KiFiD
Klachteninstituut Financiële Dienstverlening

Uitspraak Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 2012-232 d.d. 13 augustus 2012
(mr. C.E. du Perron, voorzitter, prof. drs. A.D. Bac RA en J.C. Buiter, leden en mr. T.R.G. Leyh, secretaris)

Samenvatting

Beleggingsrelatie op basis van execution only, waarbij Consument optiestrategieën gebruikt, meer specifiek put timespreads op de AEX-index. Het had op zijn weg had gelegen zich voorafgaand aan het opgeven van de orders nader te (laten) informeren over de eraan verbonden risico's. Alhoewel Aangeslotene heeft nagelaten Consument volledig te informeren over haar berekeningsmethode inzake de marginverplichting, en het tevens aannemelijk is dat haar risicomanagementsysteem niet afdoende heeft gefunctioneerd, staat de door Consument geclaimde schade te ver van deze omstandigheden verwijderd om voor vergoeding in aanmerking te komen.

1. Procedure

De Commissie beslist met inachtneming van haar reglement en op basis van de volgende stukken:
- het dossier van de Ombudsman Financiële Dienstverlening;
- de brief van Consument inhoudende zijn verzoek tot geschilbeslechting met bijlagen, waaronder het door Consument ingevulde vragenformulier en de door hem ingevulde verklaring, ontvangen 4 januari 2011;
- het verweer van Aangeslotene van 17 mei 2011;
- de repliek van Consument van 31 juli 2011;
- de dupliek van Aangeslotene van 16 september 2011.
- de door Aangeslotene ter zitting overgelegde grafiek en berekening;
- de brief van Consument van 9 februari 2012;
- de brief van Aangeslotene van 13 februari 2012;
- de brief van Consument van 4 maart 2012;
- de brief van Aangeslotene van 9 maart 2012.

De Commissie heeft vastgesteld dat tussenkomst van de Ombudsman Financiële Dienstverlening niet tot oplossing van het geschil heeft geleid.
De Commissie heeft vastgesteld dat beide partijen het advies als bindend zullen aanvaarden.
De Commissie heeft partijen opgeroepen voor een mondelinge behandeling te Den Haag op 18 januari 2012. Aldaar zijn partijen verschenen.

2. Feiten

De Commissie gaat uit van de volgende feiten:
2.1 Tussen Consument en Aangeslotene bestaat sinds de ondertekening van een daartoe strekkende overeenkomst in januari 2001een beleggingsrelatie op basis van execution only.

Onderdeel van de overeenkomst vormen onder meer de Voorwaarden Derivaten en de Handleiding Derivaten van Aangeslotene. In de Voorwaarden Derivaten heeft Aangeslotene het navolgende aangaande de marginverplichtingen vermeld:

"Artikel 6 – Margin

6.1 Cliënt zal direct op eerste verzoek aan (Aangeslotene) margin verschaffen en handhaven tenminste tot de hoogte en in de vorm zoals van tijd tot tijd bepaald door (Aangeslotene).

6.2 (Aangeslotene) kan te allen tijde verlangen dat Cliënt de geschatte margin samenhangende met een Order verschaft voordat de Order wordt uitgevoerd en dat Cliënt een eventueel margintekort opheft voordat een nieuwe Order wordt uitgevoerd. Cliënt dient aan ieder verzoek tot het storten of bijstorten van margin steeds onmiddellijk te voldoen."

In de Handleiding Derivaten heeft Aangeslotene onder 3.1, Het belang van kennis, de navolgende tekst opgenomen:

"Aan de handel in derivaten kunnen grote risico's zijn verbonden. U dient precies te begrijpen welke risico's met derivaten en specifieke beleggingen in derivaten gepaard kunnen gaan, zodat u kunt bepalen of u die risico's financieel kunt dragen en of die risico's aanvaardbaar zijn in het kader van uw beleggingsdoelstelling. Zonder kennis van zaken is het onverstandig om te beleggen. Dat geldt in het bijzonder voor derivaten. Maakt u alleen gebruik van speciale optiestrategieën zoals spreads, straddles en strangles als u precies begrijpt wat de werking van dergelijke strategieën is en welke risico's daaraan zijn verbonden."

In diezelfde handleiding is een hoofdstuk opgenomen getiteld Marginverplichting waarin onder meer en voor zover hier van belang het volgende is opgenomen:

"6.3.3.2 Europese stijl opties

Optiecombinatie	Uitoefenprijs	Looptijd	Marginverplichting
Long put spread	long put ≥ short put	long put > short put	€250 per optie of marktwaarderegel*

(…)

* De marktwaarderegel wordt toegepast als de marktwaarde van de combinatie kleiner is dan nul (premie longpositie is lager dan premie shortpositie) en houdt in dat de margin van die combinatie gelijk is aan het verschil tussen de optiepremies x 1,25 x 100."

2.2 Aangeslotene hanteert een risicomanagement systeem dat onder meer rekening houdt met de Vrije Besteedbare Ruimte (VBR) van rekening van de betreffende cliënt bij het door haar cliënten aangaan van (optie)posities. Voor het bepalen van de marktwaarde van een optiecombinatie gebruikt zij de middenkoersen van de afzonderlijke poten van de constructie.

2.3 Aangeslotene heeft het beleggersprofiel van Consument, nadat hij op 19 maart 2003 een elektronische vragenlijst had ingevuld aan de hand waarvan dat profiel is bepaald, vastgesteld als zeer speculatief.

2.4 Op 23 oktober 2008 heeft Consument 3 orders (met nummers 1948, 1949 en 1950) opgegeven en daarmee posities opgezet in een AEX put timespread, welke door het risicomanagement systeem van Aangeslotene zijn gefiatteerd. Consument had op 22 oktober 2008 einde dag en derhalve vóór het opgeven van de orders een VBR van € 1605,72. Consument heeft vervolgens in oktober en onder andere op 8 november 2008 telefonisch contact gehad met de afdeling Risicomanagement van Aangeslotene met vragen over de marginberekening.

2.5 In de loop van 2009 heeft Consument nog enige malen in timespreads op de AEX index gehandeld. De waarde van die spreads heeft zich negatief ontwikkeld. Zijn longpositie werd minder waard dan de shortpositie, en werd daarmee een marktwaardespread. Als gevolg hiervan nam de margin toe en zijn VBR af. Nadat deze negatief werd, heeft

Consument daarop de aangehouden posities moeten sluiten.
2.6 Per brief van 15 juni 2009 heeft Consument Aangeslotene aansprakelijk gesteld voor geleden beleggingsverliezen op posities in timespreads op de AEX index.

3. Geschil

3.1. Consument vordert vergoeding van de door hem geleden schade, door hem begroot op een bedrag van € 30.490,07, hetwelk bestaat uit het verschil in waarde van de portefeuille voor- en nadat hij vanwege een margintekort gedwongen werd posities te sluiten en derhalve verliezen te nemen.
3.2. Deze vordering steunt, kort en zakelijk weergegeven, op de volgende grondslagen. Aangeslotene heeft Consument gebrekkig geïnformeerd en voorgelicht en daarmee haar zorgplicht jegens hem geschonden. Zo is in geen enkel document dat Aangeslotene aan Consument heeft verstrekt aandacht voor de specifieke risico's verbonden aan timespread constructies. Deze risico's zijn, zo blijkt, toch heel anders van aard dan risico's die zijn verbonden aan enkelvoudige optieconstructies. Het hebben uitgevoerd van vele enkelvoudige optieconstructies biedt daarbij, en dat is belangrijk, geen wezenlijke additionele ervaring voor het beter kunnen inschatten van risico's van timespreads, aldus Consument. Daarnaast verwijt Consument Aangeslotene voor timespreads een marginregel te hanteren die volkomen inadequaat is omdat de benodigde margin (en daarmee het VBR effect) tot nul kan naderen wanneer de premie van de long put slechts heel licht lager is dan die van de short-put. Zo kan reeds met een kleine VBR een enorme positie worden ingenomen waarvan ook nog eens onvermijdelijk is dat deze positie bij kleine koersschommelingen in korte tijd een veel groter beslag op de VBR teweeg zal brengen.
Voorts verwijt Consument Aangeslotene dat zij ten onrechte orders heeft uitgevoerd omdat zijn toen beschikbare VBR niet toereikend was voor de gevraagde marginverplichting. Daarbij zijn sterke twijfels gerezen over het juist functioneren van het fiatteringssysteem betreffende het afsluiten van timespreads.
De schade bestaat uit de verliezen die zijn geleden bij het gedwongen sluiten van posities om het tekort op de VBR aan te zuiveren. Het gaat dan om posities die niet zouden zijn aangegaan als de marginregels en het fiatteringssysteem van Aangeslotene op orde zouden zijn geweest (omdat er geen of een te lage VBR zou zijn geweest) ofwel fouten die zijn gemaakt in de berekening/fiattering van de VBR zelf. Het is bijzonder moeilijk om precies vast te stellen welke orders dat zijn omdat dan eerst moet worden vastgesteld hoe de marginregel wel had dienen te zijn en/of welke orders ten onrechte zijn uitgevoerd door fiatteringsproblemen. Pas dan is ongeveer te berekenen hoeveel posities niet hadden mogen of kunnen worden ingenomen en hoeveel verlies er gedwongen moest worden genomen.
3.3 Aangeslotene heeft gemotiveerd verweer gevoerd. Bij de beoordeling zal de Commissie daar voor zover nodig op in gaan.

4. Beoordeling

4.1 Het gaat in deze zaak om de berekening van de marginverplichting bij put timespreads (in opties Europese stijl) op de AEX-index. De Commissie merkt allereerst op dat marginregels er toe strekken zowel de handel (die er zeker van moet zijn dat verplichtingen worden nagekomen) als de belegger (ter beperking van het risico dat deze loopt) te beschermen. Een beleggingsinstelling mag voor de marginberekening haar eigen methode gebruiken, mits deze redelijk is gelet op het doel van de marginverplichtingen en blijft binnen de grenzen van wet- en regelgeving.
4.2 Consument heeft gesteld dat Aangeslotene haar zorgplicht jegens hem niet is nagekomen. Daartoe heeft Consument allereerst gesteld dat Aangeslotene hem niet in afdoende mate heeft geïnformeerd en voorgelicht over de werking van en de specifieke aard van de risico's verbonden aan timespreads. Aangeslotene heeft zich hiertegen verweerd door aan te voeren dat timespreads geen aparte financiële instrumenten zijn, maar door een belegger zelf samengestelde combinaties van een tweetal opties waarop een specifieke marginberekening van toepassing is. Aangeslotene verwijst daarbij naar de waarschuwing in haar Handleiding Derivaten. Voorts beroept Aangeslotene zich op het karakter van de cliëntrelatie, die er haars inziens bij Consument toe had moeten leiden nadere informatie in te winnen over de kenmerken van een timespread alvorens dergelijke constructies op te zetten door het innemen van optieposities. Die informatie heeft Consument in ieder geval van Aangeslotene verkregen tijdens het telefoongesprek van 8 november 2008, aldus nog steeds Aangeslotene, hetgeen hem er niet van weerhouden heeft nadien soortgelijke timespreads op te zetten.
4.3 De Commissie overweegt dat tussen Consument en Aangeslotene een relatie op basis van execution only bestaat waarbij Consument Aangeslotene gebruikt voor het doorgeven van zijn effectenorders. Bij deze vorm van effectendienstverlening neemt de belegger zelfstandig en zonder voorafgaand advies beleggingsbeslissingen. De beleggingsbeslissingen van Consument welke leidden tot de aangehouden optieposities die onderwerp vormen van onderhavig geschil, komen daarom in beginsel voor zijn rekening en risico. Voor zover Consument een beroep heeft gedaan op een gebrek in de informatievoorziening zijdens Aangeslotene geldt dat het, gelet op de aard van de relatie, op zijn weg had gelegen zich voorafgaand aan het opgeven van de orders nader te (laten) informeren over de aan deze optieconstructie verbonden risico's. Uit de onder 2.1 geciteerde voorwaarden is in ieder geval duidelijk dat aan optieconstructies risico's zijn verbonden en uit niets blijkt dat de erin genoemde constructies een limitatieve opsomming vormen. De zorgplicht van een beleggingsinstelling reikt naar het oordeel van de Commissie bij een execution only relatie niet zo ver dat de instelling in kwestie zich voorafgaand aan iedere transactie dient te vergewissen van bij de opdrachtgever van die order al dan niet aanwezige kennis van zaken. Hieruit volgt dat de klacht van Consument inzake de voorlichting over timespreads ongegrond is.
4.4 Ten aanzien van het tweede onderdeel van zijn klacht, betreffende de marginvereisten voor timespreads, betwist Consument niet dat Aangeslotene gerechtigd is zelf de marginberekeningswijze vast te stellen. Het bevreemdt hem echter dat eerst tijdens de zitting is gebleken dat de dekkingseisen voor timespreads anders in elkaar zitten dan in de handleiding is opgenomen, wat de vraag oproept in hoeverre Aangeslotene door het

achterhouden van deze informatie in strijd met haar zorgplicht heeft gehandeld.

Consument heeft gesteld dat de door Aangeslotene gehanteerde methode niet adequaat is, omdat de benodigde margin als gevolg van de door Aangeslotene gebruikte marktwaarderegel in bepaalde gevallen tot nul kan naderen en zo reeds met een kleine VBR een enorme positie kan worden ingenomen. Onvermijdelijk is dat deze positie bij kleine koersschommelingen in korte tijd een veel groter beslag op de VBR teweeg zal brengen, aldus Consument. Voorts heeft Consument gesteld dat er een ongewenst effect op de VBR ontstaat door het hanteren van middenkoersen en dat het gevolg hiervan is dat een belegger die een order uitvoert in de overtuiging nog VBR over te houden zich direct na het uitvoeren van deze order geconfronteerd kan zien met een negatieve VBR, ook al beschikte hij bij het opgeven ervan over de vereiste margin.

Aangeslotene heeft erkend dat de berekeningsmethodiek voor timespreads Europese stijl in de handleiding derivaten genuanceerder had kunnen worden beschreven, maar betwist dat Consument als gevolg van het verschil in beschrijving schade heeft geleden. Aangeslotene hanteert deze berekeningswijze opdat haar cliënten ook ten aanzien van de marktwaardespread aan de actuele verplichtingen kunnen voldoen, waartoe Aangeslotene wettelijk verplicht is conform het bepaalde in artikel 86 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen. Bij toepassing van de marktwaarderegel wordt naast de marktwaarde van de timespread een extra zekerheid van 25% van die marktwaarde gevraagd. Deze marginverplichting is voldoende om aan de actuele verplichtingen te kunnen voldoen die uit de positie voortvloeien, aldus Aangeslotene. Aangeslotene bestrijdt niet dat, zoals Consument heeft gesteld, toepassing van de marktwaarderegel onder bepaalde omstandigheden leidt tot een beperkt beslag op de VBR. In dergelijke situaties heeft een belegger meer mogelijkheden om andere transacties te doen. Aangeslotene betwist echter de stelling van Consument dat de beschermende werking van de marginverplichting om deze reden niet adequaat zou zijn. Het gebruik van middenkoersen maakt dat niet anders.

4.5 Het onder 4.2 overwogene laat onverlet dat ook bij execution only een belegger niet iedere bescherming behoeft te ontberen en een beleggingsinstelling als Aangeslotene als opdrachtnemer een zekere zorgplicht heeft jegens haar cliënten. Zo dient een belegger er op te kunnen vertrouwen dat een beleggingsinstelling hem adequaat informeert over de berekeningswijze die zij hanteert inzake de marginverplichting, opdat hij weloverwogen zijn beleggingsbeslissingen kan maken. De Commissie stelt vast dat Consument uit de documentatie die hij van Aangeslotene heeft ontvangen niet kon opmaken op welke wijze Aangeslotene de margin exact berekent. Consument heeft voldoende aannemelijk gemaakt dat de wijze van berekening hem pas door het ter zitting besprokene en de nadien overgelegde stukken duidelijk is geworden. Door de door haar gehanteerde methode niet volledig in haar voorwaarden en handleiding te vermelden - zulks heeft zij ook erkend -, is Aangeslotene naar het oordeel van de Commissie dan ook tekortgeschoten in haar zorgplicht. Daarmee is echter niet gezegd dat Aangeslotene gehouden is de beweerdelijk geleden schade van Consument te vergoeden. Consument heeft namelijk geen verband aannemelijk gemaakt tussen die omstandigheid en zijn gesteld geleden verlies. Anders gezegd: niet aannemelijk is dat Consument de verlieslatende transacties niet zou hebben verricht indien Aangeslotene hem beter over de marginberekening zou hebben voorgelicht. Aldus is

van een causaal verband tussen de gedraging van Aangeslotene en het geclaimde verlies geen sprake en kan zijn vordering op die grond niet worden toegewezen.

De Commissie is voorts van oordeel dat Consument er niet in is geslaagd aannemelijk te maken dat de door Aangeslotene gehanteerde berekeningswijze - zoals hij heeft gesteld - niet adequaat is, noch dat deze in strijd zou zijn met een op haar rustende zorgplicht. Allerminst is komen vast te staan dat het systeem erop is gericht de cliënten van Aangeslotene te benadelen. Dat andere beleggingsinstellingen een minimum marginverplichting van € 250 hanteren en niet de marktwaarderegel, zoals Consument heeft aangevoerd, doet hier niets aan af.

Aangaande het door Consument beschreven risico dat, nadat een order is uitgevoerd, alsnog een negatief effect kan ontstaan op de VBR, deelt de Commissie de opvatting van Aangeslotene dat een dergelijk risico niet wordt weggenomen door in plaats van middenkoersen bied- en laatprijzen te hanteren bij de fiattering van een order. Bovendien is dit risico eigen aan het beleggen in putopties met brede spreads. De Commissie is, in lijn met hetgeen onder 4.2 reeds overwogen is aangaande de eigen verantwoordelijkheid van een belegger in een execution only relatie, van oordeel dat Consument voor dit laatste zelf gekozen heeft, en daarmee verondersteld wordt de ermee gepaard gaande risico's te hebben aanvaard.

4.6 Inzake zijn laatste klachtonderdeel heeft Consument zijn twijfels geuit over de vraag of de nader toegelichte berekeningsmethodiek ook gold ten tijde van de door hem opgegeven orders. Voorts heeft hij gesteld dat bepaalde orders niet meer door het risicomanagementsysteem hadden mogen worden gefiatteerd vanwege een gebrek aan VBR en dat het systeem daarmee ontoereikend is. Ook is het getoonde VBR-effect niet wat het daadwerkelijke effect is, het wijkt daar in sommige gevallen flink van af.

Aangeslotene heeft opgeworpen dat er geen reden is te twijfelen aan de juiste werking van het fiatteringssysteem.

4.7 De Commissie begrijpt dat Consument met zijn laatste klachtonderdeel veronderstelt dat Aangeslotene zijn bestedingsruimte niet voldoende heeft bewaakt. De Commissie heeft Aangeslotene naar aanleiding van de zitting gevraagd berekeningen van de VBR van de portefeuille van Consument te verstrekken. Aan dat verzoek heeft Aangeslotene voldaan, waarna Consument in de gelegenheid is gesteld een reactie te geven op de berekeningen. In die berekeningen heeft Aangeslotene opgenomen dat de VBR einde dag 22 oktober 2008 € 1.605,72 bedroeg en heeft zij voorts de navolgende effecten op de VBR becijferd:

Ordernr. 1948 =- (10 X 100 X 1,25 X (214,30- 208,15)) + (10 X 100 X 6,15) = -1.537,50
Ordernr. 1949 =- (10 X 100 X 1,25 X (214,55- 208,45)} + (10 X 100 X 6,10) = -1.475,-
Ordernr. 1950 =- (10 X 100 X 1,25 X (250,-- 239,65)) + (10 X 100 X 10,35) = -2.587,50

Aldus heeft de Commissie zich een oordeel kunnen vormen over de door Aangeslotene gehanteerde berekeningsmethodiek en de ontwikkeling van de VBR van Consument op 23 oktober 2008.

Door Consument gesteld, en door Aangeslotene naar het oordeel van de Commissie niet in voldoende mate betwist – integendeel, de door Aangeslotene overgelegde berekening bevestigt de lezing van Consument–, had de VBR na order 1948 al zo gering geweest dienen

te zijn dat uitvoering van de nadien opgegeven orders 1949 en 1950 daarmee onmogelijk was. De opmerking van Aangeslotene (dat bij de beurs de intraday quotes van 23 oktober 2008 niet meer voorhanden waren, zij daarom heeft gerekend met de uitvoeringsprijzen en dat het niet onaannemelijk is dat de prijsverschillen op basis van middenprijzen op het moment van plaatsen veel kleiner waren, waardoor de VBR-effecten ook veel kleiner waren) acht de Commissie niet voldoende om een dergelijk grote afwijking te verklaren.

De Commissie overweegt dat Consument – bij gebrek aan een afdoende betwisting – hiermee voldoende aannemelijk heeft gemaakt dat het systeem in ieder geval ten tijde van het opgeven van de orders 1948, 1949 en 1950 niet goed heeft gefunctioneerd. In zijn stelling dat hem daarmee schade is berokkend, volgt de Commissie Consument echter niet. De Commissie deelt namelijk de opvatting van Aangeslotene dat er geen causaal verband meer bestaat tussen deze orders en de posities die zeven maanden daarna, in juni 2009, zijn gesloten. Immers, naar het oordeel van de Commissie had bij Consument na het opzetten van de posities en zijn contact(en) met Aangeslotene daarover in elk geval het vermoeden moeten ontstaan dat de eraan verbonden risico's aanwezig waren. Het gaat dan ook niet aan om eerst maanden later te handelen en daaraan de consequentie te willen verbinden dat Aangeslotene voor de verwezenlijking van de inherente risico's nog verantwoording draagt. De aldus bij Consument ontstane verliezen zijn daarmee te ver verwijderd van aan Aangeslotene toe te rekenen omstandigheden en dienen dan ook voor zijn eigen rekening en risico te blijven.

5. Beslissing

De Commissie stelt bij bindend advies vast dat de vordering van Consument wordt afgewezen.

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.