Uitspraak Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 201-304 d.d. 30 oktober 2012
(mr. V. van den Brink, voorzitter, en de heren prof. drs. A.D. Bac RA en G.J.P. Okkema, leden en mr. D.M.A. Gerdes, secretaris)

Samenvatting

Informatieverstrekking over gestructureerde obligaties. De aan de belegger verstrekte brochure bevat voldoende informatie over de wijze waarop de rente wordt berekend en de overige relevante kenmerken en risico's van het product. Het is daarom niet gebleken dat de belegger ontoereikend is voorgelicht. De vordering wordt afgewezen.

1. Procedure

De Commissie beslist met inachtneming van haar reglement en op basis van de volgende stukken:
- het dossier van de Ombudsman Financiële Dienstverlening;
- het verzoek tot geschilbeslechting van 28 september 2011;
- het verweerschrift van 7 maart 2011; en
- de door Consument ter zitting overgelegde stukken (twee brieven van Aangeslotene van 16 januari 2006).

De Commissie stelt vast dat tussenkomst van de Ombudsman Financiële Dienstverlening niet tot oplossing van het geschil heeft geleid en dat partijen het advies als bindend zullen aanvaarden.
Partijen zijn opgeroepen voor een mondelinge behandeling te Den Haag op 29 augustus 2012. Daar zijn partijen verschenen.

2. Feiten

De Commissie gaat uit van de volgende feiten:
2.1 Consument, voorheen werkzaam als notaris, belegt sinds 2000 bij Aangeslotene. In deze periode heeft voor hem een speculatief doelrisicoprofiel gegolden.
2.2 In april 2004 heeft Consument gesproken met Aangeslotene in verband met de verkoop van zijn woonhuis. Aangeslotene heeft hem toen geattendeerd op de mogelijkheid van beleggen in Y Obligaties. Aangeslotene heeft de inhoud van dit gesprek bij brief van 27 april 2004 bevestigd:

> "Vorige week hebben we elkaar gesproken op ons kantoor (…). Onderwerp van gesprek was uw persoonlijke financiële situatie. Met name hebben we gesproken over de verkoop van uw huidige woning in A en de financiële consequenties daarvan.
> Uw woning wordt per 15 juni verkocht. De verkoopopbrengst bedraagt EUR 825.000,-. Hiervan wordt uw huidige lening (…) afgelost en u wilt EUR 500.000 aflossen op de overbruggingslening.

Er resteert dan EUR 500.000,- welke u wilt financieren middels twee structurele leningen, namelijk een Aflossingsvrije Hypotheek van EUR 300.000,- met een rente voor 3 jaar vast en een Aflossingsvrije Hypotheek van EUR 200.000,- met een rente voor 2 jaar vast.
Uit de verkoopopbrengst van uw woning resteert dan een bedrag van EUR 200.000,-. Met dit bedrag wilt u veilige beleggingen aankopen die een bedrag aan rente uitkeren wat voldoende is om de hypotheeklasten van in ieder geval de Aflossingsvrije Hypotheek van EUR 200.000,- te voldoen. Wij hebben o.a. gesproken over de X Obligatie. Bijgesloten treft u een brochure aan over deze belegging. (…)"

2.3 In de brochure van de X Obligatie, die Aangeslotene als bijlage bij de genoemde brief heeft meegezonden, staat onder meer:

"(…) Beleggen in obligaties is een goede manier om een regelmatige stroom van inkomsten te ontvangen zonder dat u al te veel risico hoeft te lopen. Maar u wilt natuurlijk ook graag een hoge opbrengst. Vooral nu de rentestand laag is, zijn nieuwe initiatieven nodig waardoor beleggen in obligaties aantrekkelijk blijft. Daarom kunt u bij (naam Aangeslotene) inschrijven op de X Obligatie.
De basis
De X Obligatie maakt op ingenieuze wijze gebruik van het rendementsverschil (en dus risicoprofiel) tussen bedrijfsobligaties en staatsobligaties. Daarnaast is het belangrijk dat u met een hoge mate van zekerheid aan het einde van de looptijd uw geld terugkrijgt. Ook daar is veel zorg aan besteed. Het resultaat is een product met een hoog verwacht rendement. De X Obligatie kent een looptijd van naar verwachting 7 jaar en wordt aangeboden in twee varianten: U hebt de keuze tussen de AAA-hoofdsom (…) en de AA-hoofdsom (…). (…)

Versie	Vaste coupon in jaar 1 en 2	Variabele coupon jaar 3 t/m 7
X Obligatie AAA-hoofdsom	5,50%	Euribor + 2,90%
X Obligatie AA-hoofdsom	6,00%	Euribor + 3,15%
(…)		

X Obligatie
De X Obligatie is een belegging waarmee u direct profiteert van de voordelen van een bijzondere beleggingscategorie, Y. Dit Y product kennen niet alleen een aantrekkelijk rendement, maar ook een – historisch gezien – bijzonder voorspelbare en zekere inkomstenstroom uit de onderliggende portefeuille. De Y producten zijn vooral gericht op het realiseren van een relatief beperkt beleggingsrisico. Om een hoge rente te kunnen realiseren, investeert de X Obligatie ook een deel in een andere beleggingscategorie, namelijk Z Obligaties (Z's).
Beleggen in Y
Een Y product is een obligatie die belegt in een grote en gediversificeerde portefeuille van verschillende waarden (…) zoals hypotheken, credit card leningen, autofinancieringen en leases. Over het algemeen hebben ze twee belangrijke karakteristieken, te weten:

- Een historisch gezien bijzonder voorspelbare en zekere inkomstenstroom uit de onderliggende portefeuille van assets;
- De portefeuilles kunnen bestaan uit bijzonder veel individuele assets (…).

Deze karakteristieken zorgen ervoor dat product Y niet of nauwelijks worden getroffen door schokken zoals het faillissement van een groot bedrijf. (…) Y producten zijn daarmee een

uiterst geschikt beleggінginstrument om in te beleggen indien bescherming van de hoofdsom een belangrijke rol speelt.
Gebouwd met 'haute finance'
Om de X Obligatie zijn unieke kenmerken te kunnen geven, is gebruikgemaakt van 'haute finance'. Met behulp van geavanceerde financiële instrumenten zoals credit default swaps (kredietderivaten) wordt uw inleg geïnvesteerd in een gespreide portefeuille van y product en virtuele Z's.
(…)
De invloed van credit events
Op vereenvoudigde wijze kan worden gesteld dat de X Obligatie het bedrag van uw deelname belegt in een portefeuille bestaande uit Y product en obligaties van een groot aantal verschillende bedrijven. Als één van die debiteuren niet in staat is om tijdig de rente of de hoofdsom van die belegging terug te betalen, noemen we dit een credit event. Een credit event werkt door op het rendement van de X Obligatie.
(…)
De X Obligatie is zodanig gestructureerd dat de rentebetaling is verbonden aan de prestaties van ieder van de virtuele Z's. Afhankelijk van wanneer de credit events zich voordoen, kan zowel de vaste als de variabele coupon worden verlaagd. Uitsluitend in zeer bijzondere omstandigheden (die zich tot op heden nimmer hebben voorgedaan) krijgt u op de einddatum niet de (volledige) nominale waarde van EUR 1.000 terug, De meeste zekerheid dat op de einddatum de volledige nominale waarde terugkrijgt, hebt u als u kiest voor de versie van de X Obligatie met AAA-rating op de hoofdsom.
Risico en rendement: hoofdsom
De hoofdsom van de X Obligatie heeft een AAA-rating respectievelijk een AA-rating. Er wordt belegd in een portefeuille van 26 ABS en acht virtuele Z's. (…) Voordat de hoofdsom van de AAA-variant in gevaar komt, moet voor meer dan 20% van de onderliggende beleggingen een credit event optreden. Voor de AA-variant ligt deze grens op 13%. De volgende grafiek geeft dit risico schematisch weer. (…)
Risico en rendement: rente
De X Obligatie betaalt een hoge coupon met een vaste rente in de eerste twee jaar. In de jaren daarna wordt een coupon met een variabele rente, die gekoppeld is aan de driemaandsrente, betaald. Na de eerste twee jaar van de looptijd is de hoogte van de coupon dus mede afhankelijk van de rente-ontwikkelingen op de financiële markten. Indien de driemaandsrente stijgt, stijgt uw rente-uitkering, en andersom. De X Obligatie heeft een hogere coupon en een hoger verwacht rendement dan normale AAA en AA-obligaties. Dit komt doordat de coupon van de X Obligatie een ander risicoprofiel heeft. (…)
Op basis van historische gegevens is berekend dat een credit event in één Z product gemiddeld leidt tot een verlaging van de coupon met 2,1%. Gemiddeld komt elke bedrijfsobligatie echter in 3,6 van de acht virtuele Z's voor. Hierdoor is de verwachte procentuele reductie van de totale coupon 3,6 x 2,1% = 7,6% per 'gemiddeld credit event'. De coupon wordt dus bij het eerste credit event van 100% naar 92,4% van de oorspronkelijke coupon gereduceerd. Bij het tweede credit event van 92,4% naar 84,8% enzovoort. Indien meer dan 13 credit events plaatsvinden, wordt de coupon tot 0% gereduceerd.
Virtuele Z's
De virtuele Z's waarin de X Obligatie belegt, bestaan uit goed gespreide portefeuilles van bekende Europese, Noord-Amerikaanse en Aziatische bedrijven. Uw couponrisico bestaat

daarom uit de mogelijkheid dat zich ten aanzien van de bedrijven uit de portefeuilles van de virtuele Z's één of meerdere credit events voordoen. Uitgaande van een percentage van 2% cumulatieve credit events zou uw verwacht effectief rendement uitkomen op 5% op jaarbasis voor de AAA-hoofdsom. Voor de AA-hoofdsom zou dit 5,25% zijn. In de onderstaande grafiek ziet u hoeveel het verwachte rendement bedraagt als dit percentage lager of hoger ligt dan 2%. (…)
Dagelijks verhandelbaar
De X Obligatie heeft een looptijd van naar verwachting zeven jaar. Aangezien notering van de X Obligatie is aangevraagd (…), kunt u uw belegging elke beursdag verhandelen. U ontvangt dan de geldende koers. Deze koers kan zowel naar boven als naar beneden afwijken van de emissieprijs. Mocht u uw belegging tussentijds willen verkopen dan adviseren wij u contact op te nemen met uw adviseur van (naam Aangeslotene). (…)"

2.3.A Consument heeft op 26 juli 2004 twee orders doorgegeven: één tot aankoop van X Obligaties A voor een nominaal bedrag van € 100.000 tegen een koers van 105% (hierna: de X's A) en één tot aankoop van X Obligaties B voor een nominaal bedrag van € 65.000 tegen een koers van 105,1% (hierna: de X's B). De X's A en X's B zullen hierna gezamenlijk als "X's" worden aangeduid.

2.4 Op 13 juli 2009 heeft Consument aan Aangeslotene gemaild:
"(…) Begin deze maand ontving ik aan couponrenten circa € 614,-. Vorig kwartaal was dat circa € 2.125,-. Waarom is dat nu zoveel minder? (…) Graag even uw reactie. (…)"

2.5 Aangeslotene heeft bij e-mail van 13 juli 2009 geantwoord:
"(…) Het percentage van Euribor is sterk verlaagd (…). U kunt het precies volgen op de site www.raboglobalmarkets.nl
productdetails.
U heeft dan de ISIN code nodig, die zijn XS0186244785 en XS0186244603.
Ik hoop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd. (…)"

2.6 Consument heeft vervolgens bij brief van 19 juli 2009 een klacht over de X's bij Aangeslotene ingediend.

2.7 Consument heeft een deel van de X's B – met een nominaal bedrag van in totaal € 27.000 – verkocht. De verkoop heeft plaatsgevonden op 22 februari 2007, 14 mei 2007, 1 december 2010 en 28 februari 2011; de koers lag op die data tussen 92% en 102%. Van de X's A is op 25 januari 2011 een deel met een nominaal bedrag van € 5.000 verkocht bij een koers van 97,27%. De resterende X's zijn op 7 april 2011 afgelost tegen betaling van de gehele hoofdsom.

3. Geschil

3.1. Consument vordert dat Aangeslotene wordt veroordeeld tot vergoeding van de schade die hij op de X's heeft geleden. Deze schade bestaat uit twee schadeposten. De eerste is het renteverlies op de X's, dat door Consument is begroot op ongeveer € 16.000; dit bedrag is berekend door het verschil te nemen tussen de daadwerkelijk ontvangen rente en het bedrag dat ontvangen zou zijn als de rentevoet steeds 6% per jaar was geweest. De tweede schadepost bestaat uit het agio op de X's en de bij aankoop daarvan betaalde provisie; dit bedrag is door Consument begroot op € 9.148,26.

3.2 Aan deze vordering legt Consument ten grondslag dat de X's niet voldoen aan hetgeen hij op grond van de voorlichting van Aangeslotene mocht verwachten en dat bij dit product sprake is van een naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbare wanverhouding tussen de voordelen voor Aangeslotene en de lasten voor de cliënt.
3.3 Aangeslotene heeft de stellingen van Consument gemotiveerd weersproken. Voor zover nodig zal de Commissie bij de beoordeling daarop ingaan.

4. Beoordeling

4.1 Ten aanzien van de aard van de rechtsverhouding tussen partijen overweegt de Commissie als volgt. Aangeslotene heeft gesteld dat aanvankelijk een adviesrelatie tussen partijen bestond, maar dat deze in 2002 is omgezet in het serviceconcept B-Beleggen, dat als een relatie van execution only moet worden beschouwd. Deze stelling is door Consument niet betwist en daarmee komen vast te staan. Dat neemt overigens niet weg dat uit de vastgestelde feiten volgt dat Aangeslotene Consument voorafgaande aan de in overweging 2.4 bedoelde transacties heeft geïnformeerd over de voorgenomen belegging, en dat de vraag of die informatie adequaat was derhalve ter beoordeling aan de Commissie voorligt
4.2 Partijen verschillen van standpunt over de gegeven voorlichting. Consument stelt dat hij, gelet op de hem verstrekte informatie, heeft mogen aannemen dat hij op de X's een rente van ongeveer 6% per jaar zou ontvangen en dat hooguit een kleine daling van dit rentetarief mogelijk was. Aangeslotene brengt hiertegen in dat zij op dit punt geen garantie heeft gegeven en dat voor het overige de kenmerken en risico's van het product toereikend worden beschreven in de aan Consument verstrekte brochure.
4.3 De Commissie overweegt als volgt. Vast staat dat Consument de door Aangeslotene overgelegde brochure heeft ontvangen. Uit deze brochure blijkt dat product X een obligatie is met bijzondere kenmerken, die van een gewone obligatie verschilt doordat met behulp van kredietderivaten wordt belegd in Y producten en Z's. Vermeld wordt dat het rentepercentage in de eerste twee jaar vast is en in de resterende jaren van de looptijd variabel – namelijk gebaseerd op Euribor met een opslag – en dat de hoogte van dit percentage wordt beïnvloed door het al dan niet optreden van 'credit events', waarbij de betekenis van de term 'credit events' wordt toegelicht. Ook wordt toegelicht op welke wijze credit events invloed hebben op de terugbetaling van de hoofdsom, terwijl bovendien op p. 5 aan de hand van een tabel wordt uitgelegd wat de precieze samenhang is tussen het aantal credit events en het effectieve rendement. Ten slotte wordt ook vermeld dat de koers gedurende de looptijd zowel naar beneden als naar boven kan afwijken van de emissieprijs. Gezien deze bewoordingen is de Commissie van oordeel dat de kenmerken en risico's van het product voldoende duidelijk en indringend zijn beschreven in de brochure. Het is daarom niet gebleken dat Consument ontoereikend is voorgelicht en evenmin dat hij heeft mogen verwachten dat de rente steeds (ongeveer) 6% per jaar zou bedragen.
4.4 Aan zijn vordering legt Consument ook artikel 2:8, 6:2 en 6:248 BW ten grondslag, waarbij hij stelt dat er een grote wanverhouding bestaat tussen de voordelen voor Aangeslotene en de lasten voor de cliënt; volgens Consument had Aangeslotene naar

maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet een bedrag van € 9.148,26 aan agio en provisie in rekening mogen brengen. Aangeslotene heeft echter onweersproken gesteld dat Consument op de X's A en de X's B een rendement van gemiddeld 4,65% respectievelijk 4,94% heeft behaald en dat de hoofdsom van de X's inmiddels geheel is afgelost. Verder blijkt uit de stellingen van Consument niet zonder meer dat de betaalde provisie – respectievelijk € 490 en € 343,26 – uitzonderlijk hoog is; datzelfde geldt voor het agio, dat volgens Consument bij de X's A € 5.000 bedroeg en € 3.315 bij de X's B. Ook op deze grond kan de vordering niet slagen.

4.5 Ten slotte kan de Commissie zich niet aan de indruk onttrekken dat dit geschil (mede) zijn oorsprong vindt in de wijze waarop Aangeslotene heeft gereageerd op de e-mail van Consument van 13 juli 2009. In deze e-mail heeft Consument gevraagd waarom de rente in dit kwartaal zo veel lager was dan voorheen; Aangeslotene heeft daarop alleen geantwoord dat 'het percentage van Euribor sterk verlaagd was', zonder dit in voor een gemiddelde cliënt begrijpelijke termen uit te leggen. De Commissie acht het aannemelijk dat dit reden voor Consument is geweest om twijfel te gaan koesteren over dit product. Hoewel dit niet tot toewijzing van de vordering kan leiden – aangezien hiervoor is gebleken dat de brochure wèl toereikende informatie bevatte – acht de Commissie het begrijpelijk dat Consument met deze – niet adequate – beantwoording van zijn vraag geen genoegen kon nemen.

4.6 Gezien het voorgaande dient de vordering van Consument te worden afgewezen.

5. Beslissing

De Commissie wijst als bindend advies de vordering af.

In artikel 5 van het Reglement van de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening is bepaald in welke gevallen beroep openstaat van beslissingen van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening bij de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening. Daarbij geldt een termijn van zes weken na verzending van deze uitspraak.