

Er lijkt een stroom van claims op gang te komen. Beleggers stellen dat hun beleggingsadviseur of vermogensbeheerder verwijtbaar tekort is geschoten in verband met een advies of het beheer in complexe financiële producten. Voornamelijk de

zogenaamde “Steepeners”, “Perpetuals” en “Floaters” zijn meer en meer onderwerp van juridisch getouwtrek, nu de werkelijke risico’s die inherent zijn aan deze producten zijn komen boven drijven. Hierover meer in dit artikel.

# Complexe financiële producten Een groeiende bron van CLAIMS

Perpetuals zijn obligaties die geen vaste aflossingsdatum kennen en zodoende een eeuwigdurende looptijd hebben.



Floaters zijn producten waarvan de in ruil voor een verstrekte hoofdsom periodiek uit te keren coupon iedere drie of zes maanden wordt herzien op basis van de dan geldende korte interbancaire rente.



Steepeners zijn producten waarvan de coupon afhankelijk wordt gesteld van een vermenigvuldigingsfactor maal het verschil tussen de korte en lange interbancaire rente.

## Inleiding

Beleggers stellen in de praktijk dat deze producten niet passen binnen hun portefeuille en dat ze onvoldoende zijn geïnformeerd en gewaarschuwd omtrent de bijzondere eigenschappen en risico’s. Een veelgehoorde klacht is dat deze complexe financiële producten zijn voorgespiegeld als hoger renderend alternatief voor traditionele obligaties, maar met dezelfde relatieve veiligheid. The best of both worlds. Beleggers die in deze veronderstelling de leningen graag verstrekten in ruil voor de in de eerste jaren vaak aantrekkelijke coupon, komen door de effecten van de rentestand en de huidige marktomstandigheden van een koude kermis thuis. De tevoren zo aantrekkelijk ogende coupon verdamt als sneeuw voor de zon. Zelfs de aflossing staat soms op de tocht. Reden voor veel beleggers om zich te wenden tot het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (“KiFiD”) of de civiele rechter.

## Vraagstelling

Hoe werken deze complexe financiële producten? Waarom zijn de koersen van veel van deze producten zo sterk gedaald? Welke verplichtingen rusten er op een beleggings-

onderneming wanneer complexe financiële producten een rol spelen? Welke rechtspraak heeft zich ontwikkeld? Deze vragen zijn onderwerp van dit artikel. Omdat de verplichtingen van de beleggingsonderneming goed voor het voetlicht kunnen worden gebracht wanneer er wordt ingezoomd op complexe financiële producten met een eeuwigdurende looptijd, zal de nadruk op deze modaliteit liggen. Met name de Perpetual Steepener zal ruimschoots aan bod komen.

## Perpetuals, Steepeners en Floaters

Alhoewel iedere Perpetual, Steepener en Floater zijn eigen karakteristieken kent, geldt in hoofdlijnen het volgende.

Perpetuals zijn obligaties, die geen vaste aflossingsdatum kennen en daarmee een eeuwigdurende looptijd hebben. Wanneer de Perpetuals achtergesteld zijn – een modaliteit die vaak voorkomt – mogen de producten gerekend worden tot het eigen vermogen van de uitgevende instelling, net zoals bijvoorbeeld aandelen. De uitgevende instelling heeft veelal de mogelijkheid om na een aantal jaar eenzijdig over te gaan tot vervroegde aflossing.

**door Jelmer Kruijt**

De auteur is als advocaat werkzaam binnen de sectie Procesrecht, praktijkgroep financieel recht, van BarentsKrans NV te Den Haag.



Floating Rate Notes zijn producten waarvan de in ruil voor een verstrekte hoofdsom periodiek uit te keren coupon, iedere drie of zes maanden wordt herzien op basis van de dan geldende korte interbancaire rente (veelal Euribor). De coupon wordt vermeerderd met een vaste opslag. Bij de Variabele Rate Note, kan ook deze opslag worden aangepast aan de marktomstandigheden. Hierna zal aan beide producten worden gerefereerd als Floaters. Een groot aantal Floaters heeft daarenboven een eeuwigdurende looptijd: de zogenaamde Perpetual Floaters.

Steepeners zijn producten waarvan de coupon – vaak na enkele jaren waarin de coupon gefixeerd is - afhankelijk wordt gesteld van een vermenigvuldigingsfactor maal het verschil tussen de lange en korte interbancaire rente. Een vaak voorkomende structuur is vier maal het verschil, tussen de tien-jaars rente en de twee-jaars rente, vermeerderd met een opslag. Steepeners spelen in op een mogelijke versteiling (steepening) van de rentecurve. Steepeners hebben vaak een minimum- en/of een maximumcoupon. Ook veel Steepeners hebben een eeuwigdurende looptijd. Dit zijn de zogenaamde Perpetual Steepeners.

### **Wat zijn de risico's van deze complexe financiële producten?**

Aan de bovengenoemde drie complexe financiële producten kleven meerdere risico's. De belangrijkste zijn het renterisico, het couponrisico, het aflosrisico, het achterstelingrisico, het debiteurenrisico en daarmee samenhangend het hoofdsomrisico, het hefboomrisico en het spreidingsrisico. Een aantal van deze risico's zal ik kort toelichten.

#### **Hefboomrisico en couponrisico**

Steepeners reageren sterk op een versteiling van de rentecurve door toedoen van de vermenigvuldigingsfactor. Iedere afname van het verschil tussen de lange en kort rente heeft een vier maal zo groot negatief effect op de coupon.

Voor Perpetuals (zoals Perpetual Steepeners of Perpetual Floaters) geldt dat de waarde wordt bepaald door de waarde van de verwachte geldstroom. Dat uit zich normaal in de contante waarde van de coupon plus de waarde van de aflossing. Aangezien Perpetuals een eeuwigde looptijd hebben, is de contante waarde van de aflossing gelijk aan nul en wordt de waarde van het product uitsluitend bepaald aan de contante waarde van de verwachte couponbetalingen in de toekomst. Perpetuals, met name Perpetual Floaters en Perpetual Steepeners waarvan de coupon variabel is geworden na de eerste jaren van fixatie, kunnen daarom feitelijk worden beschouwd als rentederivaten.

Bovendien speelt een belangrijke rol dat bij veel van deze complexe financiële producten in de productvoorwaarden is opgenomen dat in slechte tijden de couponbetaling door de uitgevende instelling kan worden overgeslagen.



#### **Aflosrisico**

Ingeval van Perpetual Floaters en Perpetual Steepeners heeft de uitgevende instelling veelal de mogelijkheid om na enkele jaren tot vervroegde aflossing over te gaan. Deze “tussentijdse beëindigingsmogelijkheid” brengt risico's met zich mee.

De belegger ontvangt een interessante coupon als de lange en korte rente curve “uit elkaar lopen”, hetgeen gunstig is voor de coupon. Het is echter de vraag in hoeverre de belegger kan profiteren van een groot renteverskil. De uitgevende instelling heeft

immers bij Perpetuals een vervroegde aflossmogelijkheid en die beperkt het opwaartse potentieel. In een dergelijk geval zal de uitgevende instelling op zoek gaan naar “goedkopere” financiering en vervroegd aflossen

Wanneer de korte- en lange rentecurve elkaar naderen, is het goedkoper voor de uitgevende instelling om de hier besproken complexe financiële producten te laten voortbestaan. De uitgevende instelling betaalt immers een lagere coupon dan de markrente. De belegger kan aldus een rentenadeel hebben dat zonder vaste einddatum voort duurt. Dit rentenadeel voor beleggers verrekent de markt in een koersdaling. Verkopen kan theoretisch, maar betekent het incasseren van verlies.

#### **Hoofdsomrisico en debiteurenrisico**

Een verslechtering in de kredietwaardigheid van de uitgevende instelling, of afname van de risicobereidheid van de belegger, heeft een negatief effect op de koers. Als de uitgevende instelling faillieert, zal de houder van achtergestelde Perpetuals pas uitzicht hebben op terugbetaling van de hoofdsom als de minder of niet achtergestelde vermogensverschaffers en kredietverstrekkers zijn uitbetaald. In een dergelijk scenario loopt de belegger een reëel risico de hoofdsom in het geheel nooit meer terug te zien. Een veelgehoord geluid is dat door toedoen van de kredietcrisis het karakter van achtergestelde complexe financiële producten aldus is veranderd, en dat deze producten meer een aandelenkarakter hebben gekregen. Deze stelling miskent echter dat de eventuele consequenties van een achterstelling inherent zijn aan deze modaliteit en van meet af aan kenbaar waren voor professionals.

#### **Spreidingsrisico**

Veel uitgevende instellingen van complexe financiële producten zijn financiële instellingen zoals banken en verzekeraars. Wanneer binnen de portefeuille een grote nadruk wordt gelegd op deze complexe financiële producten zal dit al snel resulteren in een te beperkte sectorspreiding, en daarmee een spreidingsrisico.

#### **Koersdaling als verwijt aan adviseur en beheerder?**

De koers van veel complexe financiële producten is de laatste jaren sterk gedaald door

een samenspel van factoren. Factoren die een rol spelen zijn onder meer de verslechtering van de kredietwaardigheid van veel “financials” en een daarmee gepaard gaande wijziging in de credit-rating, de verminderde liquiditeit, de actuele (en verwachte) rentestanden, de afname van de (verwachte) coupon en een algeheel negatief beurs sentiment.

Beleggers houden niet van koersdalingen en verliezen. Vooral defensieve beleggers die bijvoorbeeld met een pensioen- of lijfrente-oogmerk beleggen, streven een risicomijdend beleid na. Juist deze categorie, die vermogensbehoud hoog in het vaandel heeft, keert zich klagend tegen zijn adviseur of beheerder. En niet zelden zonder succes. Of de belegger een aanspraak heeft op de beleggingsonderneming, hangt af van de mate waarin beide partijen hun verplichtingen in de desbetreffende effectenrelatie over en weer zijn nagekomen.

#### Effectenrelaties

Er zijn hoofdzakelijk drie soorten effectenrelaties te onderscheiden, die ieder eigen plichten voor de betrokken belegger en beleggingsonderneming met zich mee brengen.

In de execution-only relatie zijn de zorgplichten voor de beleggingsonderneming het geringst. Er wordt de belegger een platform geboden waar hij zijn opdrachten kan uitzetten. Wanneer deze netjes worden uitgevoerd en de belegger periodiek wordt geïnformeerd omtrent de verrichte transacties, is er in beginsel weinig aan de hand.

De adviesrelatie gaat verder. In een adviesrelatie neemt de belegger de beslissingen over het al dan niet uitvoeren van transacties na advies van zijn adviseur. Omdat het de belegger zelf is die achter het stuur zit, is hij primair verantwoordelijk voor het gevoerde beleggingsbeleid. De marginale toets is dan ook enkel of het advies gegeven had mogen worden door een redelijk handelend en redelijk bekwaam beleggingsadviseur.

In een vermogensbeheerrelatie zijn zoals gezegd de zorgplichten voor de beleggingsonderneming het grootst. De zorgplichten voor de beheerder strekken verder omdat hij zelf achter het stuur zit en het beleggingsbeleid bepaalt binnen de door de belegger aange-

geven kaders. De toets is in deze relatie integraal, en wel of het vermogen is beheerd als een goed huisvader.

#### Informer en waarschuwen

De adviseur en de beheerder dienen de belegger te informeren omtrent alle risico's en eigenschappen van de producten waarin wordt geadviseerd of belegd. Deze informatie dient expliciet te zijn en waar nodig waarschuwend van aard. Gewaarschuwd zal bijvoorbeeld moeten worden wanneer er van het geadviseerde beleid wordt afgeweken, voor de risico's van bepaalde producten (bijvoorbeeld derivaten) of als de bakens in de portefeuille moeten worden verzet.

#### Ken uw cliënt!

Teneinde aan deze verplichtingen te kunnen voldoen zal de beleggingsonderneming zijn cliënt bij het aangaan van de relatie moeten kennen: het zogenaamde ken-uw-client of know-your-customer beginsel.

*Met name “de variabele rente met inbegrip van de wijze waarop die wordt berekend brengen niet onbelangrijke koersrisico's met zich mee”, aldus de Klachtencommissie*

Naar mate de relatie intensiveert van execution-only, naar advies of vermogensbeheer, zal er in beginsel meer informatie moeten worden ingewonnen. In een execution-only relatie kan de beleggingsonderneming volstaan met het achterhalen van de kennis en ervaring van de belegger. Betreft het een advies- of beheerrelatie dan zijn ook aspecten als bijvoorbeeld de doelstelling en financiële draagkracht van de belegger van belang alsmede het soort product waarin wordt belegd.

Op basis van deze informatie moet de beleggingsonderneming een schriftelijk cliëntprofiel opstellen. Een beleggingsonderneming is verplicht zich ervan te vergewissen dat de voorgenomen dienstverlening aansluit bij het profiel van de belegger. De beleggingsonderneming heeft een weigeringsplicht wanneer zij van mening is dat bepaalde voorgestelde transacties niet passen bij het profiel van de belegger. Dat geldt zelfs wanneer de belegger willens en wetens een transactie voorstaat die zich niet verhoudt met zijn profiel.

Uiteraard kan van de belegger op zijn beurt worden gevegd dat hij de hem verstrekte informatie bestudeert en bij onduidelijkheden zijn hand opsteekt. De belegger dient afhankelijk van de relatie ook zelf de ontwikkelingen van de portefeuille te volgen. Doet hij dat onvoldoende, dan is de eventueel geleden schade (voor een deel) zijn eigen schuld.

#### Bekende jurisprudentie over enkele specifieke complexe financiële producten

De Klachtencommissie van het DSI (“de Klachtencommissie”) oordeelde al enkele malen over de hier besproken complexe financiële producten. Met name de Perpetual Steepener stond bij de Klachtencommissie ter discussie.

Al in 2006 oordeelde de Klachtencommissie over een geadviseerde Perpetual van de hypothekbank HVB. De belegger had een duidelijke pensioenbestemming met het van zijn woninghypothek afkomstige vermogen en wilde een “redelijke jaarlijkse opbrengst uit solide effecten”. De Klachtencommissie oordeelde voor wat betreft het Perpetual-advies ten nadele van de belegger. De adviseur was niet tekortgeschoten. Het met de transactie gemoeide bedrag (25 % van de portefeuille) was niet onredelijk als “investering in een fonds uit de financiële sector met een redelijk rendement”. Dat de koers zich slecht ontwikkelde was op het moment van aankoop niet te voorzien en maakte het advies niet onjuist, aldus de Klachtencommissie.

In 2007 klaagde de dga van een pensioen-B.V. over een geadviseerde belegging in Steepeners (een Euro-obligatielening met een looptijd van 30 jaar). De Klachtencommissie oordeelde dat moet worden vastgesteld dat “de onderhavige obligatielening enige bijzon-

dere voorwaarden bevat die aanleiding kunnen zijn tot het afzien van belegging daarin". Met name "de variabele rente met inbegrip van de wijze waarop die wordt berekend brengen niet onbelangrijke koersrisico's met zich mee", aldus de Klachtencommissie. Gezien deze bijzondere voorwaarden had de adviseur "uitdrukkelijk op die voorwaarden moeten wijzen en de belegger voor de mogelijke consequenties expliciet moeten waarschuwen". Alhoewel het in casu een ervaren belegger betrof (althans volgens de adviseur), werd er in het geheel geen eigen schuld aangenomen.

Enkele maanden later herhaalde de Klachtencommissie dit oordeel. Er volgde echter geen aansprakelijkheid. De belegger in casu wilde zelf ondanks afraden en geadviseerde alternatieven volledig in Steepeners beleggen. De weigeringsplicht (zie hierboven) gold destijds nog niet.

Eind 2007 stelde een belegger de Lehman Brothers Steepener aan de kaak. De belegger stelde kort gezegd onvoldoende te zijn geïnformeerd omtrent de risico's en eigenschappen van de Steepener. De Klachtencommissie oordeelde wederom ten nadele van de adviseur. Zij oordeelde dat de uitleg die de adviseur aan het koersrisico van de Steepener had gegeven "op zijn minst als mager kon worden gekenschetst". Met name vond de Klachtencommissie de informatieverstrekking aangaande "de rente, de koers en de samenhang tussen die twee aspecten voor Steepeners" onvoldoende.

In 2008 oordeelde de Klachtencommissie onder meer in een beheersrelatie – waar sprake was van Floaters en Steepeners – dat de beheerder de belegger los van diens bereidheid in te teren op het vermogen had moeten wijzen op "de risico's die deze producten meebrengen op aantasting van de hoofdsom". Daarbij overwoog zij dat als over "obligaties" wordt gesproken, de belegger mag uitgaan van "traditionele obligaties met een vaste looptijd en een vast rentepercentage".

### **Aandachtspunten bij complexe financiële producten**

Uit de jurisprudentie en de zorgplichten die in zijn algemeenheid op een beleggingsonderneming rusten, kunnen enkele lessen worden getrokken.

Als vertrekpunt voor belegger en beleggingsonderneming zal een helder en voldoende omvattend cliëntprofiel moeten worden opgesteld. De belegger dient bij voorkeur volstrekte duidelijkheid te hebben over het doel en het belang van het profiel. Het verdient de voorkeur om naast essentialia als de doelstelling, de financiële draagkracht en de kennis van de desbetreffende belegger, ook de beleggingsgeschiedenis van de belegger gedetailleerd vast te leggen. Op die manier kan een beter beeld worden gekregen van de risicobereidheid en eventuele kennis van de belegger, vooral waar het de meer exotische producten betreft.

Als de informatiestromen van twee kanten voldoende hebben plaatsgevonden, kan worden bezien of complexe financiële producten passend zijn voor de desbetreffende belegger en zijn beoogde portefeuille.

De vraag die zich aandient is in hoeverre complexe financiële producten thuis horen in het vastrentende gedeelte van een portefeuille, welk gedeelte gevuld dient te worden met risicomijdende beleggingsinstrumenten. Mijns inziens horen de in dit artikel genoemde complexe financiële producten – met name wanneer er sprake is van een eeuwigdurende looptijd – daar niet in thuis. Zeker als achterstellingen in de productvoorwaarden zijn opgenomen zijn deze complexe financiële producten op zijn minst even risicovol als aandelen. Op zijn minst, omdat een deel van deze producten zich meer gedraagt als een derivaat (vergelijkbaar met opties, warrants, futures) en meer in het bijzonder als een rentederivaat. Met de ingebouwde veiligheids van bijvoorbeeld traditionele obligaties, zoals een vaste looptijd en een gefixeerde coupon, hebben de hier besproken complexe financiële producten niets van doen.

Van een belegging in deze producten moet op grond van de weigeringsplicht mijns inziens worden afgezien wanneer de belegger een voorkeur heeft voor defensieve producten, als vermogensbehoud de doelstelling is, maar ook als er wordt belegd met geleend geld. Ook een beperkte beleggingshorizon lijkt zich moeilijk te verhouden tot bijvoorbeeld een Perpetual. In zo'n situatie mag dus én niet geadviseerd worden de hier bespro-

ken complexe financiële producten op te nemen én mag niet meegewerkt worden aan de eventuele wens van de belegger deze producten desalniettemin op te nemen.

Wordt er besloten om toch in de hier besproken complexe financiële producten te adviseren of het beheer met deze producten in te kleden, dan zal de belegger op niet mis te verstane wijze moeten worden geïnformeerd omtrent alle eigenschappen en risico's. Daarbij zal de belegger expliciet moeten worden gewaarschuwd voor de consequenties wanneer deze risico's zich daadwerkelijk manifesteren. Als deze informatie- en waarschuwingsverplichtingen correct worden nagekomen – en de belegger deze begrijpt en de mogelijke consequenties kan overzien – biedt dit de beleggingsonderneming nog steeds geen zekerheid op het gevrijwaard zijn van toekomstige aansprakelijkheid. De weigeringsplicht kan immers met zich mee brengen dat ondanks het nakomen van deze zorgplichten de transacties überhaupt nooit uitgevoerd hadden mogen worden.

Tot slot wijst de praktijk uit dat er bij beleggers onduidelijkheid bestaat over het aflossmoment. Omdat veelal gesproken wordt van "de aflossingsdatum" en productbladen en fact-sheets dit vaak kortweg zo vermelden, gaat de onvoldoende geïnformeerde belegger er nog al eens ten onrechte van uit dat ook hij mag aflossen. Ook hier moet de beleggingsonderneming pro-actief op wijzen om misverstanden te voorkomen.

### **Sneeuwbal-effect**

Het laatste woord over de Perpetuals, Steepeners en Floaters in al haar verschijningsvormen is naar verwachting nog lang niet gesproken. Claims over een bepaald soort product hebben vaak een sneeuwbal-effect. Daarbij komt dat beleggers zich doorgaans enige tijd bezinnen alvorens hun verwijten juridische kracht bij te zetten. Te verwachten uitspraken van het KiFiD en de civiele rechter zullen duidelijkheid scheppen in de zorgplichten die hebben te gelden wanneer er schade is geleden als gevolg van Steepeners, Perpetuals en Floaters. Met deze informatie op zak kunnen toekomstige claims aangaande complexe financiële producten in brede zin worden voorkomen. Daar is iedereen bij gebaat.