Uitspraak Commissie van Beroep 2017-005B d.d. 13 november 2017
(mr. C.A. Joustra, voorzitter, mr. A. Bus, drs. P.H.M. Kuijs AAG, mr. A. Smeeïng-van Hees en mr. R.J.F. Thiessen, leden, en mr. H.C. Dobbelaar-ten Cate, secretaris)

Samenvatting

Commissie van Beroep oordeelt in eindbeslissing dat de Vermogensbeheerder niet tekort is geschoten.

Klik hier voor de uitspraak in eerste aanleg.

1. De procedure in beroep

1.1 De Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening (verder: Commissie van Beroep) heeft in deze zaak op 14 februari 2017 een tussenuitspraak gedaan. Bij die tussenuitspraak zijn partijen in de gelegenheid gesteld zich nader uit te laten als onder 4.11 en 4.13 in die uitspraak omschreven.

1.2 De Vermogensbeheerder heeft vervolgens een brief van 16 maart 2017 met bijlagen aan de Commissie van Beroep toegezonden.

1.3 Belanghebbenden hebben hierop gereageerd bij brief van 5 mei 2017, met bijlage.

2. Verdere beoordeling van het beroep

2.1 In de tussenuitspraak heeft de Commissie van Beroep, voor zover nu nog van belang, het volgende overwogen:
"4.9 Voor zover Belanghebbenden erover klagen dat de Vermogensbeheerder (te veel) perpetuals en derivaten heeft opgenomen in de vastrentende waarden, heeft het volgende te gelden. Tussen partijen staat vast dat de portefeuille van erflater in de categorie vastrentende waarden mede derivaten en perpetuele obligaties bevatten. Perpetuele obligaties kunnen qua eigenschappen en risico's niet worden gelijkgesteld met "gewone" vastrentende waarden zoals staats- en bedrijfsobligaties en zij vertonen (ook) kenmerken van zakelijke waarden. Dit betekent echter nog niet dat perpetuele obligaties zonder meer tot de categorie aandelen moeten worden gerekend, zoals Belanghebbenden aanvoeren. Het antwoord op de vraag in hoeverre de Vermogensbeheerder de perpetuele obligaties als vastrentende waarden in de portefeuille mocht opnemen, hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder de aard van de desbetreffende perpetual. Voor de beoordeling daarvan valt daarom niet vooraf een richtsnoer te geven. Uitgangspunt daarbij is de tussen partijen gesloten overeenkomst. Voor derivaten heeft hetzelfde te gelden. Per derivaat moet worden uitgemaakt of deze al dan niet onder de zakelijke waarden moet worden gerangschikt.

4.10 Belanghebbenden hebben op p. 2 en 3 van hun beroepschrift opgesomd welke producten volgens hen (op enig moment) ten onrechte in de categorie vastrentende waarden waren opgenomen.

- *DB Cap Funding 09/Perp*
- *BPCE 09/Perp*
- *Eureko Reg-S Series 2 08/Perp*
- *SNS Bank VRN 09/Perp*
- *OEVAG VRN 08/Perp*
- *Banca pop di Berg FRN*
- *01/Perp*
- *Axa FRN 04/ Perp*
- *Commerzbank FRCV 11/12*

Voorts hebben Belanghebbenden op basis van de door de Vermogensbeheerder toegezonden vermogensrapportages gespecificeerd in welke mate de portefeuille volgens hen te risicovol was samengesteld:

	31 mrt.	**30 juni**	**30 sept.**	**31 dec.**
Totale portefeuille	*€ 192.872,-*	*€ 316.261,-*	*€ 266.541,-*	*€ 221.515,-*
Zakelijke waarden	*€ 149.837,-*	*€ 169.140,-*	*€ 118.783,-*	*€ 51.861,-*
Perpetuals + Derivaten	*€ 37.729,-*	*€ 65.025,-*	*€ 59.997,-*	*€ 38.925,-*
% zakelijk + perp. + deriv.	*97,25%*	*74,04%*	*67,07%*	*40,98%*

4.11 De Commissie van Beroep overweegt als volgt. De door Belanghebbenden berekende percentages zijn niet zonder meer doorslaggevend voor het antwoord op de vraag of de portefeuille van erflater te veel perpetuele obligaties en derivaten bevatten. Immers, zoals hiervoor overwogen, kunnen bij die beoordeling de perpetuele obligaties en derivaten niet zonder meer bij de zakelijke waarden worden opgeteld, zoals Belanghebbenden in de bovenstaande berekening doen. Belanghebbenden hebben concreet aangewezen welke effecten volgens hen ten onrechte in de categorie vastrentende waarden (lees:) zijn opgenomen. De Commissie van Beroep ziet aanleiding de Vermogensbeheerder in de gelegenheid te stellen toe te lichten waarom deze effecten wel in die categorie thuishoren.

4.12 De Commissie van Beroep is voorts van oordeel dat voor de beoordeling of de portefeuille te risicovol was samengesteld, weinig belang toekomt aan de samenstelling op 31 maart 2011, omdat erflater op deze datum nog slechts de helft van het te beleggen vermogen had overgemaakt op de effectenrekening en de portefeuille op dat moment dus nog in opbouw was.

4.13 Als zou moeten worden aangenomen dat een of meer van de hiervoor genoemde perpetuals en/of derivaten niet thuishoorde(n) in de categorie vastrentende waarden, dan moet worden bepaald of hieruit schade is voortgevloeid. De Commissie van Beroep verzoekt de Vermogensbeheerder ook op dit aspect nader in te gaan.

4.14 Nadat de Vermogensbeheerder de nadere inlichtingen heeft verstrekt als bedoeld in 4.11 en 4.13, zullen Belanghebbenden hierop kunnen reageren."

2.2 De Vermogensbeheerder heeft na de tussenuitspraak van 14 februari 2017 – kort gezegd – het volgende aangevoerd:

- Er bestond in dit geval slechts een beperkt risico dat de perpetuals vervroegd zouden worden afgelost. De Vermogensbeheerder neemt dit soort titels doorgaans slechts voor korte tijd in een portefeuille op, waardoor de aflooptermijn minder relevant is.
- Het procentuele deel van de perpetuals binnen het gehele vastrentende compartiment was op 30 juni 2011 29,1% en op 30 september 2011 28,2%. De Vermogensbeheerder hanteert door de VBA voorgestelde en door de AFM erkende maatstaven met betrekking tot de indeling/kenmerken van een effectenportefeuille. Deze houdt in dat bij een neutrale portefeuille maximaal een percentage van 50 van het vastrentende deel uit perpetuele leningen mag bestaan. De onderhavige portefeuille voldoet aan deze maatstaf.
- De gewogen duration (rentegevoeligheid) van perpetuals in de portefueuille is 7,91, hetgeen laag is en – zo begrijpt de Commissie van Beroep – erop duidt dat de perpetuals in dit opzicht weinig risicovol zijn.
- Het feit dat aan sommige titels (Banco Popolare di Bergamo en OEVAG) geen rating is toegekend, betekent niet dat het gaat om risicovolle producten omdat het voor komt dat emittenten ervoor kiezen geen rating aan te vragen. BPCE en AXA hebben een BBB+ rating en zijn dus – op grond van de normen van VBA – aan te merken als investment grade. Deutsche Bank had een rating van BBB, hetgeen volgens diezelfde normen net geen investment grade was. Deze titel betrof echter slechts 2,5% van de portefeuille (nominaal € 7.000,-). De CommerzBank had de kenmerken van een obligatielening.

2.3 Belanghebbenden hebben in reactie op het vorenstaande gewezen op de algemene – risicovolle – kenmerken van perpetuele obligaties, te weten dat zij achtergesteld en eeuwigdurend zijn, maar vervroegd kunnen worden afgelost en dat de betaling van toekomstige coupons voorwaardelijk is, namelijk afhankelijk van de te behalen winst. De omstandigheid dat de "duration" van de omstreden obligaties laag is, achten Belanghebbenden van weinig belang. Volgens Belanghebbenden zijn perpetuele obligaties uitgegeven door financiële instellingen zonder meer gelijk te stellen met aandelen.

2.4 Naar het oordeel van de Commissie van Beroep kunnen perpetuele obligaties als de onderhavige niet zonder meer worden ingedeeld in de categorie vastrentende waarden. In zoverre is het gelijk aan de zijde van Belanghebbenden. Dit neemt niet weg dat er argumenten kunnen zijn om dergelijke obligaties toch in een neutrale portefeuille op te nemen, zoals de Vermogensbeheerder betoogt, in de mate waarin en op de wijze waarop dit hier is gebeurd. Waar het in dit geval vooral op aankomt is het debiteurenrisico en het renterisico van de omstreden beleggingen.

2.5 In dit geval gaat het in vrijwel alle gevallen om beleggingen met investment grade. Dat geldt ook voor Deutsche Bank, een uitgevende instelling met destijds een BBB-rating van S&P, omdat dit volgens S&P ook investment grade is. Voor Oevag geldt dit vermoedelijk niet, maar het gaat hier om een relatief kleine belegging (met een weging van ongeveer 2%). De perpetuals hebben gemiddeld genomen een hogere rentegevoeligheid en dus een hoger risico, maar kunnen door een juiste strategie van een professionele vermogensbeheerder behulpzaam zijn bij het realiseren van een beter rendement in de categorie vastrentende waarden. Op grond van de toelichting van de Vermogensbeheerder, waarop Belanghebbenden slechts in betrekkelijk algemene zin zijn ingegaan, en het feit dat erflater een relatief lange beleggingshorizon had, komt de Commissie van Beroep al met al tot de conclusie dat in dit geval niet kan worden gezegd dat het voor een vermogensbeheerder onzorgvuldig was deze perpetuals in het vastrentende deel van de portefeuille op te nemen.

2.6 De slotsom is dat het beroep van Belanghebbenden geen succes heeft. De beslissing van de Geschillencommissie zal worden gehandhaafd.

3. Beslissing

De Commissie van Beroep handhaaft de uitspraak van de Geschillencommissie.