voornoemde controles en beoordelingen uit te voeren.

Onder andere in geval van daarbij c.q. daaruit

– ontstane onduidelijkheden, vragen, opmerkingen,

– blijvende schending van de zorgplicht van OVG en/of andere bevindingen en/of

– opgekomen bezwaar en/of klacht(en),

zal Cliënt onverwijld contact opnemen met OVG; het Beheer geldt als binnen de Richtlijnen te zijn uitgevoerd en aanvaard door Cliënt, tenzij Cliënt onverwijld anderszins onder de aandacht van OVG brengt en onder andere voornoemde bevindingen, bezwaren en/of klacht(en) tegen het gevoerde Beheer kenbaar maakt aan OVG. (...)

*Art. 8) Vergoedingen en kosten*

8.1 Cliënt accordeert de navolgende vergoedingen en betalingen (...):

#aan OVG:

– de beheer- en transactievergoedingen conform de door Cliënt ontvangen bevestigingsbrief c.q. tariefwijzer;

– alle overige kosten die door derden in verband met het Vermogen aan OVG in rekening worden gebracht; OVG mag deze vergoedingen en kosten

aan Cliënt (door)berekenen en zelfstandig de Rekening(en) daarvoor (doen) belasten.

#aan de Bank:

– de kosten verband houdende met het aanhouden, bewaren en administreren van gelden, effecten, coupons, dividenden en andere Bankdiensten op de Rekening(en); deze worden door de Bank ingehouden op de Rekening(en)."

Vermogensbeheerder heeft Consument een tarieven- conditieoverzicht van de bank (BinckBank N.V.) verstrekt, alsmede de door haarzelf gehanteerde tarieven.

3.4. Aanvankelijk wilde Consument volgens een offensief profiel beleggen (zie het "Cliëntprofiel natuurlijke persoon" d.d. 5 april 2017, weergegeven in nr. 3.2, hierboven). Op 15 mei 2017 liet Consument echter per e-mail aan Vermogensbeheerder weten dat hij zijn profiel wilde wijzigen naar een neutraal profiel. Vermogensbeheerder liet nog dezelfde dag per e-mail weten dat dat akkoord was.

3.5. Consument heeft in mei 2017 € 200.000 aan Vermogensbeheerder in beheer gegeven.

3.6. Begin september 2018 heeft Consument de beheerovereenkomst opgezegd en is de portefeuille geliquideerd.

3.7. Uit de "performance overzichten" over 2017 en 2018 volgt dat (i) het beginvermogen € 199.125 bedroeg, (ii) het vermogen eind 2017 € 196.477 en (iii) het vermogen ten tijde van liquidatie € 173.300. De kosten bedroegen (i) € 4.569 in 2017 en (ii) € 8.293 in 2018 (alle bedragen afgerond op hele euro's).

*4. Klacht en uitspraak Geschillencommissie*

4.1. Consument vordert dat Vermogensbeheerder wordt veroordeeld tot vergoeding van schade, bestaande uit het verlies op zijn beleggingsportefeuille en gederfde winst en te vermeerderen met wettelijke rente en met de kosten van rechtsbijstand. Consument heeft het verlies op zijn beleggingsportefeuille begroot op € 26.614 en de kosten van rechtsbijstand (tot aan de mondelinge behandeling bij de Geschillencommissie) op € 4.500. Ter onderbouwing van zijn vordering stelt Consument dat (1) de portefeuille te risicovol en in strijd met het neutrale risicoprofiel is ingericht, en (2) hij ontoereikend is voorgelicht over de kosten van het vermogensbeheer. Vermogensbeheerder heeft de stellingen van Consument gemotiveerd weersproken.

De Geschillencommissie heeft samengevat als volgt overwogen en beslist.

(1) Bijzonder aan het vermogensbeheer in deze zaak is dat beleggingsbeslissingen zoveel mogelijk werden genomen volgens de methode Advance en dat ruime bandbreedten voor beleggingscategorieën werden gehanteerd; zo gold bij een neutraal profiel voor obligaties een minimum van 10% en een maximum van 50% en voor aandelen een minimum van 30% en een maximum van 70%. Dit is naar het oordeel van de Geschillencommissie problematisch omdat in de vragenlijst en beheerovereenkomst niet is toegelicht wat de methode Advance concreet inhield voor de portefeuille van Consument. Vermogensbeheerder stelt weliswaar dat de methode Advance bij het aangaan van de beheerovereenkomst is besproken en dat Consument Vermogensbeheerder zelfs heeft opgedragen volgens de beleggingsvisie van Advance te beleggen, maar Consument heeft gemotiveerd betwist dat hem destijds voldoende precies is uitgelegd wat de methode Advance inhield en stukken met een dergelijke uitleg zijn ook niet overgelegd.

(2) Ook ontbreekt het aan aanwijzingen dat Vermogensbeheerder zich bij aanvang ervan heeft vergewist dat beleggen volgens de methode Advance strookte met de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid van Consument. Hieruit volgt naar het oordeel van de Geschillencommissie dat Vermogensbeheerder, bij het aangaan van de overeenkomst, heeft gehandeld in strijd met haar ken-uw-klant-plicht zoals neergelegd in art. 4:23 van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

(3) De Geschillencommissie constateert dat de relevante tarieven in de bijlage van de beheerovereenkomst staan en dat in art. 5.3 van de beheerovereenkomst wordt gewezen op een mogelijk hoog kostenniveau. In dit geval kan echter het enkele vermelden van tarieven en de mogelijkheid van een hoog kostenniveau in een beheerovereenkomst niet als toereikende informatie worden beschouwd. Bedacht moet worden dat de kosten zijn opgelopen tot ongeveer 5% van het beheerd vermogen. Een dergelijk kostenniveau kon de rendementsdoelstelling in gevaar brengen, terwijl niet is gebleken dat dit bij het aangaan van de beheerovereenkomst met Consument is besproken en dat hij een dergelijk kostenniveau heeft geaccepteerd. De Geschillencommissie concludeert dat Vermogensbeheerder niet heeft vol-

daan aan haar verplichting tot het voorlichten van haar cliënt over de kosten van het beheer.

(4) De Geschillencommissie begroot de schade door het vergelijken van het feitelijke resultaat op het belegd vermogen met het (hypothetische) resultaat dat zou zijn behaald als het tekortschieten achterwege zou zijn gebleven. De toe te wijzen schadevergoeding komt – onder aftrek van 50% wegens eigen schuld – naar het oordeel van de Geschillencommissie uit op een bedrag van € 9.000, te vermeerderen met wettelijke rente vanaf 17 oktober 2018 en een vergoeding van kosten van rechtsbijstand van € 450. Het meer of anders gevorderde wijst de Geschillencommissie af.

### 5. Beoordeling van het beroep

5.1. In het beroep wijst Vermogensbeheerder elke aansprakelijkheid van de hand en richt in de kern een drietal grieven tegen de uitspraak van de Geschillencommissie. Consument heeft een incidentele grief gericht tegen de uitspraak van de Geschillencommissie. Consument en Vermogensbeheerder hebben over en weer verweer gevoerd. Alvorens in te gaan op de grieven, zet de Commissie van Beroep het juridisch kader uiteen.

#### Relevante bepalingen uit de Wft en het Bgfo

5.2. In het voor de onderhavige zaak relevante tijdvak vormden de onderstaande bepalingen uit de Wft en het Besluit Gedragtoezicht financiële ondernemingen (Bgfo) de implementatie van diverse bepalingen uit Richtlijn 2004/39/EG (de *Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID I) en Richtlijn 2006/73/EG (de MiFID I-uitvoeringsrichtlijn). Hieronder worden de relevante bepalingen weergegeven.

#### Art. 1:1 Wft (beleggingsonderneming)

“beleggingsonderneming: degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht.

#### Art. 1:1 Wft (verlenen van een beleggingsdienst)

“verlenen van een beleggingsdienst:

(...)

(c) beheren van een individueel vermogen;

(...).

#### Art. 1:1 Wft (beheren van een individueel vermogen)

“beheren van een individueel vermogen: in de uitoefening van een beroep of bedrijf, anders dan als beheerder, op discretionaire basis voeren van het beheer over financiële instrumenten die toebeho-

ren aan een persoon dan wel over aan deze persoon toebehorende middelen ter belegging in financiële instrumenten op grond van een door deze persoon gegeven opdracht.”

Op grond van art. 4:18a lid 1 Wft dient een beleggingsonderneming die individuele vermogens beheert (een vermogensbeheerder) haar cliënten te kwalificeren ofwel als professionele belegger, ofwel als niet-professionele belegger. Uit de definitie van “niet-professionele belegger” en “professionele belegger” opgenomen in art. 1:1 Wft blijkt dat natuurlijke personen die niet handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf worden aangemerkt als “niet-professionele belegger”.

*Art. 4:20 Wft (adequate informatieverstrekking)*

“1. Voorafgaand aan het (...) verlenen van een beleggingsdienst (...) verstrekt een beleggingsonderneming (...) de cliënt informatie voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor een adequate beoordeling van die dienst (...). (...).”

De verplichte informatie als bedoeld in art. 4:20 lid 1 Wft die een verlener van beleggingsdiensten (waaronder een vermogensbeheerder) aan niet-professionele cliënten moet verstrekken, wordt uitgewerkt in diverse bepalingen uit het Bgfo.

*Art. 58a Bgfo*

“1. Een beleggingsonderneming verstrekt voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst (...) aan een niet-professionele belegger: (...)

(c) de overige op grond van de artikelen 58b tot en met 58e vereiste informatie.

(...).”

*Art. 58e Bgfo (informatie over kosten en bijbehorende lasten)*

“1. De informatie, bedoeld in art. 58a, eerste lid, onderdeel c, omvat gegevens over de kosten en de bijbehorende lasten, die voor zover van toepassing bestaan uit de volgende elementen:

(a) de totale prijs van het financiële instrument, de beleggingsdienst of nevendienst, met inbegrip van alle bijbehorende kosten en als geen exacte grondslag kan worden gegeven de grondslag voor de berekening van de totale prijs;

(b) de door de beleggingsonderneming in rekening gebrachte provisies;

(c) een vermelding van de desbetreffende buitenlandse valuta en de toepasselijke omrekeningskoers en wisselkosten, wanneer een deel van de

totale prijs moet worden betaald in of luidt in buitenlandse valuta;

(d) de vermelding van de mogelijkheid dat transacties die verband houden met het financiële instrument of de beleggingsdienst, nog andere kosten voor de niet-professionele belegger kunnen meebrengen die niet via de beleggingsonderneming worden betaald of door haar worden opgelegd.

(e) de regelingen voor betaling of andere prestaties met betrekking tot de uitvoering van de beleggings- of nevendienst.

2. Een financiële bijsluiter die voldoet aan het ingevolge art. 66, tweede en derde lid, van dit besluit bepaalde of een vereenvoudigd prospectus dat voldoet aan art. 28 van de richtlijn beleggingsinstellingen wordt voor de toepassing van art. 4:20, eerste lid, van de wet met betrekking tot een recht van deelneming in een beleggingsinstelling als passende informatie aangemerkt wat de aan de beleggingsinstelling zelf verbonden kosten en bijbehorende lasten met inbegrip van de instap- en uitstapprovisies, betreft.”

*Art. 4:23 Wft (ken-uw-client-regels)*

“1. Indien een financiële onderneming een (...) individueel vermogen beheert:

(a) wint zij in het belang van (...) de cliënt informatie in over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor (...) het beheren van een individueel vermogen;

(b) draagt zij er zorg voor dat (...) de wijze van het beheer van het individueel vermogen, voor zover redelijkerwijs mogelijk, mede is gebaseerd op de in onderdeel a bedoelde informatie;

(...).”

*AFM-leidraad De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer*

5.3. In november 2011 publiceerde de AFM haar leidraad “De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer”. In paragraaf 1.4 (Wat is de status van de leidraad en wat verwacht de AFM van beleggingsondernemingen?) van deze leidraad staat het volgende te lezen (p. 8):

“Deze leidraad heeft niet de status van wet- en regelgeving. De beschreven visie is niet noodzakelijkerwijs de enige manier om zorgvuldig te adviseren. De vertaling van de leidraad naar de dagelijkse praktijk zal de beleggingsonderneming

en adviseur zelf moeten maken. Het staat de beleggingsonderneming of adviseur vrij om op een andere wijze invulling te geven aan de aanbevelingen uit deze leidraad. Dit geldt ook voor de voorbeelden die zijn opgenomen in deze leidraad.”

In paragraaf 3.2 (Beleggingsstrategie) staat onder meer het volgende te lezen (p. 13):

“De beleggingsonderneming moet haar beleggingsstrategie kunnen uitleggen aan de klant, zodat voor de klant duidelijk is wat hij kan verwachten. Als de klant begrijpt hoe de strategie gerelateerd is aan verwachte rendementen en risico's kunnen teleurstellingen over de uitkomsten van beleggingsoplossingen tot op zekere hoogte worden voorkomen.”

*MiFID II: uitgebreidere en meer gedetailleerde informatie over kosten en lasten*

5.4. Op 3 januari 2018 – dus gedurende de looptijd van de vermogensbeheerovereenkomst tussen Consument en Vermogensbeheerder – is MiFID I vervangen door MiFID II. Dit heeft tot diverse wijzigingen in onder meer de Wft en het Bfgo geleid. Een belangrijke wijziging ten opzichte van MiFID I is dat MiFID II uitgebreidere informatie over de kosten en de lasten vereist. In de artikelen 50 en 51 en bijlage II van de MiFID II- uitvoeringsverordening 2017/565 wordt in detail uitgewerkt welke informatie bij het sluiten van een beheerovereenkomst en tijdens de looptijd ervan aan niet-professionele beleggers moet worden verstrekt over kosten en lasten.

In verband met deze belangrijke wijziging van de toepasselijke regels heeft de AFM (onder meer) het document “Veelgestelde vragen over kosten transparantie” gepubliceerd (13 februari 2018). Hierin wordt onderscheid gemaakt tussen “ex-ante kosteninformatie” (informatie voorafgaand aan het sluiten van de overeenkomst) en “ex-post kosteninformatie” (informatie gedurende de looptijd van de overeenkomst). In dit document staat onder meer het volgende te lezen (p. 1):

“(2) Wanneer moet een beleggingsonderneming ex-post kosteninformatie verstrekken?”

Beleggingsondernemingen zorgen ervoor dat de cliënt ten minste eenmaal per jaar een overzicht krijgt van de totale kosten en lasten die in de voorafgaande rapportageperiode zijn gemaakt, op basis van hun persoonlijke omstandigheden en werkelijk gemaakte kosten. Deze kosten en lasten worden opgeteld en uitgedrukt in een bedrag en een percentage, zoals ook wordt voorgeschreven

in art. 50, lid 2, van de gedelegeerde verordening MiFID II (2017/565/EC).

Naast bovengenoemde verplichting kunnen beleggingsondernemingen ervoor kiezen om deze informatie vaker te verstrekken, bijvoorbeeld telkens wanneer de cliënt een (kwartaal)rapport ontvangt over de beleggingen.

3) *Dient de ex-ante kostenrapportage ook aan klanten te worden verstrekt die op 3 januari 2018 al klant waren van de beleggingsonderneming?*

MiFID II is per 3 januari 2018 in werking getreden en had voor die datum geen rechtskracht. De ex-ante kostenrapportage is een verplichting die is opgenomen in MiFID II en is om die reden niet van toepassing op dienstverlening aan klanten die voor 3 januari heeft plaatsgevonden.

Beleggingsondernemingen zijn niet verplicht om de klanten aan wie voor inwerkingtreding van MiFID II een beleggingsdienst is verleend alsnog een ex-ante kostenrapportage te verstrekken. De AFM acht het wenselijk dat de beleggingsonderneming hun klanten met wie zij een ‘ongoing relationship’ hebben, zoals bij individueel vermogensbeheer, een ex-ante kostenrapportage als een (jaarlijkse) update verstrekken. Dat geldt zowel voor klanten die na 3 januari 2018 starten met de dienstverlening, als ook voor klanten die al voor 3 januari 2018 dienstverlening hebben afgenomen waarvan deze dienstverlening na 3 januari 2018 doorloopt. (...)”

*De wetenschap van Consument over de “methode Advance”*

5.5. De eerste grief van Vermogensbeheerder betreft de wetenschap van Consument over de “methode Advance”. Anders dan de Geschillencommissie in nr. 4.3 van haar uitspraak overweegt, wist Consument volgens Vermogensbeheerder wel wat de “methode Advance” inhield. Al acht maanden voorafgaand aan het beheer ontving Consument de nieuwsbrieven van Advance. Deze nieuwsbrieven bevatten “koop- en verkoopopinions”. Beleggen conform de “methode Advance” betekende beleggen conform de “koop- en verkoopopinions” opgenomen in de nieuwsbrieven van Advance. Consument had Vermogensbeheerder naar aanleiding van de nieuwsbrieven zelf benaderd om te beleggen via de “methode Advance”. Het in beheer gegeven vermogen bedroeg € 200.000. Dit was, zoals Consument volgens Vermogensbeheerder ook wist, onvoldoende om alle “koop- en verkoopopinions” uit de nieuwsbrie-

ven om te zetten in koop- en verkooptransacties voor Consument. Bovendien konden er alleen stukken worden aangekocht als de beleggingen pasten in het risicoprofiel van Consument.

5.6. Consument voert hiertegen aan dat de “methode Advance” geen beleggingsmethode is, maar een verzameling van variërende meningen en standpunten. Volgens Consument is de methode Advance” een “black box”.

5.7. De Commissie van Beroep overweegt als volgt.

5.7.1. Voorafgaand aan het beheer moest Vermogensbeheerder Consument de informatie verstrekken die redelijkerwijs relevant was voor een adequate beoordeling van het vermogensbeheer (art. 4:20 lid 1 Wft, zie nr. 5.2, hierboven). Hiertoe behoort ook informatie over de gevolgde beleggingsstrategie. Zoals blijkt uit de AFM leidraad “De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer” (die overigens niet de status van wet- en regelgeving heeft), moet de vermogensbeheerder de te volgen beleggingsstrategie kunnen uitleggen aan de klant, zodat voor de klant duidelijk is wat hij kan verwachten (zie nr. 5.3, hierboven).

5.7.2. Naar het oordeel van de Commissie van Beroep was voor Consument voldoende duidelijk wat hij kon verwachten ter zake van het beleggingsbeleid.

(i) Consument ontving al acht maanden voorafgaand aan het beheer de nieuwsbrieven van Advance, die “koop- en verkoopopinions” bevatten.

(ii) Consument heeft Vermogensbeheerder zelf benaderd en besproken is dat Vermogensbeheerder de nieuwsbrieven zou vertalen naar vermogensbeheer op basis van een neutraal beleggingsprofiel. De nieuwsbrieven geven een belangrijke indicatie wat Consument van het beleggingsbeleid kon verwachten.

Dit één en ander is door Consument onvoldoende (gemotiveerd) betwist.

(iii) Uit het opgemaakte cliëntprofiel blijkt duidelijk welke bandbreedtes (minimum- en maximumpercentages) er bij een “neutraal profiel” gelden voor de diverse beleggingscategorieën (liquiditeiten, obligaties en garantieproducten, aandelen en opties, vastgoed).

(iv) In de beheerovereenkomst wordt uitdrukkelijk aangegeven dat de door Vermogensbeheerder gehanteerde verdeling in beleggingscategorieën ver uit elkaar liggende minimum- en maximumpercentages kent, en dat deze verder uit elkaar

liggen dan bij veel andere vermogensbeheerders (art. 4.3).

(v) De beheerovereenkomst maakt ook duidelijk dat het beheer als een vorm van actief vermogensbeheer moet worden beschouwd (art. 5.3).

5.7.3. Uit nr. 5.7.2 volgt dat Vermogensbeheerder voldoende informatie heeft verstrekt op grond waarvan Consument kon weten wat hij ter zake van het beleggingsbeleid kon verwachten. Daarmee slaagt ook de eerste grief inhoudend dat Vermogensbeheerder voldoende informatie over de methode Advance heeft verstrekt. In dit verband is nog van belang dat Vermogensbeheerder heeft toegelicht dat de “methode Advance” niet een computergestuurd model is, maar inhield dat zou worden belegd conform de aanpak van Advance, welke aanpak te kennen was uit de nieuwsbrieven van Advance. Naar het oordeel van de Commissie van Beroep heeft Vermogensbeheerder wel enige verwarring veroorzaakt door in de vragenlijst te vermelden dat Vermogensbeheerder zal gaan beleggen volgens “de methode Advance”. Immers, naar Consument terecht opmerkt was van een “methode” niet werkelijk sprake, omdat daarmee ten onrechte wordt gesuggereerd dat sprake is van een vaste methodiek, terwijl het veeleer gaat om een bepaalde visie op beleggen die te kennen is uit de opinies die in de Advance nieuwsbrieven zijn opgenomen.

Daar staat tegenover dat de Consument niet heeft geklaagd dat hij door de (eenmalige) vermelding van “methode Advance” in de contractinformatie op het verkeerde been is gezet.

#### *Geschiktheid van de beleggingen*

5.8. De tweede grief van Vermogensbeheerder betreft de geschiktheid van de beleggingen. Anders dan de Geschillencommissie in nr. 4.3 van haar uitspraak overweegt, is Vermogensbeheerder van mening dat zij bij aanvang van het beheer zich er wél van heeft vergewist dat beleggen volgens de “methode Advance” strookte met de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid van Consument. Er heeft een “intakegesprek” plaatsgevonden, er is een cliëntprofiel opgemaakt en Consument ontving al acht maanden voorafgaand aan het beheer de nieuwsbrief van Advance. Vermogensbeheerder mocht voor Consument beleggen zoals Vermogensbeheerder dat heeft gedaan, onder meer omdat Consument hoog was opgeleid, ervaring had met beleggen, slechts 1/5 deel van zijn vrij belegbare vermogen via Vermogens-

beheerder belegde, een hoog (pensioen)vermogen had en geen specifiek beleggingsdoel. De beleggingen waren volgens Vermogensbeheerder niet te risicovol. Er waren geen te risicovolle obligaties opgenomen en de portefeuille bevatte niet teveel derivaten. Als Consument het niet eens was met het gevoerde beleggingsbeleid dan had hij conform art. 7 van de beheerovereenkomst veel eerder moeten klagen, aldus nog steeds Vermogensbeheerder.

5.9. Consument voert hier tegen aan dat de beleggingen voor Consument wél te risicovol waren, onder meer omdat Vermogensbeheerder veelvuldig gebruik maakte van optieconstructies en special products en de portefeuille slecht was gespreid. Dat Consument hoog was opgeleid betekent volgens Consument nog niet dat hij een ervaren belegger was. Dat Consument geen ervaren belegger was blijkt ook uit het cliëntprofiel, omdat Consument ten aanzien van de diverse beleggingsproducten steeds aangaf weinig tot geen kennis en ervaring te hebben. Volgens Consument is niet conform diens wens “neutraal” belegd, maar veel risicovoller. Consument was risico-avers. De portefeuille bestond veelal voor een te groot percentage uit aandelen en opties. Het deel dat in obligaties was belegd betrof doorgaans high yield obligaties en perpetuums. Veel van die producten benaderden volgens Consument de risicograad van aandelen. In de initiële klacht bij de Geschillencommissie heeft Consument nog aangevoerd dat (i) perpetuums niet geschikt waren voor Consument, omdat hij bij de aanvang van het beheer al 78 jaar oud was, (ii) op enig moment ruim 77% was belegd in aandelen, en (iii) de standaarddeviatie van 10,13% die in het cliëntprofiel bij een “neutraal” profiel wordt genoemd in werkelijkheid fors hoger lag.

5.10. De Commissie van Beroep overweegt als volgt.

5.10.1. Naar het oordeel van de Commissie van Beroep heeft Vermogensbeheerder zich bij aanvang van het beheer er wél van vergewist wat de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid van Consument was en heeft zij Consument geïnformeerd over haar beleggingsstrategie.

(i) Consument en Vermogensbeheerder hebben op 15 mei 2017 afgesproken dat voor Consument belegd zou worden conform een “neutraal beleggingsprofiel”. Een “neutraal beleggingsprofiel” is geen wettelijke of anderszins vastomlijnde term. De invulling van dit begrip wordt in beginsel be-

paald door wat partijen hierover afspreken. Uit het cliëntprofiel blijkt duidelijk welke (brede) bandbreedtes (minimum- en maximumpercentages) er bij een “neutraal” profiel zouden gelden voor de diverse beleggingscategorieën (liquiditeiten, obligaties en garantieproducten, aandelen en opties, vastgoed).

(ii) Uit de overgelegde stukken blijkt dat Vermogensbeheerder de afgesproken bandbreedtes slechts incidenteel heeft overschreden. In september 2017 was 57,9% van de portefeuille belegd in obligaties en garantieproducten, terwijl dit volgens de afspraken maximaal 50% mocht zijn. In de daarop volgende periodes is dit percentage echter afgebouwd zodat het binnen de afgesproken bandbreedtes kwam te vallen. In december 2017 was het aandeel obligaties en garantieproducten 41,7%, in maart 2018 41,7%, in juni 2018 41,0% en in augustus 2018 25,5%. Op 31 augustus 2018 was 77% van de portefeuille in aandelen belegd, terwijl dit maximaal 70% mocht zijn. In haar verweerschrift in eerste aanleg heeft Vermogensbeheerder hiervoor de volgende verklaring gegeven, die niet (gemotiveerd) door Consument is betwist. Eind augustus 2018 heeft Vermogensbeheerder twee aandelenbeleggingsfondsen aangekocht voor een bedrag van € 42.000, met de bedoeling om na het weekend andere aandelen voor ongeveer dezelfde waarde te verkopen. Die kans heeft Vermogensbeheerder niet meer gehad omdat Consument na het weekend de opdracht gaf de portefeuille te liquideren. Het percentage aandelen zou dus aanzienlijk lager zijn uitgekomen, indien Consument op dat moment niet besloten had te stoppen met het beheer. Al met al is slechts twee keer gebleken van een overschrijding van de overeengekomen bandbreedtes. Voor in elk geval één van die twee overschrijdingen (77% aandelen op 31 augustus 2018) bestaat een plausibele verklaring (zie hierboven).

Bovendien blijkt uit de beheerovereenkomst dat Vermogensbeheerder in beginsel niet gehouden was onverwijld tot herbalancering van de portefeuille over te gaan, maar daarbij alle relevante marktomstandigheden in aanmerking mocht nemen (art. 4.3).

(iii) Consument heeft onvoldoende toegelicht waarom de beleggingsportefeuille te risicovol was ingericht en waarom hij als gevolg van te risicovolle beleggingsbeslissingen van Vermogensbeheerder schade heeft geleden. Het is niet gebleken dat Consument met de inzet van opties een noe-

menswaardig extra risico heeft gelopen, in die zin dat hij schade heeft geleden als gevolg van het beleggen in opties. De beleggingen in high-yield obligaties hadden steeds een rating BBB, BBB-, BB+, BB of B en vertegenwoordigden daarmee het minst risicovolle segment binnen de categorie non-investment grade. Bovendien geldt dat zelfs als wordt meegegaan met de stelling van Consument dat de beleggingen in high yields te risicovol waren en tot de aandelen moeten worden gerekend, de portefeuille nog steeds binnen de afgesproken bandbreedtes blijft. Aan de stelling dat perpetuums niet geschikt zouden zijn voor Consument gelet op zijn relatief hoge leeftijd gaat de Commissie van Beroep voorbij omdat niet voldoende concreet is onderbouwd waarom dat het geval zou zijn. In zijn algemeenheid kan ook niet gezegd worden dat perpetuums nooit geschikt zouden zijn voor oudere beleggers, zeker niet bij actief vermogensbeheer zoals hier aan de orde was, waardoor vooral werd gestuurd op de koersontwikkeling en er regelmatig beleggingen werden gekocht en verkocht. Consument heeft bovendien in de vragenlijst expliciet te kennen gegeven dat hij een beleggingshorizon van meer dan tien jaar had. Consument was niet volledig risico-avers. Als Consument risico-avers was geweest had een "voorzichtig" profiel meer voor de hand gelegen dan een "neutraal" profiel. Dat Consument geen ervaren belegger was betekent gelet op het voorgaande niet dat de beleggingen te risicovol waren. (iv) Consument heeft nog aangevoerd dat de standaarddeviatie van 10,13% die in het cliëntprofiel bij een "neutraal" profiel wordt genoemd, in werkelijkheid hoger lag, maar heeft deze stelling onvoldoende concreet onderbouwd, zeker in het licht van de aanvullende informatie die Vermogensbeheerder voorafgaand aan de mondelinge behandeling in beroep heeft overgelegd. Datzelfde geldt voor zijn stelling dat de portefeuille onvoldoende was gespreid.

5.10.2. Uit nr. 5.10.1 volgt dat de grief van Vermogensbeheerder ter zake van de geschiktheid van de beleggingen slaagt.

#### *Informatie over en hoogte van de kosten*

5.11. De derde grief van Vermogensbeheerder betreft de verstrekte informatie over de kosten. Anders dan de Geschillencommissie in nr. 4.5 van haar uitspraak overweegt, is er volgens Vermogensbeheerder in dit geval wél toereikende informatie verstrekt over de kosten. In de beheerover-

eenkomst wordt gewaarschuwd voor een "hoog kostenniveau" en Consument heeft voorafgaand aan het sluiten van de overeenkomst de door Vermogensbeheerder en de Bank gehanteerde tarieven ontvangen. De waarschuwing over het kostenniveau alleen al moet voor Consument een "ruim voldoende 'trigger' zijn geweest om meteen bij de aanvang van het beheer de kostenontwikkelingen te beoordelen", aldus Vermogensbeheerder. Daartoe was Consument volgens Vermogensbeheerder ook verplicht gelet op de overeengekomen inblikplicht. Op grond daarvan moest Consument minstens elke twee weken de bankrapportages van BinckBank inzien. Deze bankrapportages waren "informatief en inzichtelijk qua performance en cumulatief opgebouwd kostenniveau", aldus Vermogensbeheerder. Als Consument de kosten te hoog vond had hij dit conform de beheerovereenkomst meteen moeten laten weten aan Vermogensbeheerder. Vermogensbeheerder kon het kostenniveau op voorhand ook niet precies inschatten omdat dit van periode tot periode kon wisselen. Vermogensbeheerder kon in de beheerovereenkomst daarom niet meer doen dan waarschuwen voor een hoog kostenniveau, maar "in no time na aanvang beheer" waren de kosten voor Consument goed te volgen via de bankrapportages van BinckBank, aldus nog steeds Vermogensbeheerder.

5.12. Consument voert hiertegen aan dat uit MiFID II voortvloeit dat vermogensbeheerders verplicht zijn om zowel ex-post als ex-ante een gedetailleerde kostenspecificatie te geven. Volgens Consument waren de kosten buitensporig en pas eind 2018 inzichtelijk.

5.13. De Commissie van Beroep overweegt als volgt.

5.13.1. Naar het oordeel van de Commissie van Beroep heeft Vermogensbeheerder toereikende informatie verstrekt over de kosten en waren de kosten in de gegeven omstandigheden ook niet buitensporig hoog.

(i) In de beheerovereenkomst is Consument gewezen op een mogelijk "hoog kostenniveau" (art. 5.3). In een bijlage behorend bij art. 8 (vergoedingen en kosten) zijn de relevante tarieven weergegeven voor transacties in de diverse beleggingscategorieën. Na de aanvang van het beheer ontving Consument maandelijks overzichten van BinckBank. Uit deze overzichten blijken de daadwerkelijke kosten.



(ii) Gesteld noch gebleken is dat het destijds toepasselijke art. 58e Bgfo (informatie over kosten en bijbehorende lasten, zie nr. 5.2, hierboven) niet zou zijn nageleefd.

(iii) Sinds 3 januari 2018 zijn vermogensbeheerders op grond van MiFID II verplicht gedetailleerde ex-ante kosteninformatie te verstrekken (art. 50 MiFID II-uitvoeringsverordening 2017/565). Zoals ook blijkt uit het AFM-document "Veelgestelde vragen over kostentransparantie" (februari 2018, zie nr. 5.4, hierboven), is deze verplichting echter niet van toepassing op vermogensbeheerrelaties die al waren aangegaan voorafgaand aan 3 januari 2018. Omdat de beheerovereenkomst tussen Consument en Vermogensbeheerder is afgesloten op 5 april 2017 en het beheer in mei 2017 daadwerkelijk van start ging, is de verplichting om gedetailleerde ex-ante kosteninformatie te verstrekken dus niet van toepassing op Vermogensbeheerder in relatie tot Consument. De AFM geeft in genoemd document weliswaar aan het "wenselijk" te vinden dat vermogensbeheerders een ex-ante kostenrapportage als een (jaarlijkse) update verstrekken, ook als het vermogensbeheerrelaties betreft die al tot stand waren gekomen voor 3 januari 2018, maar dat betekent nog niet dat sprake was van een juridische afdwingbare verplichting om onmiddellijk te voldoen aan de in MiFID II ingevoerde informatieverplichtingen, zeker niet omdat deze informatieverplichtingen in belangrijke mate afwaken van het voordien geldende MiFID I-regime.

(iv) Sinds 3 januari 2018 zijn vermogensbeheerders op grond van MiFID II eveneens verplicht gedetailleerde ex-post kosteninformatie te verstrekken. Ex-post kostenspecificatie moet minstens eenmaal per jaar worden verstrekt (art. 50 lid 9 MiFID II-uitvoeringsverordening 2017/565). De jaarlijkse kostenspecificatie kan aan het eind van het desbetreffende kalenderjaar worden verstrekt. Begin september 2018 is de portefeuille van Consument geliquideerd, zodat niet kan worden geconcludeerd dat Vermogensbeheerder de verplichting om aan het eind van het jaar een dergelijke specificatie te verstrekken, heeft geschonden.

(v) De gemaakte kosten acht de Commissie van Beroep in de gegeven omstandigheden niet buitensporig hoog. De portefeuille werd actief beheerd en was relatief beperkt van omvang. De kosten waren bovendien hoger door de korte duur van de overeenkomst (ongeveer zestien

maanden) en omdat in die periode de portefeuille werd opgebouwd en weer geliquideerd moest worden.

5.13.2. Uit nr. 5.13.1 volgt dat de grief van Vermogensbeheerder ter zake van de informatie over en hoogte van de kosten slaagt.

5.14. Consument heeft een incidentele grief gericht tegen het door de Geschillencommissie vastgestelde percentage eigen schuld. Omdat de Commissie van Beroep de vordering van Consument zal afwijzen, behoeft deze grief geen inhoudelijke behandeling.

#### 6. Beslissing

De Commissie van Beroep stelt de volgende beslissing in de plaats van de uitspraak van de Geschillencommissie:

– wijst de vordering van Consument af.

#### NOOT

1. De Commissie van Beroep komt in deze zaak tot het oordeel – anders dan de Geschillencommissie – dat de beleggingsonderneming de op haar rustende zorgplicht niet heeft geschonden. Daartoe overweegt de Commissie onder andere dat de beleggingsonderneming zich bij aanvang van de relatie heeft vergewist van wat de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid van de belegger waren en dat de beleggingsonderneming aan de belegger voldoende informatie heeft verstrekt met betrekking tot het beleggingsbeleid en de bijbehorende kosten. Met betrekking tot dit laatste oordeelt de Commissie tevens dat op de beleggingsonderneming niet de verplichting rustte om (i) de ex-ante kosteninformatie of om (ii) de ex-post kosteninformatie te verstrekken zoals voorgeschreven in art. 50 MiFID Uitvoeringsverordening 2017/565.

2. De Commissie verwijst in haar bindend advies naar twee uitingen van de AFM: (i) de AFM-leidraad uit november 2011 "De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer" en (ii) een in februari 2018 op de website van de AFM gepubliceerd document getiteld "Veelgestelde vragen over kostentransparantie". Beide publicaties zijn van invloed op het oordeel van de Commissie. Het oordeel dat voldaan is aan de verplichting van art. 4:20 lid 1 Wft (de verplichting om voldoende informatie te verstrekken zodat de belegger zich een adequaat

oordeel kan vormen over het vermogensbeheer waaronder de gevolgde beleggingsstrategie) is mede gebaseerd op de AFM-leidraad "De klant in beeld" (par. 5.7.1). Verder heeft de Commissie belang toegekend aan de AFM-publicatie "Veelgestelde vragen over kostentransparantie" (par. 5.13.1) om te komen tot het oordeel dat de beleggingsonderneming toereikende informatie heeft verstrekt over de kosten en dat de kosten in de gegeven omstandigheden ook niet buitensporig hoog waren.

3. Zowel een leidraad als een "Q&A" van de AFM hebben niet de formele status van wet- en regelgeving. Beleidsuitingen worden ook wel "soft law" genoemd. Onder soft law wordt verstaan: "alle uitingen van de Nederlandse en Europese financiële toezichthouders die niet formeel juridisch bindend zijn voor financiële ondernemingen, maar wel (indirecte) juridische effecten kunnen hebben en gericht zijn op het bewerkstelligen van effecten in de praktijk". Soft law kan onderscheiden worden in interpretatieve en decisoire soft law. In interpretatieve soft law geeft een toezichthouder aan hoe "hard law" uitgelegd en toegepast dient te worden. In decisoire soft law geeft een toezichthouder aan hoe zij voornemens is invulling te geven aan een haar toekomstige discretionaire bevoegdheid (zie: V.P.G. de Serière en B.C.G. Jennen, 'De betekenis van "soft law" in de financiële toezichtwetgeving', *Ondernemingsrecht* 2017/143).

4. De AFM maakt op haar website onderscheid tussen vier verschillende beleidsuitingen: (i) beleidsregels, (ii) leidraden, (iii) interpretaties en (iv) principes (voor de overzichtelijkheid van deze annotatie worden publicatie van Europese toezichthouders zoals ESMA en ESA buiten beschouwing gelaten). Deze uitingen dienen onderscheiden te worden van de regelgevende bevoegdheid van een toezichthouder. Deze bevoegdheid kan uiteraard alleen uitgeoefend worden indien daartoe een wettelijke grondslag bestaat. Een bekend voorbeeld hiervan is de door de AFM uitgevaardigde "Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft". Voorafgaand aan het ontwerp en de invoering van de Wft is overigens ten principale overwogen dat de regelgevende bevoegdheid van toezichthouders teruggedrongen diende te worden. De MvT bij de Wft vermeldt hierover: "Overeenkomstig de Aanwijzingen voor de regelgeving zal de regelgevende bevoegdheid van de toezichthou-

*ders die bij algemene maatregel van bestuur aan hen kan worden gedelegeerd, daarbij worden ingekaderd en toegespitst op onderdelen die technisch of organisatorisch van aard zijn of samenhangen met de uitvoering van het toezicht"* (Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3, p.14) Deze bevoegdheid bestaat nog steeds maar in mindere mate dan voorafgaand aan de invoering van de Wft.

5. Terug naar de verschillende beleidsuitingen van een toezichthouder. Een beleidsregel is de enige wettelijk gereguleerde uiting van alle beleidsuitingen. In de AWB is een raamwerk opgenomen ten aanzien van de beleidsregel, bestaande uit een definitie van het begrip beleidsregel (art. 1:3 lid 4 Awb) en een regeling van de bevoegdheid om beleidsregels vast te stellen (art. 4:81 Awb). Daarnaast is voorzien in enkele bijzondere normen waaraan een beleidsregel moet voldoen (art. 4:83 Awb) en een voorgeschreven wijze waarop de beleidsregel kan of moet worden gebruikt (art. 4:82 en art. 4:84 Awb) (zie ook: A. Tollenaar, 'Het succes van de codificatie van de beleidsregel in de Awb', januari 2014, *Netherlands Administrative Law Library*).

6. Een beleidsregel wordt in art. 1:3 lid 4 Awb gedefinieerd als een "bij besluit vastgestelde algemene regel, niet zijnde een algemeen verbindend voorschrift omtrent de afweging van belangen, de vaststelling van feiten of de uitleg van wettelijke voorschriften bij het gebruik van een bevoegdheid van een bestuursorgaan". Overigens is dit specifieke besluit uitgezonderd van beroep en dus ook van bezwaar (art. 8:3 Awb). Beleidsuitingen zijn onder te verdelen in beleidsregels en andere beleidsuitingen. Leidraden behoren tot de categorieën overige – dus niet gereguleerde – beleidsuitingen. De AFM vermeldt overigens een "Q&A" niet als een verschijningsvorm van een (overige) beleidsuiting op haar website.

7. Dat roept de vraag op welke (juridische) betekenis moet of mag worden toegekend aan niet-gereguleerde beleidsuitingen. De AFM beschouwt een leidraad in zijn algemeenheid als een uiting waarvan het doel is: "een specifieke groep van personen te informeren of meer inzicht te geven over een bepaald onderwerp" (zie: [www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/leidraden-bu](http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/leidraden-bu)). De AFM kent de volgende betekenis toe aan haar leidraad "Klant in beeld": "Deze leidraad heeft niet de status van wet- en regelgeving. De beschreven visie is niet noodzakelijker-

*wijs de enige manier om zorgvuldig te adviseren. De vertaling van de leidraad naar de dagelijkse praktijk zal de beleggingsonderneming en adviseur zelf moeten maken. Het staat de beleggingsonderneming of adviseur vrij om op een andere wijze invulling te geven aan de aanbevelingen uit deze leidraad. Dit geldt ook voor de voorbeelden die zijn opgenomen in deze leidraad*" (zie bijv.: "De klant in beeld, Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer", update 3 januari 2018, p. 8).

8. Het Hof van Justitie heeft in de Grimaldi-uitspraak gezag toegekend aan Europees rechterlijke soft law (het ging daarbij om onverbindende aanbevelingen van de Europese Commissie). Het Hof overwoog: *"Ten einde de vraag van de verwijzende rechter volledig te beantwoorden, moet echter worden beklemtoond, dat de betrokken handelingen niet kunnen worden geacht geen enkel rechtsgevolg te hebben. De nationale rechterlijke instanties zijn namelijk gehouden de aanbevelingen bij de oplossing van de bij hen ahangige geschillen in aanmerking te nemen, met name wanneer deze duidelijkheid verschaffen over de uitlegging van nationale bepalingen die ter uitvoering ervan zijn vastgesteld of wanneer zij bedoeld zijn om dwingende communautaire bepalingen aan te vullen"* (HvJ EU 13 december 1989, zaak C-322/88, ECLI:EU:C:1989:646).

In de Baltlanta-uitspraak heeft het Hof van Justitie dit oordeel ook uitgesproken ten aanzien van richtsnoeren van de Europese Commissie (HvJ EU 3 september 2014, zaak C-410/13, ECLI:EU:C:2014:2134. Zie ook: T. Barkhuysen, L. Westendrop & S. Ramsanjihal, 'De rechtspositie van financiële instellingen ten aanzien van richtsnoeren en aanbevelingen van European Supervisory Authorities: Europese pseudowetgeving?', *Ondernemingsrecht* 2017/144 en W.M. Wallinga, 'De invloed van Europese soft law op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/540).

9. In Nederland heeft de Hoge Raad in het Achmea-arrest overwogen dat zelfs betekenis kan worden toegekend aan een gedragscode met een zelfregulerend karakter, in casu een code van het Verbond van Verzekeraars (HR 18 april 2015, ECLI:NL:HR:2014:942). De Hoge Raad voegt daar evenwel aan toe dat de gedragscode berust op zelfregulering en niet kan worden aangemerkt als "recht" in de zin van art. 79 RO, zodat de uitleg daarvan in cassatie niet op juistheid kan wor-

den onderzocht. In het Van de Klundert-arrest overwoog de Hoge Raad dat bij de bepaling van de omvang van de zorgplicht van een bank ten aanzien van een in opties handelende belegger betekenis moet worden toegekend aan het reglement van de optiebeurs in kwestie (HR 26 juni 1998, «JOR» 1998/147, m.nt. Frielink).

10. Het is overigens niet voor het eerst dat een rechtelijke instantie (of het KiFID) belang toekent aan een uiting van de AFM. Zo overwoog de Rechtbank Rotterdam in een recent vonnis dat de desbetreffende pensioenadviseur op grond van het ken-uw-cliëntbeginsel van art. 4:23 lid 1 Wft gehouden was om te onderzoeken of zijn (zakelijke) klant wettelijk verplicht was zich aan te sluiten bij het desbetreffende pensioenfonds (Rb. Rotterdam 20 januari 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:595). Dit oordeel werd mede gemotiveerd op basis van een leidraad van de AFM. De rechtbank overweegt als volgt: *"De AFM verwacht dat pensioenadviseurs deze leidraad toepassen. De rechtbank acht de leidraad een nadere concretisering en invulling van wat verwacht mag worden van een redelijk handelend en redelijk bekwaam pensioenadviseur"*. In deze leidraad van de AFM staat onder meer: *"Het komt regelmatig voor dat werkgevers niet weten dat op hun onderneming een CAO of BPF van toepassing is. Het is daarom belangrijk dat u altijd zelf controleert of deze situatie voor de onderneming van toepassing is. Zelfs als de werkgever in de bespreking heeft aangegeven dat dit naar zijn idee niet het geval is"* (AFM leidraad Tweedepijler pensioenadvies, 2009 met update 2018).

11. In de praktijk neemt de AFM in publicaties waaronder leidraden allerlei "standpunten" in zonder dat duidelijk is of het gaat "interpretatieve soft law" of dat het gaat om door de AFM beschouwd "wenselijk gedrag". In het geval van "wenselijk gedrag" gaat het niet om de naleving van wettelijke normen, maar om normen waarvan de AFM het wenselijk acht dat die normen door financiële ondernemingen worden nageleefd, ook al ontbreekt daartoe een wettelijke grondslag. De AFM en DNB baseren hun wijze van toezichthouden immers op de zogenoemde Sparrow-doctrine; deze doctrine houdt kort gezegd in dat toezichthouders zich dienen te richten op het bestrijden van schadelijk gedrag en het bevorderen van gewenst gedrag, ongeacht of dat gedrag wettelijk verboden of wettelijk voorgeschreven is (F.M.A. 't Hart, 'Informeel handha-

ving', *FR* 2019, 1/2 en R.H. Maatman, 'Financieel toezicht en schadelijk gedrag', *Ondernemingsrecht* 2010, 60). Ter illustratie: de AFM gaf in "De toezichtsaanpak van de AFM" van 3 mei 2017 met zoveel woorden aan: "*bij schadelijk gedrag dat niet illegaal is probeert de AFM partijen informeel te beïnvloeden*".

12. Een leidraad (of een andere beleidsuiting) van de AFM en DNB bevat dus niet louter interpretaties van wettelijke normen nu beide toezichthouders zich richten op het bevorderen van "wenselijk gedrag" en in beleidsuitingen ook (concrete) aanbevelingen doen om wenselijk gedrag te bevorderen zonder dat – per aanbeveling – wordt aangegeven of het om wettelijk voorgeschreven gedrag dan wel wenselijk gedrag gaat.

13. Het verdient daarom aanbeveling dat toezichthouders in hun beleidsuitingen duidelijk kenbaar maken of de uiting ziet op een wettelijke norm of niet (bijvoorbeeld omdat de toezichthouder met de uiting wenselijk gedrag beoogt te bevorderen). Dat zou met zich brengen dat het voor justitiabelen kenbaar is welke betekenis – volgens de toezichthouder zelf – aan een uiting mag worden toegekend. Rechtelijke instanties dienen daarentegen er niet zonder meer van uit te gaan dat beleidsuitingen van een toezichthouder beschouwd mogen worden als "soft law" die ziet op wettelijke normen. Geoordeeld zal moeten worden of de uiting in kwestie betrekking heeft op een wettelijke norm en tevens een correctie interpretatie daarvan behelst. Dit geldt temeer indien sprake is van een uiting van een nationale toezichthouder ten aanzien van een Europees-rechtelijke norm.

14. Tot een andere uitkomst van de beoordeling van het geschil had het bovenstaande mijns inziens niet geleid. Terecht overweegt de Commissie dat de AFM in de Q&A aangeeft dat het "wenselijk" is dat een vermogensbeheerder een ex-ante kostenrapportage verstrekt ten aanzien van beheerrelaties tot stand gekomen voor 3 januari 2018, maar dat zulks nog niet betekent dat dus sprake is van een "juridische afdwingbare verplichting". Die overweging past bij de status en bewoordingen van deze specifieke uiting van de AFM.

dr. mr. F.M.A. 't Hart  
advocaat te Amsterdam