KiFiD
Klachteninstituut Financiële Dienstverlening

Uitspraak Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 2012-52 d.d. 16 februari 2012
(mr. C.E. du Perron, voorzitter, prof. drs. A.D. Bac RA en G.J.P. Okkema, leden en mr. D.M.A. Gerdes, secretaris)

Samenvatting

Vermogensbeheer. De consument stelt dat de vermogensbeheerder, in strijd met de bij aanvang gemaakte afspraken, een aanzienlijk deel van de portefeuille heeft belegd in credit-linked obligaties. Naar het oordeel van de Commissie is niet gebleken dat de inrichting van de portefeuille afwijkt van de bij aanvang gemaakte afspraken. Evenmin is gebleken dat de vermogensbeheerder is tekortgeschoten in de bewaking van het risicoprofiel. De vordering wordt afgewezen.

1. Procedure

De Commissie beslist met inachtneming van haar reglement en op basis van de volgende stukken:
- het verzoek tot geschilbeslechting, ontvangen op 19 juli 2010;
- het verweerschrift van Aangeslotene van 13 oktober 2010;
- de repliek van Consument, ongedateerd, ontvangen op 5 november 2010;
- de dupliek van Aangeslotene van 19 november 2010;
- de brief van Aangeslotene van 23 mei 2011;
- de brief van Consument van 23 juni 2011; en
- de brief van Aangeslotene van 15 juli 2011.

De Commissie stelt vast dat tussenkomst van de Ombudsman Financiële Dienstverlening (hierna: de Ombudsman) 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 27 april 2011. Aldaar zijn partijen verschenen.

Op verzoek van de Commissie heeft Aangeslotene bij brief van 23 mei 2011 portefeuilleoverzichten overgelegd; eveneens op verzoek van de Commissie heeft Consument bij brief van 23 juni 2011 een productie overgelegd en een nadere toelichting gegeven. Aangeslotene heeft hierop bij brief van haar advocaat van 15 juli 2011, met vijf bijlagen, gereageerd.

2. Feiten

De Commissie gaat uit van de volgende feiten:
2.1 Aangeslotene heeft Consument op 28 juni 2004 een beleggingsvoorstel toegestuurd, op grond waarvan een bedrag van circa € 1.050.000 door Aangeslotene zou worden beheerd. Consument heeft vervolgens besloten het te beleggen bedrag te verhogen tot

€ 10.000.000, waarop Aangeslotene hem een gewijzigd beleggingsvoorstel gedateerd 23 november 2004 heeft toegestuurd. Hierin stond onder meer:

"(…) Randvoorwaarden en doelstellingen

- Het te beleggen vermogen bedraagt 10 miljoen euro;
- (…)
- U streeft naar een bevredigende performance en daarbij is instandhouding van het vermogen belangrijk voor u. U bent zich er van bewust dat bij dit streven enige mate van risico moet worden gelopen, maar instandhouding van het vermogen blijft een belangrijk uitgangspunt;
- U streeft primair naar vermogensgroei. Een constante kasstroom is niet vereist (…). Volgens uw huidige inschatting zullen er geen substantiële bedragen aan dat vermogen worden onttrokken. Gezien deze uitgangspunten zijn in dit voorstel ook minder liquide beleggingen opgenomen. Daardoor zijn er echter wel meer mogelijkheden om uw doelstellingen ten aanzien van instandhouding van het vermogen en rendement te realiseren;
- Uw beleggingshorizon is lang, waarbij wij uitgaan van minimaal 10 jaar;
- De eisen en verwachtingen die u aan dit vermogen stelt komen daarbij het best tot hun recht in een specifiek voor u opgestelde structuur voor het vermogen. De basis voor deze structuur is het profiel X-mix Vastrentend (profiel 3A, zie de toelichting in hoofdstuk 2 van dit voorstel). U accepteert daarmee een lager dan gemiddeld risico. In onze gesprekken bleek dat u gezien de ervaringen in het verleden gecharmeerd bent van garantiestructuren en alternatieve beleggingen. De combinatie van de eerdere uitgangspunten en dit gegeven betekent dat de structurering van het vermogen op uw doelstellingen en wensen is toegesneden. Dit is bereikt door de opname van alternatieve beleggingen en garantiestructuren;

(…)

Met het oog op de door u aangegeven randvoorwaarden (…) adviseren wij de volgende verdeling (…).

Beleggingscategorie	Range	Belang in %	Belang in €
Aandelen (individuele aandelen) (waaronder garantieproducten)	15-30	28%	€ 2.800.000.-
Alternatieve beleggingsvormen	15-25	20%	€ 2.000.000,-
Vastrentende waarden	35-70	47%	€ 4.700.000

(…)

1.4 Invulling alternatieve beleggingsvormen € 2.000.000,-

Door hedgefunds toe te voegen (…) treedt er diversificatie op. Historisch gezien leidt de toevoeging van hedgefunds aan een portefeuille bestaande uit aandelen en obligaties tot een hoger rendement met een lager risico. (…)

- Product Y: In tegenstelling tot veel andere fund-of-hedgefunds tracht product Y per saldo een neutrale positie aan te houden. Dat betekent dat er geen verscholen aandelenmarktrisico in dit fonds aanwezig is. De expertise van de fundmanager ligt dan ook voornamelijk op het gebied van vastrentende waarden. (…)
- product Z: Deze alternatieve strategie is nog in ontwikkeling. (…) Het betreft een strategie in municipal bonds waarin wordt geprofiteerd van het verschil tussen de rente op langjarige (…) en kortlopende (…) municipal bonds. (…)
- Product A: De onderliggende belegging (…) profiteert bij sterke trends op verschillende markten. (…)
- Product B. Dit paraplufonds beslaat 7 deelgebieden. (…)

- ABN Amro FX (Valuta) Note: Een verwacht rendement van 9% (…) in combinatie met een hoofdsomgarantie.
- Fund J: Dit fonds belegt in zogenaamde distressed securities. Dit is hoogrenderend papier waarbij de expertise van de fundmanager in het bijzonder sterk is op het gebied van de waardebepaling van dergelijk, vaak illiquide, papier. (…)

1.5 Invulling vastrentende waarden € 4.700.000,-

Beleggen in (staats)obligaties voldoet wel aan uw eis van instandhouding van het vermogen, maar nauwelijks aan uw rendementsdoelstelling. Bovendien houden wij rekening met hogere rentes in de komende periode. Dat betekent dat net als bij aandelen en alternatieve beleggingen u enige vorm van risico moet nemen om zicht te hebben op uw rendementsdoelstelling. Dit is mogelijk door gebruik te maken van zogenaamde credit-linked structuren (onder te verdelen in twee producten) en alternatieve vastrentende beleggingen. Ook hier offert u weer liquiditeit op voor de kans op een hoger rendement. Ondanks uw rendementseis is uit risico-oogpunt gekozen voor het gedeeltelijk aanhouden van een portefeuille met normale obligaties. (…)

- Staatsleningen: (…)
- Financiële instellingen: (…)
- Product K: Dit beleggingsfonds werkt met een rentemodel dat snel inspeelt op bewegingen in de rente. (…)
- Product C VI: Uit oogpunt van rendement [en] risico nog steeds het meest interessant[e] Product. (…)
- Product D, (of alternatieven): De markt voor leveraged loans is zeer stabiel, zelfs in de periode 2000-2003. De combinatie van inleggarantie met een verwacht rendement van 8% komt in hoge mate tegemoet aan u doelstellingen en wensen.
- Product E: Een product die wordt beheerd door een sterke fundmanager. Dat in combinatie met de relatief defensieve structuur maakt dit product aantrekkelijk.
- Product F: Dit is een defensieve product-structuur wat tot uiting komt in de hoge rating (AAA). (…)

(…)

- product G: Aan het eind van de looptijd krijgt men het minimum van 20% of de inflatie over de looptijd of 70% van de ontwikkeling van een wereldwijd gespreid aandelenmandje. Daarmee vormt het product een aantrekkelijke waardevaste belegging met voldoende opwaarts potentieel. Looptijd 8 jaar.
- Deutsche Bank Star Performer: (…)

TOELICHTING

(…)

Hedgefunds

(…)

Door de uiteenlopende strategieën zijn er grote verschillen tussen de prestaties van afzonderlijke hedgefunds. Bovendien verschillen de werkwijze en prestaties van de beheerders onderling. Het is daarom belangrijk (…) voldoende te spreiden over (verschillende soorten) beheerders. (…) Strategisch beperken wij de positie in hedgefunds tot maximaal 10% van de portefeuille.

2.5 Beleggingsbeleid Vastrentende Waarden

Vastrentende waarden zijn te verdelen in investment grade obligaties en overige vastrentende waarden. (…) Onder investment grade obligaties vallen ook zogenaamde credit linked obligaties, onder andere product H's. Dit zijn gestructureerde obligaties met een aantal

bijzondere kenmerken. Het belangrijkste verschil met een gewone obligatie is dat in plaats van risico op een enkele debiteur nu door middel van kredietderivaten met hefboom wordt belegd in de performance van een portefeuille bedrijfsobligaties. Dit biedt veelal een aantrekkelijker rendement dan op vergelijkbare obligaties. Daar staat tegenover dat het uiteindelijke totaalrendement wordt beïnvloed door verliezen die optreden in de onderliggende portefeuille, zoals verliezen door handel binnen de portefeuille en verliezen ten gevolge van Credit Events (bijvoorbeeld faillissementen of betalingsmoeilijkheden bij de bedrijven in de portefeuille). Verliezen in de portefeuille kunnen soms leiden tot een lagere coupon. Daarnaast zullen verliezen in de portefeuille invloed hebben op het bedrag dat op einddatum aan de belegger terugbetaald wordt. In ongunstige scenario's kan dit er zelfs toe leiden dat de terugbetaling minder bedraagt dan de nominale waarde of zelfs de hoofdsom volledig teloor gaat. (…) In verband met de specifieke eigenschappen van credit linked obligaties en het feit dat deze obligaties minder goed verhandelbaar zijn, hanteren wij een maximum van 30% binnen het vastrentende deel van een portefeuille. Bovendien is het maximum voor credit linked obligaties met een kredietbeoordeling van A of lager gesteld op 15%. (…)"

2.2 In augustus 2007 heeft Consument Aangeslotene verzocht voortaan geen credit-linked obligaties te kopen en de aanwezige effecten van dat type te verkopen. Een deel van de credit-linked obligaties in de portefeuille is daarop verkocht.

2.3 Op 23 mei 2008 heeft Consument de beheerovereenkomst opgezegd en Aangeslotene verzocht de effectenportefeuille over te boeken. Aangeslotene heeft de portefeuille grotendeels overgeboekt; in het depot bij Aangeslotene resteren alleen nog enkele effecten die destijds moeilijk verhandelbaar waren.

3. Geschil

3.1 Consument vordert dat Aangeslotene wordt veroordeeld tot vergoeding van zijn schade, begroot op € 574.229,25. De gestelde schade is geleden op verschillende effecten in de portefeuille.

3.2 Aan zijn vordering legt Consument ten grondslag dat de inrichting van de portefeuille niet heeft voldaan aan de afspraken die bij aanvang zijn gemaakt over de uitgangspunten van het beheer; in de portefeuille zijn credit-linked obligaties en andere risicovolle producten opgenomen, terwijl zij daarin niet thuis horen omdat partijen hadden afgesproken alleen obligaties te kopen van debiteuren met een hoge kredietwaardigheid. Ook heeft Aangeslotene nagelaten het risicoprofiel te bewaken, in die zin dat na aanvang van het beheer niet periodiek is getoetst of de geselecteerde producten nog wel pasten bij het risicoprofiel.

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 Naar aanleiding van het over en weer door partijen gestelde overweegt de Commissie als volgt.

4.2 Tussen partijen heeft een relatie van vermogensbeheer bestaan. Aan vermogensbeheer is eigen dat de beheerder zijn beheerstaken naar eigen inzicht vervult; voorts dient de beheerder het vermogen te beheren zoals van een redelijk bekwaam en redelijk handelend vermogensbeheerder mag worden verwacht. Bij beantwoording van de vraag of het gevoerde beheer aan deze eis heeft voldaan, komt groot belang toe aan de beleggingsdoelstellingen en het vastgestelde risicoprofiel.
4.3 Als meest verstrekkend verweer voert Aangeslotene aan dat Consument niet-ontvankelijk is wegens overschrijding van de eenjaarstermijn van artikel 10.1 onder a van het destijds toepasselijke reglement. Zij stelt dat de klacht medio 2007 is ontstaan – zoals Consument zelf in zijn vragenformulier bij de Ombudsman heeft vermeld – terwijl de klacht pas bij brief van 5 mei 2009 bij Aangeslotene is ingediend, dus meer dan twee jaar na het ontstaan van de klacht.
4.4 De Commissie constateert dat Consument in het bedoelde vragenformulier inderdaad heeft vermeld dat zijn klacht medio 2007 is ontstaan. Uit zijn brief van 5 mei 2009 blijkt evenwel dat de schade volgens Consument voor een belangrijk deel wordt veroorzaakt door de omstandigheid dat effecten onverhandelbaar zijn gebleken, terwijl uit deze brief en de overige stukken niet zonder meer blijkt dat Consument medio 2007 reeds bekend was met deze omstandigheid en de daaruit voortvloeiende schade. Gelet daarop wordt dit verweer verworpen.
4.5 Consument stelt schade te lijden doordat de portefeuille niet is ingericht conform de bij aanvang gemaakte afspraken. Hij stelt dat een aanzienlijk bedrag is belegd in credit-linked obligaties en andere risicovolle producten, terwijl partijen hadden afgesproken het vermogen onder te brengen in een zeer behoudende portefeuille en alleen obligaties aan te schaffen van zeer kredietwaardige debiteuren. Aangeslotene brengt hiertegen in dat uit het voorstel van 23 november 2004 blijkt dat Consument enig risico liep op zijn beleggingen en dat zij conform dit voorstel een deel van de portefeuille in alternatieve beleggingen heeft ondergebracht.
4.6 In dit verband is van belang dat Consument bij zijn brief van 23 juni 2011 heeft toegelicht op welke effecten de vordering betrekking heeft; hij stelt dat al deze effecten behoorden tot de categorie ‘risicomijdende beleggingen’. Aangeslotene betwist het bestaan van deze beleggingscategorie; zij stelt dat enkele van deze effecten behoorden tot de vastrentende waarden en het merendeel tot de alternatieve beleggingen en dat dit afzonderlijke beleggingscategorieën zijn, zoals blijkt uit het beleggingsvoorstel en de portefeuilleoverzichten. De Commissie constateert dat deze stelling van Aangeslotene steun vindt in de bewoording van die stukken, terwijl een categorie ‘risicomijdende beleggingen’ daarin niet voorkomt en Consument zelf ook onderscheid maakt tussen vastrentende waarden en alternatieve beleggingen in de bijlage bij zijn brief van 23 juni 2011. De Commissie zal dan ook, bij de beoordeling van de vraag of Aangeslotene de bedoelde effecten heeft mogen kopen, onderscheid maken tussen deze twee categorieën.
4.7 De Commissie zal eerst beoordelen of Aangeslotene, voor zover het gaat om de alternatieve beleggingen, zich heeft gehouden aan de bij aanvang gemaakte afspraken. Vast staat dat Consument het beleggingsvoorstel van 23 november 2004 heeft ontvangen. Aan het begin van dit voorstel staat dat Consument naar een bevredigende performance streeft en

beseft daarvoor enige mate van risico te moeten lopen en dat instandhouding van het vermogen een belangrijk uitgangspunt is. Daarbij wordt ook vermeld dat Consument gezien zijn ervaringen gecharmeerd is van alternatieve beleggingen en dat deze daarom in de portefeuille zijn opgenomen met een bandbreedte van 15 tot 25%. Ook wordt toegelicht hoe de categorie alternatieve beleggingen zal worden ingevuld; daarbij worden zes hedgefunds opgesomd, elk met een korte toelichting. Verder worden de kenmerken van hedgefunds beschreven en wordt opgemerkt dat voor hedgefunds een maximum geldt van 10% van de portefeuille. Naar het oordeel van de Commissie heeft Consument, bij zorgvuldige lezing van dit beleggingsvoorstel, niet mogen aannemen dat alleen obligaties werden gekocht van zeer kredietwaardige debiteuren. Aan het begin van het voorstel staat weliswaar dat 'instandhouding van het vermogen' een belangrijk uitgangspunt is; uit de overige hiervoor genoemde mededelingen had hij echter zonder meer kunnen opmaken dat er ook alternatieve beleggingen werden gekocht en dat hedgefunds tot de alternatieve beleggingen werden gerekend. Verder had hij kunnen constateren in welke hedgefunds zou worden geparticipeerd. Ten slotte vermeldt Consument in de brief van 23 juni 2011 weliswaar op welke effecten de vordering ziet, maar stelt hij daarbij geen feiten waaruit volgt dat de aankoop daarvan in strijd is met de afspraken over de wijze waarop de categorie alternatieve beleggingen zou worden ingevuld. Gelet daarop is niet gebleken dat de aankoop van alternatieve beleggingen in strijd was met de bij aanvang gemaakte afspraken.

4.8 Aan de orde is vervolgens de vraag of de aankoop van de in overweging 3.1 genoemde beleggingen, voor zover deze behoren tot de vastrentende waarden, zich verdraagt met de bij aanvang gemaakte afspraken. Ook voor deze vraag is het beleggingsvoorstel van 23 november 2004 van belang. Ten aanzien van de vastrentende waarden wordt daarin opgemerkt dat Consument enig risico moet nemen om uitzicht te hebben op zijn rendementsdoelstelling en dat daarom gebruik wordt gemaakt van credit-linked structuren zoals de producten H's. Ook wordt vermeld dat voor credit-linked obligaties in verband met hun specifieke eigenschappen een maximum geldt van 30% van de portefeuille. Naar het oordeel van de Commissie had Consument hieruit kunnen opmaken dat er niet alleen reguliere obligaties werden gekocht, maar ook credit-linked obligaties. Ook had hij hieruit kunnen afleiden wat de kenmerken van credit-linked obligaties zijn, dat deze verschillen van reguliere obligaties en dat om die reden een maximumpercentage voor credit-linked obligaties werd gehanteerd. Gelet daarop is niet gebleken dat Aangeslotene, door credit-linked obligaties op te nemen bij de vastrentende waarden, heeft gehandeld in strijd met de bij aanvang gemaakte afspraken.

4.9 Ter zitting heeft Consument gesteld dat in het eerste beleggingsvoorstel van 28 juni 2004 slechts een enkel credit-linked product was genoemd, terwijl de portefeuille uiteindelijk voor een aanzienlijk deel daarmee is gevuld. De Commissie constateert evenwel dat het voorstel van 28 juni 2004 betrekking had op een wezenlijk kleiner bedrag (€ 1.050.000) dan het voorstel van 23 november 2004, waarin het ging om een belegd vermogen van € 10.000.000, zodat de uitgangspunten van het eerste voorstel niet doorslaggevend zijn voor de wijze waarop de portefeuille uiteindelijk is ingericht. Uit deze stelling van Consument volgt niet dat de portefeuille in strijd met de gemaakte afspraken is ingericht.

4.10 In de brief van 23 juni 2011 is Consument specifiek ingegaan op een tweetal beleggingen, te weten de participaties in twee fondsen. Consument stelt dat niet in deze fondsen had mogen worden belegd omdat deze een zeer risicovolle techniek hebben toegepast, namelijk beleggen met geleend geld ('leverage') in bankleningen, terwijl dit bovendien slechte leningen zijn gebleken. De Commissie is van oordeel dat uit de stellingen van Consument en de overgelegde stukken niet blijkt dat bij aankoop van deze participaties reeds bekend was dat het om 'slechte' leningen ging. Aangeslotene heeft er immers op gewezen dat de waarden waarin deze fondsen belegden, aanvankelijk een stabiele koers hadden, die steeds boven de 95% lag, en dat de koers vervolgens een forse daling heeft laten zien die tot dusver in de markt onvoorstelbaar werd geacht. Dat Aangeslotene deze participaties niet had behoren te kopen, is dan ook niet gebleken.
4.11 Aan zijn vordering tot schadevergoeding heeft Consument ook ten grondslag gelegd dat Aangeslotene heeft nagelaten het risicoprofiel te bewaken. Hij stelt daartoe dat alleen obligaties van zeer kredietwaardige debiteuren zouden worden aangeschaft en dat Aangeslotene, wanneer er een verandering optrad in deze kredietwaardigheid, actie had moeten ondernemen.
4.12 De Commissie constateert dat Consument zijn vordering beperkt tot de in overweging 3.1 genoemde beleggingen, zodat alleen ten aanzien van deze beleggingen – en niet ten aanzien van de gehele portefeuille – dient te worden beoordeeld of Aangeslotene het profiel voldoende heeft bewaakt. Dit dient te worden beoordeeld over de periode vóór augustus 2007, aangezien uit de stellingen van Consument volgt dat hij in augustus 2007 heeft verzocht deze beleggingen te verkopen en dat het merendeel daarvan vervolgens onverhandelbaar bleek te zijn. Naar het oordeel van de Commissie blijkt uit de stukken – in het bijzonder de portefeuilleoverzichten – niet dat het koersverloop van de bedoelde beleggingen vóór augustus 2007 reeds aanleiding gaf aan Aangeslotene om deze beleggingen te verkopen of twijfel te koesteren over hun liquiditeit. Voor het merendeel van deze beleggingen lag de koers immers op 1 juli 2007 niet ver van de aankoopkoers, terwijl Aangeslotene onweersproken heeft gesteld dat pas in oktober 2007 de koersen van de beleggingen heftig zijn gaan dalen. Alleen product I had reeds voor augustus 2007 een wezenlijke daling laten zien, namelijk op 1 juli 2007 tot 78% van de aankoopkoers; uit het overzicht van ratings, overgelegd als bijlage 3 bij het verweerschrift, leidt de Commissie echter af dat dit product een AAA-rating had, zodat een dergelijke koersdaling niet zonder meer reden voor Aangeslotene had moeten zijn om tot verkoop over te gaan. Dat deze koersdaling nu wellicht als voorbode van de kredietcrisis kan worden gezien, is wijsheid achteraf die aan Aangeslotene niet kan worden tegengeworpen. Ook een professionele partij als Aangeslotene behoefde deze crisis niet te voorzien. Al met al is dan ook niet gebleken dat Aangeslotene is tekortgeschoten in de bewaking van het risicoprofiel, zodat ook op deze grond de vordering tot schadevergoeding niet kan worden toegewezen.
4.13 Het voorgaande leidt tot de conclusie dat de vorderingen van Consument dienen te worden afgewezen.

5. Beslissing

KiFiD
Klachteninstituut Financiële Dienstverlening

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.