

# ECLI:NL:RBAMS:2014:375

Instantie	Rechtbank Amsterdam
Datum uitspraak	08-01-2014
Datum publicatie	13-02-2014
Zaaknummer	C/13/441120 / HA ZA 09-3386
Rechtsgebieden	Civiel recht
Bijzondere kenmerken	Eerste aanleg - enkelvoudig
Inhoudsindicatie	

Eindvonnis na deskundigenbericht. Vermogensbeheer. De rechtbank neemt met de deskundige tot uitgangspunt dat, hoewel de door de deskundige onderzochte effecten wel zijn aan te merken als vastrentende waarden, de aan die effecten verbonden risico's (met uitzondering van twee effecten) niet overeenstemmen met de algemene categorie vastrentende waarden. Aan de desbetreffende effecten is een hoger risico verbonden. Schretlen heeft door het vastrentende deel van de door haar beheerde portefeuilles in belangrijke mate te beleggen in te risicovolle vastrentende waarden, niet gehandeld overeenkomstig hetgeen van een redelijk handelend en redelijk vakbekwaam vermogensbeheerder mag worden verwacht. Verwijzing naar de schadestaatprocedure.

Vindplaatsen Rechtspraak.nl

## Uitspraak

—  

---

vonnis

### RECHTBANK AMSTERDAM

Afdeling privaatrecht

zaaknummer / rolnummer: C/13/441120 / HA ZA 09-3386

### Vonnis van 8 januari 2014

in de zaak van

1. de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

[bedrijf].,

gevestigd te [plaats],

2. **[eiser]**,

wonende te [woonplaats],

3. **[eiser 2]**,

wonende te [woonplaats],

eisers,

advocaat mr. A.H. Beekhuizen te Amsterdam,

tegen

de naamloze vennootschap

**SCHRETLEN & CO N.V.**,

gevestigd te Amsterdam,

gedaagde,

advocaat mr. Chr.F. Kroes te Amsterdam.

Eisers worden hierna afzonderlijk [bedrijf] en [eiser] en [eiser 2] genoemd en gezamenlijk [eisers  
gezamenlijk] Gedaagde wordt Schretlen genoemd.

## 1 De procedure

1.1. Het verdere verloop van de procedure blijkt uit:

- het tussenvonnissen van 4 april 2012, met de daarin genoemde processtukken en/of proceshandelingen;
- het deskundigenbericht gedateerd 4 februari 2013;
- de conclusie na deskundigenbericht van [eisers gezamenlijk];
- de antwoordconclusie na deskundigenbericht van Schretlen, met producties;
- de akte uitlating producties van [eisers gezamenlijk]

1.2. Ten slotte is vonnis bepaald.

## 2 De verdere beoordeling

2.1. In het tussenvonnissen van 2 november 2011 (hierna ook: het eerste tussenvonnissen) heeft de rechtbank overwogen dat uit de overzichten blijkt dat Schretlen steeds binnen de in de bijlagen bij de vermogensbeheerovereenkomsten vastgelegde percentages in de diverse door haar gehanteerde beleggingscategorieën heeft belegd. Desondanks kan het zo zijn dat Schretlen een beleggingsbeleid heeft gevoerd dat in strijd is met het overeengekomen profiel, door in de portefeuille als vastrentende waarden, naast meer traditionele staatsobligaties en bedrijfsobligaties ook de volgende effecten op te nemen:

in de privé portefeuille:

ING Bank FRN. Perp. 2003 II 4.15%

Banco popular CMS FRN 04 4.47%

Banque federative CM 2004 3.33%

Creon VI 4.50 floored FL. 2.49%

Avoca 8 CLO inleggar CS. 2.43%  
ZIB eurostand CV 2.56%  
Faxtor credit value fund 4.63%  
Robeco flex-o-rent (EU) 5.28%  
Templeton gobal bonds FD 4.09%

in de BV Portefeuille:

ING Bank FRN. Perp. 2003 II 3.88%  
Banco popular CMS FRN 04 2.52%  
Banque federative CM 2004 2.59%  
Creon VI 4.50 floored FL. 2.71%  
ZIB eurostand CV 1.99%  
Cypress tree lev. Alt. fund 2.43%  
Faxtor credit value fund 2.16%  
Robeco flex-o-rent (EU) 3.97%  
Templeton gobal bonds FD 3.82%

2.2. Vervolgens heeft de rechtbank geoordeeld dat voor de beantwoording van de vraag of Schretlen is tekortgeschoten in de nakoming van de op haar uit hoofde van de overeenkomst rustende verbintenissen, moet worden beoordeeld of een redelijk handelend en redelijk vakbekwaam vermogensbeheerder, onder de gegeven omstandigheden, in redelijkheid heeft kunnen besluiten om naast staatsobligaties en obligaties van (financiële) ondernemingen de hiervoor genoemde effecten als vastrentende waarden in de portefeuilles op te nemen. Daarbij is van belang dat met de overeengekomen verdeling in aandelen, vastrentende waarden en alternatieve beleggingen werd beoogd de portefeuilles zo veel mogelijk te laten aansluiten bij de beleggingswensen en doelstellingen van [eisers gezamenlijk] en dat partijen daarbij juist met het oog op een beperking van de risico's hebben gekozen voor een aanzienlijke belegging in vastrentende waarden. Bij de beoordeling van de vraag of Schretlen vervolgens met de door haar gekozen inrichting van de portefeuilles aan dat uitgangspunt heeft voldaan, gaat het niet alleen om de vraag of bepaalde effecten blijkens de door Schretlen daartoe gehanteerde omschrijving als vastrentende waarden kunnen worden gekwalificeerd, maar ook om de vraag welke concrete risico's en rendementsverwachtingen aan de door Schretlen als vastrentende waarden in de portefeuilles opgenomen effecten verbonden zijn en of het als vastrentende waarden in de portefeuilles opnemen daarvan, naar de destijds bekende stand van kennis en wetenschap, in aanmerking genomen de tussen partijen gemaakte afspraken (pensioendoelstelling met jaarlijkse onttrekkingen, interen op vermogen, lange horizon) en mede gelet op de overige als vastrentende waarden in de portefeuilles opgenomen effecten, in overeenstemming was met het concrete risico dat [eisers gezamenlijk] in staat waren te dragen en bereid waren te lopen om het beoogde rendement van 6% te behalen.

2.3. Om die vraag te kunnen beantwoorden heeft de rechtbank bij tussenvonnis van 4 april 2012 prof. dr. F.A. de Roon tot deskundige benoemd en hem verzocht de volgende vragen te beantwoorden:

1 Welke concrete risico's en rendementsverwachtingen zijn verbonden aan de volgende in de portefeuilles als vastrentende waarden opgenomen effecten:

de privé portefeuille:

ING Bank FRN. Perp. 2003 II 4.15%  
Banco popular CMS FRN 04 4.47%  
Banque federative CM 2004 3.33%  
Creon VI 4.50 floored FL. 2.49%  
Avoca 8 CLO inleggar CS. 2.43%  
ZIB eurostand CV 2.56%  
Faxtor credit value fund 4.63%

Robeco flex-o-rent (EU) 5.28%  
 Templeton gobal bonds FD 4.09%

de BV Portefeuille:

ING Bank FRN. Perp. 2003 II 3.88%  
 Banco popular CMS FRN 04 2.52%  
 Banque federative CM 2004 2.59%  
 Creon VI 4.50 floored FL. 2.71%  
 ZIB eurostand CV 1.99%  
 Cypress tree lev. Alt. fund 2.43%  
 Faxtor credit value fund 2.16%  
 Robeco flex-o-rent (EU) 3.97%  
 Templeton gobal bonds FD 3.82%

2 Konden deze effecten ten tijde van het gevoerde beheer redelijkerwijs worden aangemerkt als vastrentende waarden?

3 Kunt u toelichten of en waarom, naar uw mening, het in de genoemde percentages als vastrentende waarden in de portefeuilles opnemen van deze effecten, naar de destijds bekende stand van de kennis en wetenschap, in aanmerking genomen de tussen partijen gemaakte afspraken (pensioendoelstelling met jaarlijkse onttrekkingen, interen op het vermogen, lange horizon) en mede gelet op de overige als vastrentende waarden, aandelen en alternatieve beleggingen in de portefeuilles opgenomen effecten, en bezien in het licht van het beoogde rendement van 6% al dan niet als passend kan worden aangemerkt?

4 Hebt u nog andere opmerkingen die voor de beslissing van het geschil van belang kunnen zijn?

2.4. De deskundige heeft op 4 februari 2013 zijn definitieve bericht uitgebracht (hierna: het bericht). Het bericht luidt - voor zover hier van belang - als volgt:

"(...)

**1. Welke concrete risico's en rendementsverwachtingen zijn verbonden aan de volgende in de portefeuille als vastrentende waarden opgenomen effecten in de privé portefeuille (lijst Privé) en in de BV portefeuille (lijst BV):**

(...)

**a. ING Bank FRN Perp. 2003 II (Privé en BV)**

(...)

**¶** **Samenvattend** geldt voor de ING Perpetual Securities II derhalve dat deze obligaties ten opzichte van een (in termen van couponbetalingen) vergelijkbare staatsobligatie met een vaste looptijd (zeg, 10 jaar) risicovoller zijn omwille van:

- i. de eeuwigdurende looptijd welke duration- en dus risico-verhogend werkt;
- ii. het gegeven dat de obligaties vervroegd afgelost kunnen worden;
- iii. het feit dat het om bedrijfsobligaties gaat die het kredietrisico van de onderneming met zich mee dragen; en het hier bovendien om het kredietrisico van één enkele onderneming (ING) gaat;
- iv. het feit dat het hier binnen het geheel van de ING-obligaties om de obligaties met het hoogste kredietrisico gaat;

**Banco Popular CMS FRN 04 (Privé en BV)**

Vergelijkbaar met de ING Perpetual Securities II betreft het hier in 2004 door Banco Popular geëmitteerde eeuwigdurende obligaties (...)

Voor de Banco Popular CMS Perpetual Preferred Securites geldt dat:

- de koersvolatiliteit door de variabele couponrente op zichzelf beperkt is, maar dat het risico met

name in de variabiliteit van de couponrente zelf zit. Koersrisico's worden met name veroorzaakt door een mismatch tussen de kwartaalrente en de CMS-rente (welke beperkt zal zijn) en mismatch tussen de marktrente op de Banco Popular obligaties en de CMS rente o.b.v. kredietrisico. Daarnaast zal er met name koersrisico zijn indien de markttrentes in zijn algemeenheid hoog zijn, omdat de couponrente op de Banco Popular obligaties gemaximeerd is op 9% per jaar. Dit impliceert een lage obligatieprijs bij hoge markttrentes.

- de obligaties vervroegd afgelost kunnen worden op iedere coupondatum vanaf juni 2009.
- het om bedrijfsobligaties gaat die het kredietrisico van de onderneming met zich mee dragen plus dat het binnen het geheel van de Banco Popular-obligaties om de obligaties met het hoogste kredietrisico gaat.

#### **Banque federative CM 2004 (Privé en BV)**


De Banque Federative eeuwigdurend obligaties (Notes) zijn vergelijkbaar met de door Banco Popular geëmitteerde eeuwigdurende obligaties ad b. (...)

Voor de Banque Federative Floating Rate Notes (Perpetual Obligaties) geldt dat:

- de koersvolatiliteit door de variabele couponrente op zichzelf beperkt is, maar dat het risico met name in de variabiliteit van de couponrente zelf zit. Koersrisico's worden met name veroorzaakt door een mismatch tussen de kwartaalrente en de CMS-rente (welke beperkt zal zijn) en mismatch tussen de marktrente op de Banque Federative obligaties en de CMS rente o.b.v. kredietrisico. Daarnaast zal er met name koersrisico zijn indien de markttrentes in zijn algemeenheid hoog zijn, omdat de couponrente op de Banco Popular obligaties gemaximeerd is op 8% per jaar. Dit impliceert een lage obligatieprijs bij hoge markttrentes.
- de obligaties vervroegd afgelost kunnen worden op iedere coupondatum vanaf februari 2015.
- het om bedrijfsobligaties gaat die het kredietrisico van de onderneming met zich mee dragen plus dat het binnen het geheel van de Banque Federative-obligaties om de obligaties met het hoogste kredietrisico gaat.

#### **Creon VI 4.50 floored FL (Privé en BV)**

De door JP Morgan uitgegeven CreON, betreft een zogenaamd *structured product* (...)


 **Samenvattend** geldt voor de CreON (Notes) derhalve dat de relevante elementen voor het risicoprofiel bepaald worden door:

- i. de grote hefboom in de dubbele CDO-constructie, waarmee verliezen binnen de onderliggende CDO-portefeuille tot 5.375% geen probleem vormen omdat de buffers op twee niveau's deze voor hun rekening nemen, maar dat verliezen tussen 5.375% en 5.675% de Notes tot nul reduceren;
- ii. de volatiliteit van de 8-jaars swaprente bepaalt of de daadwerkelijke rente (gegeven dat er geen credit events zijn) hoger dan 4.5% zal zijn.

#### **Avoca 8 CLO inleggarantie CS (Privé)**

(...)

De Avoca 8 CLO betreft, evenals de CreON, een structured product (...)


 **Samenvattend** geldt voor de Avoca CLO VIII (Notes), of preciezer: de Magnolia Funding Limited, derhalve dat de relevante elementen voor het risicoprofiel bepaald worden door:

- i. de hoofdsomgarantie in 2023 door de belegging in (zero-coupon strips van) Franse staatsobligaties;
- ii. de hefboom in de CLO-constructie, waarmee via een achtergestelde lening ("Equity notes" of M-notes) in een portefeuille van senior, junior en "high-yield" obligaties wordt belegd; verliezen op deze portefeuille komen direct ten laste van de M-notes, welke daardoor een rating hebben lager dan BB.

#### **ZIB Eurostrand CV (Privé en BV)**

Een participatie in ZIB Eurostrand CV betreft het verstrekken van eigen vermogen aan ZIB Eurostrand CV.

(...)

 **Samenvattend** geldt voor de ZIB Eurostrand CV dat het een achtergestelde lening aan Eurostrand Vastgoed BV betreft welke 27% van de totale financiering vormt en waarvoor slechts 4.5% garantievermogen als buffer aanwezig is. Lage cash flows in Eurostrand Vastgoed zullen snel ten laste

van ZIB Eurostrand CV komen (het kredietrisico) waar een relatief hoge rente (10,15%) en daarmee geprognosticeerd rendement (9,25% na kosten) voor ZIB Eurostrand CV tegenover staat.

### **Factor credit value fund (Privé en BV)**

Het Factor Credit Value Fund is een beleggingsfonds dat in verschillende categorieën hoogrendements schuldpapier belegt, met name bankleningen (maximaal 30%), (high yield) bedrijfsobligaties (maximaal 60%) en structured products (zoals de hierboven beschreven CDO's en CLO's) (maximaal 30%). Het gaat daarbij met name om schuldpapier zonder rating of met een non-investment grade rating (maximaal BB). Dergelijke non-investment grade obligaties hebben zogenaamde "default probabilities", d.w.z. de kans op wanbetaling, van 5% of meer per jaar en zijn daardoor zeer risicovol. Daar staat een hoger verwacht rendement tegenover - doorgaans enkele procent-punten boven de rente op staatsleningen met een vergelijkbare looptijd. Bij high-yield obligaties of "distressed" ondernemingen kan de spread t.o.v. staatsobligaties zelfs meer dan 10% bedragen (met een bijbehorende hoge kans op default).

Omdat het beleggingsfonds in meerdere verschillende obligaties belegt (maximaal 10% in een individuele titel), is er binnen het fonds wel sprake van een gespreide portefeuille. (...)

**Samenvattend** geldt voor het Factor Credit Value Fund dat een portefeuille van verschillende leningen wordt aangehouden die alle een hoog kredietrisico hebben. De kans op individuele defaults van de obligaties is groot (doorgaans 5% of hoger), wat ook tot hoge verwachte rendementen (credit spreads) op de obligaties leidt. De spreiding over verschillende obligaties reduceert wel het effect van individuele defaults, met name in de zin dat de kans op grote verliezen in een jaar kleiner wordt en de kans op kleinere verliezen groter.

### **Robeco flex-o-rente (Privé en BV)**

Het Robeco flex-o-rente fonds belegt in geldmarktbeleggingen met een minimale rating van A. Het fonds hanteert als benchmark de 3-maands Euribor en mag een zogenaamde 'tracking error' ten opzichte van deze benchmark van maximaal 3.5% per jaar hebben. (...)

**Samenvattend** geldt voor het Robeco flex-o-rente fonds dat het risicovoller is dan de benchmark van 3-maands Euribor, maar door de maximale tracking error van 3.5% en de minimale rating van de beleggingen van A is zowel de resulterende volatiliteit als het kredietrisico van het fonds beperkt.

### **i. Templeton global bonds (Privé en BV)**

(...)

**Samenvattend** geldt dat het Templeton Global Bonds Fund een goed gespreide portefeuille van internationale (overheids)obligaties is, met een risicoprofiel dat representatief is voor een dergelijke portefeuille.

### **Cypress Tree Leveraged Alternative Income Fund (BV)**

Het Cypress Tree Leveraged Alternative Income Fund belegt in meer dan 100 leningen, gespreid over verschillende sectoren, en met een gemiddelde rating van B2. De laagste rating is B3. Cypress Tree belegt in leningen met een variabele rente, waardoor de fondswaarde (vrijwel) ongevoelig is voor rente-ontwikkelingen. De gemiddelde credit-spread op de leningen bedraagt enkele procentpunten t.o.v., LIBOR, wat overeenkomt met de lage rating van de leningen (en derhalve het hoge kredietrisico).

Wat het Cypress Tree Fund daarnaast bijzonder maakt, is dat in het fonds een extra hefboom is verwerkt, waarbij de hefboomfactor tussen de 4 en 6 ligt. (...)

- **Samenvattend** geldt voor de risico's (en het bijbehorende rendement) van het Cypress Tree Leveraged Alternative Income Fund dat de koers weinig gevoelig is voor rente-ontwikkelingen omdat in variabel rentende leningen wordt belegd;
- De onderliggende leningen van het fonds een hoog kredietrisico (lage rating) kennen;
- Het risico van het fonds sterk vergroot wordt door de toegevoegde hefboom, met een factor 4-6.

### **2. Konden deze effecten ten tijde van het gevoerde beheer redelijkerwijs worden aangemerkt als vastrentende waarden?**

De term "vastrentende waarden" is door de loop der jaren een vrij breed begrip geworden waaronder verschillende categorieën beleggingsobjecten. Kenmerken van "vastrentende waarden" zijn dat er sprake is van i) een hoofdsom, waarover ii) periodiek een variabele of vaste rente wordt betaald, en die iii) na een bepaalde periode (de looptijd) wordt afgelost/terugbetaald. De rente kan zowel in nominale als in reële termen (d.w.z. geïndexeerd voor inflatie) gedefinieerd zijn.

### **Klassieke vastrentende waarden**

Als we met *klassieke vastrentende waarden* verwijzen naar staatsobligaties en bedrijfsobligaties, d.w.z. leningen die direct door beleggers aan overheden of bedrijven (of andere organisaties) worden gegeven, dan is al snel duidelijk dat zelfs voor deze traditionele vastrentende waarden niet altijd aan deze drie kenmerken voldaan wordt. Bijv. zogenaamde 'zero-coupon' obligaties betalen geen periodieke rente, maar alleen een aflossing van de hoofdsom op de einddatum, waarmee niet aan kenmerk ii) maar wel aan i) en iii) wordt voldaan. Een eeuwigdurende obligatie kent geen aflossing van de hoofdsom, zodat alleen aan i) en ii) wordt voldaan, maar niet aan iii). Met deze kanttekeningen wordt echter een groot deel van de *klassieke vastrentende waarden* wel beschreven.

In dit kader kunnen de *ING Bank FRN Perp. 2003 II*, de *Banco Popular CMS FRN 04* en de *Banque Federative CM 2004* alle gezien worden als voorbeelden van *klassieke vastrentende waarden*. Hoewel de *ZIB Eurostrand CV* feitelijk een participatie in het eigen vermogen van de CV betreft, is de enige activiteit van *ZIB Eurostrand CV* het verstrekken van een achtergestelde lening aan *Eurostrand Vastgoed BV*. Hiermee is een belegging in *ZIB Eurostrand CV* feitelijk ook een *klassieke vastrentende waarde*. Hierbij is wel de volgende kanttekening te maken. In de gehele structuur van financiering met vreemd vermogen heeft een bedrijf de mogelijkheid om verschillende soorten leningen en/of obligaties te emitteren. Hierbij is in ieder geval het onderscheid tussen 'senior debt' en 'junior debt' van belang, waarbij de laatste bijv. verwijst naar achtergestelde leningen. Dit onderscheid is met name van belang omwille van het kredietrisico, omdat in geval financiële problemen de houders van 'senior debt' als eerste worden betaald, en de houders van 'junior debt' pas daarna. Als laatste zijn de aandeelhouders aan de beurt, die daarmee het residuele risico op zich nemen. In het geval van *ING*, *Banco Popular*, *Banque Federative* en *Eurostrand* leningen gaat het om junior-leningen (achtergestelde leningen), waarop het kredietrisico het grootst is. Doordat de leningen bij *ING*, *Banco Popular* en *Banque Federative* ook eeuwigdurend zijn, komt het karakter van deze leningen dicht bij dat van aandelenvermogen te liggen. Het belangrijkste verschil tussen deze leningen en aandelenvermogen is dat bij aandelen ook de hoogte van de dividenden onzeker is (d.w.z. volledige afhankelijk van het bedrijfsresultaat), terwijl dat bij de genoemde leningen vooraf bepaald is a.d.h.v. een vaste of variabele couponrente. Hoewel deze beleggingen dus als vastrentend moeten worden aangemerkt, zijn zij wel de categorie met het hoogste kredietrisico en qua risico ook het dichtst gerelateerd aan aandelenvermogen.

### **Obligatiefondsen**

Beleggingsfondsen die in obligaties beleggen kunnen ook tot de vastrentende waarden worden gerekend. Voor een belegger maakt het in termen van risico en rendement (afgezien van beheer-, transactiekosten, etc.) immers niet uit of hij een portefeuille van obligaties vormt door de individuele obligaties direct zelf te kopen of door deze via een beleggingsfonds te kopen. Het nadeel van een beleggingsfonds wordt o.a. gevormd de beheerkosten van het fonds, maar anderzijds zijn er belangrijke voordelen doordat een professionele vermogensbeheerder de obligaties bijv. tegen lagere (transactie)kosten kan kopen en de belegger in staat stelt om ook met een relatief kleine investering een goed gespreide portefeuille te kopen.

Het *Faxtor Credit Value Fund*, *Robeco flex-o-rente* en het *Templeton Global Bonds Fund* kunnen alledrie tot deze categorie van obligatiefondsen worden gerekend en kunnen derhalve worden aangemerkt als vastrentende waarden.

Het *Cypress Tree Leveraged Alternative Income Fund* kan in deze optiek ook als obligatiefonds en derhalve als vastrentend worden gezien. Belangrijkste kanttekening hierbij is dat het fonds een extra hefboom heeft ingebouwd, die het risico van het fonds sterk vergroten, waardoor het fonds qua risicoprofiel niet meer past in de categorie "obligaties" zoals de AFM die bijv. voor de Financiële Bijsluiter hanteert. (...) Het fonds kan evenzeer als alternatieve belegging kunnen worden

gekaracteriseerd, maar strikt genomen kan het niet uitgesloten worden van de vastrentende waarden.

### Structured products

Naast de hierboven beschreven klassieke vastrentende waarden, kunnen ook veel (modernere) *structured products* gerekend worden tot de categorie vastrentende waarden (in brede zin). De U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) definieert een structured product als "securities whose cash flow characteristics depend upon one or more indices or that have embedded forwards or options or securities where an investor's investment return and the issuer's payment obligations are contingent on, or highly sensitive to, changes in the value of underlying assets, interest rates or cash flows." Het gaat daarmee om 'verpakte' beleggingsstrategieën, vaak gebaseerd op derivaten zoals opties en futures, waarbij de uitbetalingen afhankelijk zijn van de prestaties van onderliggende effecten, zoals aandelen(indices), obligaties, commodities, etc.

In de mate dat de uitbetalingen op een *structured product* de kenmerken van een (klassieke) vastrente waarde hebben, met name een periodieke rente-betaling en terugbetaling van een hoofdsom, kunnen zij ook als vastrentende waarden worden aangemerkt. In het kader van de onder 1) besproken effecten betekent dit het volgende:

De twee structured products, de *CreON VI 4.50 floored FL*, en *Avoca 8 CLO* zijn beide beleggingen in de vorm van een achtergestelde lening, waarbij ook de onderliggende waarden vastrentende waarden of daarvan afgeleide producten (CDO's en CLO's bijv.) zijn. Hoewel de achtergestelde leningen, een sterke hefboom met zich meebrengen, maakt de achtergestelde lening dat beide als vastrentende waarde kunnen worden aangemerkt. Bij de *Avoca 8 CLO* geldt daarbij ook dat door de constructie met Magnolia Funding Limited de hoofdsom via Franse staatsobligaties is gegarandeerd in 2023.

**Samenvattend** kan worden gesteld dat:

- i. De ING Bank FRN Perpetual 2003 II, de Banco Popular CMS FRN 2004 en de Banque Federative CM 2004 alle drie als klassieke vastrentende waarde kunnen worden gekarakteriseerd.
- ii. Ook de overige producten als vastrentende waarden (in brede zin) kunnen worden gekarakteriseerd.

**3. Kunt u toelichten of en waarom, naar uw mening, het in de genoemde percentages als vastrentende waarden in de portefeuille opnemen van deze effecten, naar de destijds bekende stand van de kennis en wetenschap, in aanmerking genomen de tussen partijen gemaakte afspraken (pensioendoelstelling met jaarlijkse onttrekkingen interen op het vermogen, lange horizon) en mede gelet op de overige als vastrentende waarden, aandelen en alternatieve beleggingen in de portefeuilles opgenomen effecten, en bezien in het licht van het beoogde rendement van 6% al dan niet als passend kan worden aangemerkt?**

### Pensioendoelstelling

Met betrekking tot het pensioendoelstelling als beleggingsdoelstelling is met name van belang dat de beheerder een risicoprofiel van de klant heeft vastgesteld waarin de pensioendoelstelling (en -horizon) expliciet is meegenomen. Dit risicoprofiel heeft zich duidelijk vertaald in een beleggingsportefeuille die voor Privé voor 35-65% uit aandelen, 25-55% uit vastrentende waarden en 0-25% uit alternatieve beleggingen zou moeten bestaan, met een restpost in liquiditeiten. Voor BV zou de beleggingsportefeuille voor 0-35% uit aandelen, voor 45-85% uit vastrentende waarden en 0-25% uit alternatieve beleggingen moeten bestaan, met een restpost in liquiditeiten. Een dergelijke invulling van de beleggingsportefeuille, waarbij de categorieën worden ingevuld door brede, goed gespreide, portefeuilles van aandelen en obligaties (en alternatieve beleggingen), kan goed aan de doelstelling voldoen van een portefeuille bedoeld voor pensioeninkomen, waarbij een verwacht rendement van 6% per jaar wordt beoogd en waaraan regelmatig onttrekkingen worden gedaan. Als bijv. wordt uitgegaan van de parameters voor verwachte rendementen en volatiliteiten voor verschillende beleggingscategorieën zoals gehanteerd door de AFM (...), dan geldt voor een goed gespreide aandelenportefeuille een verwacht rendement van 8.3% per jaar en voor een obligatieportefeuille 4.2% per jaar. Een mixfonds dat 50/50 in aandelen en obligaties belegt en bijv. voldoet aan de vereisten van het Privéfonds, heeft dan een verwacht rendement van 6.1% per jaar. Zoals eerder opgemerkt leiden inschattingen van parameters als deze snel tot discussie, maar dit voorbeeld illustreert wel dat een reguliere aandelen/obligatieportefeuille aan gewenste doelstellingen kan



voldoen.

De genoemde effecten hebben gedurende de genoemde periode ieder steeds 2%-5.5% van de totale portefeuille uitgemaakt en gezamenlijk ongeveer 33% voor Privé en 26% voor de BV. De effecten vormden derhalve een belangrijk deel van de beleggingen in vastrentende waarden.

Hoewel in de voorgaande paragraaf 2 is vastgesteld dat de genoemde effecten voldoen aan de (technische) definitie van vastrentende waarden, kunnen daar in het kader van een risicoprofiel op zijn minst vraagtekens bij worden gezet. Met de gekozen invulling van de vastrentende waarden is immers expliciet gekozen voor de vastrentende waarden die i) qua risicoprofiel het dichtst bij aandelen komen en daarmee weinig representatief zijn voor de algemene categorie van vastrentende waarden, of ii) die een groot default risico met zich meebrengen (d.w.z. een lage credit rating hebben) en daarmee ook weinig representatief zijn voor de algemene categorie van vastrentende waarden, of iii) die een grote financiële hefboom in zich hebben, en daarmee meer op alternatieve beleggingen lijken dan op vastrentende waarden. Dit wordt hieronder verder toegelicht.

### **i. vastrentende waarden versus aandelen**

In dit licht moet o.b.v. de onder 1. en 2. gemaakte opmerkingen worden vastgesteld dat de ING, Banco Popular en Banque Federative perpetuals weliswaar vastrentende waarden zijn, maar dat zij door hun junioriteit een eeuwigdurende looptijd, binnen de categorie vastrentende waarden qua risicoprofiel het dichtst bij dat van aandelen komen. Dit wordt onderstreept doordat (in ieder geval ten tijde van de portefeuillevorming in deze zaak) de genoemde perpetuals door banken samen met aandelen tot het zogenaamde "tier 1 capital" en daarmee het kernvermogen mocht worden gerekend.

Een belangrijk punt van zorg bij deze drie perpetuals, evenals de ZIB Eurostrand CV, is dat het kredietrisico op deze effecten gelopen wordt op één bedrijf. Dit in tegenstelling veel andere effecten in de portefeuille, waarbij belegd wordt in een portefeuille van bedrijven, en het kredietrisico van de verschillende bedrijven daarmee deels tegen elkaar wegvalt (zogenaamde diversificatie) zonder dat daarmee aan verwacht rendement hoeft te worden ingeleverd. Indien ING, Banco Popular, Banque Federative of Eurostrand Vastgoed BV in financiële problemen komt heeft dat een groot effect op de portefeuille vastrentende waarden, gezien de omvang van de beleggingen. Hierbij geldt bovendien dat 3 van de 4 obligaties uit dezelfde (financiële) sector komen, wat eventuele diversificatiemogelijkheden tussen de effecten vermindert.

### **ii. kredietrisico**

De gekozen effecten in de portefeuille worden voor een goed deel gekenmerkt door een relatief hoog kredietrisico. Dit geldt met name voor het Factor Credit Value Fund en het Cypress Tree Leveraged Alternative Income Fund. Doordat de ING, Banco Popular, Banque Federative en ING Eurostrand CV ook achtergestelde leningen in een enkele ondernemingen betreffen, geldt hier dat het effect van een credit-event op de portefeuille groot zal zijn omdat er geen diversificatie optreedt (binnen het effect). Hoewel de Avoca 8 CLO (via Magnolia Funding Limited) een beschermde hoofdsom heeft (in 2023), is het kredietrisico op de Avoca 8 zelf eveneens hoog, waardoor deze belegging in grote mate afhankelijk is van dit kredietrisico.

Gegeven de doelstelling van de portefeuille (6% rendement en pensioen) is het niet nodig, en zelfs ongewenst, om de vastrentende waarden zo sterk te wegen naar effecten met een hoog kredietrisico, waarbij het optreden van credit-events een relatief groot negatief effect op de portefeuille heeft.

### **iii. hefboom**

Tenminste twee van de effecten in de portefeuille, de Creon en het Cypress Tree Leveraged Alternative Income Fund kennen een financiële hefboom die met name negatieve (Creon) rendementen sterk versterkt. Hoewel deze effecten v.w.b. definitie in de categorie vastrentende waarden vallen, wijkt het risicoprofiel daardoor sterk af van wat normaliter met vastrentende waarden wordt bedoeld. Deze effecten zouden t.a.v. hun risicoprofiel eerder in de categorie alternatieve beleggingen thuis horen, en geven een niet-representatieve invulling van de categorie vastrentende waarden.

**Samenvattend** kan dus gesteld worden dat hoewel (zie vraag 2) de effecten v.w.b. de (technische)

definitie als vastrentende waarden kunnen worden aangemerkt, zij als invulling van de categorie vastrentende waarden overwegend niet representatief zijn. Ze resulteren in een risicoprofiel dat niet goed past bij dat van een obligatieportefeuille zoals bedoeld voor een portefeuille gericht op lange termijn pensioeninkomsten. De belangrijkste aandachtspunten hierbij zijn:

- i. Dat een aantal effecten (ING, Banco Popular en Banque Federative) dichtbij het risicoprofiel van aandelen komen en samen met ZIB Eurostrand CV bovendien teveel risico naar individuele bedrijven (en sector) opleveren.
  - ii. Dat een aantal effecten (met name Faxtor Credit Value, Avoca 8 CLO en Cypress Tree Leveraged Alternative Income Fund) een zeer groot kredietrisico kennen of zeer sterk door het kredietrisico van de onderliggende portefeuille worden beïnvloed.
  - iii. Dat een aantal effecten (Creon, en Cypress Tree Alternative Income Fund) een financiële hefboom hebben die het risico sterk versterkt en waarmee ze v.w.b. risicoprofiel eerder als alternatieve belegging kunnen worden aangeduid.
- (...)”

## 2.5. Partijen hebben bij conclusie op de bevindingen van de deskundige gereageerd.

2.5.1. [eisers gezamenlijk] brengen naar voren dat de conclusie van de deskundige bevestigt dat Schretlen toerekenbaar is tekortgeschoten bij het beheer van hun vermogen, voor zover het de selectie en de aanschaf van de in het eerste tussenvonnissen genoemde effecten betreft (met uitzondering van de Robeco flex-o-rent en de Templeton Global Bonds). Daarbij moet volgens hun worden bedacht dat Schretlen een eigen belang had bij de aanschaf van de effecten. Zij werd immers door de desbetreffende uitgevende instellingen betaald om de effecten te kopen en aan te houden. Bij Schretlen is dan ook sprake van belangenverstremming; Schretlen heeft haar eigen belang laten prevaleren boven het belang van [eisers gezamenlijk]. Dit leidt naar de mening van [eisers gezamenlijk] tot een verzwaarde zorgplicht. Daar komt bij dat uit de analyse van de deskundige volgt dat het om buitengewoon complexe producten ging, die voor particuliere beleggers als [eisers gezamenlijk] niet te doorgronden waren. Schretlen heeft nooit begrijpelijke informatie over deze producten verstrekt. [eisers gezamenlijk] concluderen dat de door hen gevraagde verklaring voor recht toewijsbaar is voor zover het de door de deskundige als niet passend gekwalificeerde effecten betreft en menen dat de zaak verwezen moet worden naar de schadestaatprocedure om de hoogte van de door de toerekenbare tekortkoming geleden schade vast te stellen.

2.5.2. Schretlen heeft in de door haar genomen conclusie - kort weergegeven - het volgende aangevoerd. Voorop wordt gesteld dat de deskundige de vraag of de onderzochte effecten ten tijde van het gevoerde beheer redelijkerwijs konden worden aangemerkt als vastrentende waarden terecht positief heeft beantwoord. Vervolgens plaatst Schretlen een aantal kanttekeningen bij de door de deskundige gemaakte analyse van de verschillende effecten. Naar de mening van Schretlen doet de kwalificatie “obligatieportefeuille zoals bedoeld voor een portefeuille gericht op lange termijn pensioeninkomsten” geen recht aan de overeengekomen uitgangspunten en doelstellingen van [eisers gezamenlijk]. Het oordeel van de deskundige dat de onderzochte vastrentende waarden “overwegend niet representatief zijn” voor een obligatieportefeuille gericht op pensioeninkomsten kan dan ook niet tot het oordeel leiden dat Schretlen toerekenbaar tekort is geschoten in de afspraken die zij met [eisers gezamenlijk] heeft gemaakt. Schretlen erkent dat een aantal van de door de deskundige onderzochte waarden afwijken van hetgeen de deskundige “klassieke vastrentende waarden” noemt. Dit betekent echter niet dat de desbetreffende producten niet geschikt waren om in de portefeuilles te worden opgenomen. De kern van het vastrentende deel van de portefeuilles bestond uit solide en laag volatiele producten die zorgden voor verlaging van het risicoprofiel. De doelstellingen van [eisers gezamenlijk] brachten echter mee dat het vastrentende deel van de portefeuille niet uitsluitend met “klassieke” obligaties kon worden ingevuld. Om te kunnen voldoen aan de rendementswens van 6% in combinatie met de beoogde onttrekkingen dienden tevens in beperkte mate effecten te worden opgenomen met een hoger risicoprofiel uit de categorie “overige vastrentende waarden”. Gelet op het feit dat de onttrekkingen op afzienbare termijn zouden plaatshebben was - gelet op de hoge mate van zekerheid dat op coupon- en/of aflooptdatum de kasstromen beschikbaar zouden zijn - de opname van de gekozen “overige” vastrentende waarden

geïndiceerd. Bovendien geldt dat - hoewel het geen "klassieke" vastrentende waarden betrof - de (risico)kenmerken van de producten van dien aard waren dat de keuze voor deze producten goed te billijken was.

Voor het geval de rechtbank van oordeel is dat Schretlen met de opname van producten uit de categorie "overig vastrentend" haar zorgplicht heeft geschonden, beroept Schretlen zich op eigen schuld van [eisers gezamenlijk] Schretlen heeft immers niets anders gedaan dan uitvoering geven aan de plannen die in het beleggingsvoorstel zijn opgenomen en waarvoor [eisers gezamenlijk] welbewust en bij herhaling hun goedkeuring hebben gegeven. Eventuele schade als gevolg van deze vermeende tekortkoming dient daarom geheel, althans ten dele, voor eigen rekening van [eisers gezamenlijk] te blijven. Het voorgaande maakt dat verwijzing naar de schadestaatprocedure niet aan de orde is, aldus steeds Schretlen.

- 2.6. De rechtbank stelt voorop dat onbetwist uit het deskundigenbericht volgt dat de onderzochte effecten alle kwalificeren als vastrentende waarden. Vervolgens is dan aan de orde of Schretlen met de door haar gekozen inrichting van het vastrentende deel van de portefeuilles aan de overeengekomen uitgangspunten heeft voldaan.
- 2.7. Uit het bericht volgt dat de door Schretlen voor de invulling van het vastrentende deel van de portefeuilles gekozen effecten (met uitzondering van de Robeco flex-o-rent en de Templeton Global Bonds) i) qua risicoprofiel het dichtst bij aandelen komen en daarmee weinig representatief zijn voor de algemene categorie van vastrentende waarden, of ii) een groot default risico met zich meebrengen (d.w.z. een lage credit rating hebben) en daarmee ook weinig representatief zijn voor de algemene categorie van vastrentende waarden, of iii) een grote financiële hefboom in zich hebben, en daarmee meer op alternatieve beleggingen lijken dan op vastrentende waarden. De deskundige concludeert om die reden dat de gekozen effecten als invulling van de categorie vastrentende waarden overwegend niet representatief zijn. Ze resulteren in een risicoprofiel dat niet goed past bij dat van een obligatieportefeuille zoals bedoeld voor een portefeuille gericht op lange termijn pensioeninkomsten.
- 2.8. Anders dan Schretlen betoogt is de rechtbank van oordeel dat de deskundige met de kwalificatie "obligatieportefeuille zoals bedoeld voor een portefeuille gericht op lange termijn pensioeninkomsten" wel recht doet aan de tussen partijen overeengekomen uitgangspunten en doelstellingen. De uitgangspunten voor het door Schretlen te voeren beheer zijn in het eerste tussenvonnissen reeds vastgesteld. In r.o. 4.2 van het eerste tussenvonnissen is overwogen dat het voor [eisers gezamenlijk] te beheren vermogen een pensioenbestemming had waaraan in het eerste jaar € 100.000,00 en nadien een vergelijkbaar bedrag voor levensonderhoud zou worden onttrokken, dat [eiser] en [eiser 2] in ieder geval tot hun 65e geen andere inkomsten hadden en dus voor hun levensonderhoud afhankelijk waren van de aan de portefeuille te onttrekken gelden en dat zij - afgezien van de waarde van hun woonhuis - niet over relevant ander vermogen beschikten. De stelling van Schretlen dat [eisers gezamenlijk] over substantieel ander vermogen dan het bij haar in beheer gegeven vermogen beschikten, wordt in het licht van het vorenstaande als onvoldoende onderbouwd terzijde gesteld. Verder is in r.o. 4.5 van het eerste tussenvonnissen overwogen dat de beleggingen erop waren gericht om voor een (zeer) lange termijn in het inkomen te blijven voorzien. Gelet hierop, heeft de deskundige uit mogen gaan van een obligatieportefeuille in voormelde zin. Dat [eisers gezamenlijk] een gemiddeld rendement nastreefden van 6% en bereid waren het daarmee samenhangende risico te lopen, dat ingeteerd zou worden op het vermogen en dat sprake was van een lange beleggingshorizon, leidt niet tot een ander oordeel.
- 2.9. De slotsom is dat de rechtbank met de deskundige tot uitgangspunt neemt dat, hoewel de door de deskundige onderzochte effecten wel zijn aan te merken als vastrentende waarden, de aan die effecten verbonden risico's (met uitzondering van de Robeco flex-o-rent en de Templeton global bonds) niet overeenstemmen met de algemene categorie vastrentende waarden. Aan de desbetreffende effecten is een hoger risico verbonden.
- 2.10. Volgens Schretlen was het echter geïndiceerd om vastrentende waarden met een hoger risicoprofiel in de portefeuilles op te nemen om het beoogde rendement van 6% te kunnen halen. Uit het deskundigenbericht volgt evenwel dat de asset allocatie (voor de privé portefeuille 35-65% aandelen, 25-55% vastrentende waarden en 0-25% alternatieve beleggingen en voor de BV portefeuille 0-35% aandelen, 45-85% vastrentende waarden en 0-25% alternatieve beleggingen) goed aan de doelstelling

kan voldoen van een portefeuille bedoeld voor pensioeninkomen, waarbij een verwacht rendement van 6% per jaar wordt beoogd en waaraan regelmatig onttrekkingen worden gedaan. Verder blijkt uit het bericht dat de door de deskundige onderzochte effecten een belangrijk deel vormden van de beleggingen, namelijk gezamenlijk ongeveer 33% voor de privé portefeuille en 26% voor de BV portefeuille. In het bericht is nog opgenomen dat het gegeven de doelstelling van de portefeuille(s) (6% rendement en pensioen) niet nodig, en zelfs ongewenst, is om de vastrentende waarden zo sterk te wegen naar effecten met een hoog kredietrisico. Het had op de weg van Schretlen gelegen daartegenover (nader) te onderbouwen waarom en in welke mate het desondanks nodig was vastrentende waarden met een hoger risicoprofiel in de portefeuilles op te nemen. Nu zij dat niet heeft gedaan, zal de rechtbank bij de verdere beoordeling uitgegaan van de juistheid van het deskundigen bericht.

2.11. De rechtbank stelt dan vast dat de volgende effecten, gelet op de daaraan verbonden specifieke risico's niet representatief waren om als vastrentende waarden in de portefeuilles te worden opgenomen:

in de privé portefeuille:

ING Bank FRN. Perp. 2003 II 4.15%

Banco popular CMS FRN 04 4.47%

Banque federative CM 2004 3.33%

Creon VI 4.50 floored FL. 2.49%

Avoca 8 CLO inleggar CS. 2.43%

ZIB eurostand CV 2.56%

Faxtor credit value fund 4.63%

in de BV Portefeuille:

ING Bank FRN. Perp. 2003 II 3.88%

Banco popular CMS FRN 04 2.52%

Banque federative CM 2004 2.59%

Creon VI 4.50 floored FL. 2.71%

ZIB eurostand CV 1.99%

Cypress tree lev. Alt. fund 2.43%

Faxtor credit value fund 2.16%

Deze effecten vormden per 1 juni 2008 respectievelijk ruim 71% en 38% van het vastrentende deel van de privé portefeuille en de BV portefeuille. De rechtbank is van oordeel dat Schretlen door aldus het vastrentende deel van de door haar voor [eisers gezamenlijk] beheerde portefeuilles in belangrijke mate te beleggen in te risicovolle vastrentende waarden, niet heeft gehandeld overeenkomstig hetgeen van een redelijk handelend en redelijk vakbekwaam vermogensbeheerder mag worden verwacht. Schretlen is in zoverre toerekenbaar tekortgeschoten in de nakoming van op haar uit hoofde van de met [eisers gezamenlijk] gesloten vermogensbeheerovereenkomsten rustende verbintenissen. De door [eisers gezamenlijk] gevorderde verklaring voor recht is dan ook toewijsbaar.

2.12. Schretlen is in beginsel aansprakelijk voor de schade die [eisers gezamenlijk] als gevolg van voormelde tekortkoming hebben geleden. [eisers gezamenlijk] hebben verwijzing naar de schadestaatprocedure gevorderd. Nu de mogelijkheid van schade voldoende aannemelijk is, zal die vordering worden toegewezen. In de schadestaatprocedure kan tevens het verweer van Schretlen dat sprake is van eigen schuld aan de zijde van [eisers gezamenlijk] aan de orde komen.

2.13. Schretlen zal als de uiteindelijk in het ongelijk gestelde partij in de proceskosten worden veroordeeld. De kosten aan de zijde van [eisers gezamenlijk] worden begroot op:

- dagvaarding € 72,25

- griffierecht € 262,00

- deskundige € 23.443,75
  - salaris advocaat € 1.808,00 (4,0 punten × tarief € 452,00)
- Totaal € 25.586,00

2.14. Hetgeen voorts door partijen in het kader van de onderhavige procedure naar voren is gebracht, zal de rechtbank als reeds in het voorgaande besproken dan wel als niet ter zake dienende buiten beschouwing laten.

### 3 De beslissing

De rechtbank

- 3.1. verklaart voor recht dat Schretlen toerekenbaar is tekortgeschoten in de nakoming van haar verbintenissen jegens [eisers gezamenlijk],
- 3.2. veroordeelt Schretlen tot vergoeding van de door [eisers gezamenlijk] geleden en te lijden schade, nader op te maken bij staat en te vereffenen volgens de wet,
- 3.3. veroordeelt Schretlen in de proceskosten, aan de zijde van [eisers gezamenlijk] tot op heden begroot op € 25.586,00,
- 3.4. verklaart dit vonnis wat betreft de onder 3.2 en 3.3 genoemde beslissingen uitvoerbaar bij voorraad,
- 3.5. wijst het meer of anders gevorderde af.

Dit vonnis is gewezen door mr. A.W.H. Vink en in het openbaar uitgesproken op  
8 januari 2014.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> type: **Fout! Verwijzingsbron niet gevonden**.coll:

---