

**JOR 2013/44**

**Commissie van Beroep Financiële  
Dienstverlening**

19 november 2012, GCHB 2012-0458.

( prof. mr. Salomons

mr. Joustra

drs. Kuijs

mr. Mijnsen

mr. Peijster )

P.A.M. Seuren te Nijmegen,

appellant,

advocaat: mr. drs. M. van Eersel,

tegen ABN AMRO Bank NV te Amsterdam,

verweerster in beroep,

advocaat: mr. F.R.H. van der Leeuw.

Effectendienstverlening, Eenzijdige  
belegging in notes, Bank had belegger  
duidelijker moeten waarschuwen voor  
financiële risico's,  
Schadevergoedingsverplichting

[ BW Boek 6 - 74 ]

## » **Samenvatting**

Uitgangspunt is dat de bank belanghebbende, gelet op zijn leeftijd en beleggersprofiel, nadrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen duidelijk had moeten maken dat het volledig beleggen in de note ter verkrijging van een hoge inkomstenstroom niet strookte met het risico dat hij bereid was te lopen.

Vast staat slechts dat het risico van een insolventie van Lehman Brothers aan de orde is geweest en dat belanghebbende dit risico laag inschatte. Daaruit volgt echter niet dat de bank dit risico met de vereiste nadruk en in niet mis te verstane bewoordingen aan belanghebbende heeft voorgelaten. Anders dan de Geschillencommissie ziet de

Beroepscommissie geen grond om aan te nemen dat een indringender advies belanghebbende niet zou hebben afgehouden van de door hem genomen beslissing om voor 100% in de notes te beleggen.

Naar het oordeel van de Beroepscommissie heeft de bank niet gehandeld zoals een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur betaamt en dient zij de schade die belanghebbende als gevolg hiervan heeft geleden te vergoeden. Het komt de Beroepscommissie billijk voor dat de bank aan belanghebbende een vergoeding betaalt en dat belanghebbende de notes aan de bank overdraagt.

[beslissing/besluit](#)

## » **Uitspraak**

### *1. De procedure in hoger beroep*

1.1. Belanghebbende heeft bij een op 12 januari 2012 door de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening (verder: Beroepscommissie) ontvangen beroepschrift met bijlagen op de voet van artikel 43.1 van het Reglement Ombudsman & Geschillencommissie Financiële Dienstverlening in verbinding met artikel 5.1 van het Reglement Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening een uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening (verder: Geschillencommissie) van 2 december 2011 ter toetsing voorgelegd.

1.2. De bank heeft het beroep bestreden bij een op 29 maart 2012 gedateerd verweerschrift.

1.3. De Beroepscommissie heeft het hoger beroep mondeling behandeld op 21 mei 2012. De gemachtigde van belanghebbende heeft pleitnotities in het geding gebracht.

## ***2. De procedure in eerste aanleg***

Voor het verloop van de procedure in eerste aanleg verwijst de Beroepscommissie naar de aan deze uitspraak gehechte uitspraak van de Geschillencommissie.

## ***3. Inleiding op de beoordeling van het beroep***

3.1. De Beroepscommissie gaat op grond van hetgeen de Geschillencommissie onbestreden heeft vastgesteld, de niet of niet voldoende weersproken inhoud van de stukken van het geding en hetgeen bij de mondelinge behandeling is gebleken, uit van het volgende:

- i. Belanghebbende heeft zich begin september 2005 tot de bank gewend voor advies omtrent de besteding van een bedrag van circa € 100.000,-. Dit bedrag was afkomstig uit de verkoop van een flat. Belanghebbende was toen 71 jaar.
- ii. De bank heeft belanghebbende vervolgens informatie gezonden over verschillende beleggingsproducten. Daartoe behoorde een brochure – ‘Indicative Terms and Conditions as of 5 October 2005’ – betreffende door Lehman Brothers Treasury Co B.V. uitgegeven “Lehman 30yNC7y Steepener Notes”.
- iii. Op 12 oktober 2005 heeft belanghebbende een formulier “Uw persoonlijke beleggersprofiel” ingevuld en ondertekend. Het profiel van belanghebbende luidde: “voorzichtig” (de meest defensieve categorie). In het formulier vulde belanghebbende in dat hij geen ervaring had met beleggen, dat de belangrijkste redenen om te beleggen voor hem gelegen waren in aanvulling op zijn vaste jaarlijkse inkomsten en in groei van zijn vermogen op langere termijn. Voorts gaf

hij aan te streven naar een gemiddeld jaarlijks rendement van 4 tot 6%, alsmede een waardedaling van 0 tot 5% acceptabel te achten.

iv. Eveneens op 12 oktober 2005 hebben partijen een overeenkomst tot effectendienstverlening ondertekend en heeft tussen hen een adviesgesprek plaatsgevonden, waarin is gesproken over verschillende beleggings-mogelijkheden, waaronder Lehman Steepener Notes. Belanghebbende heeft de bank opdracht gegeven een bedrag van € 100.000,- te beleggen in door Lehman Brothers uitgegeven Steepener Notes (hierna: de notes).

v. De bank heeft een interne gespreksnotitie overgelegd die betrekking heeft op het gesprek van 12 oktober 2005. Deze notitie houdt onder meer het navolgende in.

“(…) Obligatiefondsen spreken hem niet aan omdat deze vooraf niet bepalen welke uitkering er per jaar volgt, ondanks de veel grotere risicospreiding. [Belanghebbende] geeft aan de totale som te willen beleggen in de Lehman obligatie. De 5x 6% geven vooral de doorslag. Ook het feit dat er zeker de mogelijkheid bestaat dat de emittent (Lehman) over 5 jaar NIET over KAN gaan tot aflossing tegen 100% is voor [Belanghebbende] niet van belang. De uiteindelijke aflossing vindt zeker plaats, al is het in 2035. Hij heeft het geld niet nodig. Na 5 jaar uiteengezet dat de mogelijkheid bestaat van een lagere coupon (...).

Advies om in ieder geval meerdere obligaties aan te kopen en niet alles op 1 lening te zetten. Met name obligaties van emerging markets of high yield, ondanks het hogere risico kunnen zeker in potentie een goed rendement behalen. De huidige rentestand van 3% vindt hij gewoon te laag.

[Belanghebbende] vertrouwt op het feit dat deze Amerikaanse zakenbank 150 jaar bestaat en wil alleen op deze specifieke obligatielening inschrijven.

Fortis Global Fix 100% slaat ook niet aan. Ook hier is er tussentijds geen uitkering. De garantie over 5 jaar van 100% van de inleg neemt hij voor kennisgeving aan. [Belanghebbende] blijft bij het standpunt en uiteindelijk wordt de order genoteerd en doorgestuurd naar de eff.desk.”

vi. Op 15 september 2008 heeft Lehman Brothers Holding Inc. in de Verenigde Staten surseance van betaling aangevraagd. Op 19 september 2008 heeft Lehman Brothers Treasury Co. B.V. in Nederland surseance van betaling verkregen, waarna op 8 oktober 2008 haar faillissement is uitgesproken. In verband daarmee heeft belanghebbende na 2007 geen coupons meer ontvangen en is de waarde van de notes sterk gedaald.

3.2. Belanghebbende heeft zich op het standpunt gesteld dat hij op advies van de bank zijn gehele vrij belegbaar vermogen, bestemd voor aanvulling op zijn pensioen, heeft belegd in de notes, dat dit advies geen advies is dat een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur had mogen geven en dat de bank aansprakelijk is voor de als gevolg daarvan geleden schade. De bank heeft zich erop beroepen dat zij in het gesprek van 12 oktober 2005 in voldoende mate heeft gewaarschuwd voor de risico's die verbonden waren aan de beslissing om het gehele beschikbare bedrag in de notes te beleggen.

3.3. De Geschillencommissie heeft geoordeeld dat de bank in de gegeven omstandigheden belanghebbende, die geen enkele beleggingservaring had, 71 jaar oud was en een “voorzichtig” beleggersprofiel had, nadrukkelijk en in niet mis te verstane

bewoordingen duidelijk had moeten maken dat zijn wens om in één product te beleggen ter verkrijging van een hoge inkomensstroom niet strookte met het risico dat hij bereid was te lopen. Omdat niet is gebleken dat de bank dit heeft gedaan, heeft de Geschillencommissie geoordeeld dat de bank niet heeft gehandeld zoals het een redelijke bekwaam en redelijk handelend adviseur betaamt. Niettemin heeft de Geschillencommissie de vordering afgewezen, omdat zij het niet aannemelijk achtte dat een indringender advies van de bank belanghebbende van de bewuste aankoop zou hebben weerhouden. In dit verband overwoog de Geschillencommissie (in overweging 4.6):

“Betere spreiding zou, gezien de mogelijkheden binnen het vastgestelde risicoprofiel, betekenen dat aan de wens van Consument (hoge inkomstenstroom) niet zou kunnen worden voldaan. Consument heeft in dit verband aan de Commissie bevestigd dat Aangeslotene hem naar aanleiding van zijn adviesvraag verschillende producten heeft voorgesteld, maar dat hij die niet aantrekkelijk vond. Hij zocht een belegging waarmee hij een hoge inkomstenstroom zou kunnen verkrijgen. De obligatie paste in dit plaatje.

Consument heeft verder tegenover de Commissie verklaard dat Aangeslotene met hem heeft gesproken over de uitgevende instelling en dat hij daarop heeft aangegeven: ‘als het al 130 jaar bestaat, dan zal dat wel safe zijn.’ Uit deze uitlating blijkt dat Consument zich bewust was van het risico dat Lehman Brothers failliet zou kunnen gaan, maar dat hij dit risico laag inschatte.

Op basis van deze omstandigheden neemt de Commissie aan dat Consument zich bewust was van de risico's van zijn eenzijdige beleggingsbeslissing en deze heeft willen

accepteren met het oog op de gewenste hogere cashflow.”

3.4. De grieven van belanghebbende tegen de beslissing van de Geschillencommissie kunnen als volgt worden samengevat.

– De bank heeft belanghebbende niet geadviseerd om niet voor 100% in de notes te beleggen, laat staan dat dit op enigerlei indringende wijze is gebeurd.

– Er is geen grond om aan te nemen dat een indringender advies belanghebbende niet zou hebben afgehouden van zijn beleggingsbeslissing. Op belanghebbende rust niet de last te bewijzen dat hij niet in de notes zou hebben belegd wanneer de bank hem meer dringend zou hebben geadviseerd van beleggen in de notes af te zien.

– Het is niet juist dat bij een betere spreiding de gewenste cash flow niet viel te realiseren. Voor die aannahme is in elk geval niet voldoende dat de drie door de bank aangeboden alternatieven een minder hoge cash flow opleverden.

– Maar ook als de gewenste uitkeringen alleen te realiseren waren door volledig te beleggen in de notes, had de bank belanghebbende nadrukkelijk moeten waarschuwen dat de daartegenover staande risico's niet pasten bij zijn beleggers-profiel en zijn pensioendoelstelling en dat hij het aan zijn eenzijdige belegging verbonden debiteurenrisico kennelijk te laag inschatte.

3.5. De bank heeft in hoger beroep de grieven bestreden. Voorts heeft de bank betoogd dat zij wel degelijk voldoende indringend heeft gewaarschuwd voor de door belanghebbende genomen risico's.

#### **4. Beoordeling van het beroep**

4.1. De Beroepscommissie neemt met de Geschillencommissie tot uitgangspunt dat de bank belanghebbende, gelet op zijn leeftijd en beleggersprofiel, nadrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen duidelijk had moeten maken dat het volledig beleggen in de note ter verkrijging van een hoge inkomensstroom niet strookte met het risico dat hij bereid was te lopen. Ook de bank heeft dit uitgangspunt niet bestreden.

4.2.1. De bank heeft aangevoerd dat de Geschillencommissie ten onrechte heeft geoordeeld dat de bank belanghebbende onvoldoende indringend heeft gewaarschuwd. Dit oordeel impliceert volgens de bank dat het bewijs (of tegenbewijs) dat indringend is gewaarschuwd, alleen schriftelijk kan worden geleverd, althans – zo begrijpt de Beroepscommissie – dat nadrukkelijke en in niet mis te verstane bewoordingen vervatte waarschuwingen steeds schriftelijk moeten worden gegeven. Dit betoog mist feitelijke grondslag. Waar de Geschillencommissie in 4.4 overweegt dat niet is gebleken dat de bank belanghebbende nadrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen heeft gewaarschuwd, valt daarin niet te lezen dat dit waarschuwen alleen schriftelijk zou kunnen geschieden.

4.2.2. De Beroepscommissie merkt hierbij op dat het weliswaar het aanbeveling verdient dat een beleggingsadviseur een waarschuwing als hier bedoeld (ook) schriftelijk tegenover zijn cliënt vastlegt, maar dit betekent niet dat bij een mondelinge waarschuwing de vereiste nadruk en duidelijkheid steeds ontbreken.

4.2.3. De bank heeft in dit verband voorts aangevoerd dat vast staat dat het risico van het faillissement van de uitgevende instelling is besproken en dus het risico dat belanghebbende daardoor zijn geheel

belegbaar vermogen zou kwijtraken, hetgeen volgens haar een indringende waarschuwing in niet mis te verstane bewoordingen vormt. Ook hierin volgt de Beroepscommissie de bank niet. Vast staat slechts dat het risico van een insolventie van Lehman Brothers aan de orde is geweest en dat belanghebbende dit risico laag inschatte. Daaruit volgt echter niet dat de bank dit risico met de vereiste nadruk en in niet mis te verstane bewoordingen aan belanghebbende heeft voorgehouden. Zo blijkt met name niet dat de bank belanghebbende uitdrukkelijk ermee heeft geconfronteerd dat hij op zijn beleggersprofiel had ingevuld dat als de waarde van zijn beleggingen 20% in waarde zou dalen, hij daarvan niet zou kunnen slapen.

4.3.1. Anders dan de Geschillencommissie ziet de Beroepscommissie geen grond om aan te nemen dat een indringender advies belanghebbende niet zou hebben afgehouden van de door hem genomen beslissing om voor 100% in de notes te beleggen. Daarbij is van belang dat niet zonder meer ervan kan worden uitgegaan dat bij een betere spreiding aan de wens van belanghebbende van een hoge inkomensstroom niet kon worden voldaan. De omstandigheid dat met de door de bank genoemde alternatieven de door belanghebbende gewenste uitkeringen niet konden worden behaald, laat immers de mogelijkheid onverlet dat voor belanghebbende aanvaardbare uitkeringen wel konden worden behaald indien (mede) in andere dan de besproken producten werd belegd. De bank heeft over deze mogelijkheid slechts opgemerkt dat dergelijke producten thans minder risicoloos zijn gebleken dan de markt destijds aannam en dat een betere spreiding met dergelijke producten derhalve “niet noodzakelijkerwijs” tot minder groot verlies zou hebben geleid.

4.3.2. Maar ook als dat niet het geval zou zijn geweest, acht de Beroepscommissie niet aannemelijk dat belanghebbende zou hebben gepersisterd bij de wens om in de notes te beleggen indien hem nadrukkelijk was voorgehouden dat hij daarmee risico's nam die niet strookten met het door hem ingevulde beleggersprofiel. Hieraan doet niet af dat met belanghebbende is gesproken over de uitgevende instelling en dat belanghebbende daarbij heeft aangegeven: “als het al 130 jaar bestaat, dan zal het wel safe zijn”. Hieruit kan immers wel worden afgeleid dat het debiteurenrisico aan de orde is geweest, maar niet of de bank dit risico met voldoende nadruk en in niet mis te verstane bewoordingen aan belanghebbende heeft voorgehouden. Waar de verplichting van de bank om het risico op de zojuist bedoelde wijze aan belanghebbende voor te houden nu juist ertoe strekte om belanghebbende te behoeden voor een gelet op zijn omstandigheden onverantwoorde beslissing, kan niet worden aangenomen dat een indringender advies geen effect zou hebben gesorteerd. De grieven van belanghebbende treffen dan ook doel.

4.4. Hetgeen hiervoor is overwogen leidt tot de slotsom dat de bank niet heeft gehandeld zoals een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur betaamt en dat zij de schade die belanghebbende als gevolg hiervan heeft geleden, dient te vergoeden. Met betrekking tot de begroting van deze schade heeft belanghebbende bij de mondelinge behandeling bepleit om aan te sluiten bij wat het resultaat zou zijn geweest van een deugdelijk gespreide portefeuille met obligaties, waaronder voor een substantieel deel staatsobligaties, en waarin niet of nauwelijks gestructureerde producten zijn opgenomen. Ten einde de onzekerheid over de huidige waarde van de notes uit de schadebegroting te elimineren, acht belanghebbende het passend dat de bank

deze van hem overneemt. Van de zijde van de bank is erop gewezen dat belanghebbende inmiddels van de curatoren een uitkering van € 3.500,- heeft ontvangen en voorts dat er een secundaire markt voor de notes is met een notering van thans 27%.

4.5. Het komt de Beroepscommissie billijk voor dat de bank aan belanghebbende een vergoeding betaalt en dat belanghebbende de notes aan de bank overdraagt. Een passende vergoeding komt dan overeen met:

- i. het door belanghebbende op 12 oktober 2005 geïnvesteerde bedrag;
- ii. ter vermeerderen met een vergoeding voor gedeelde rente ter grootte van de rente op 15-jarige staatslening op 12 oktober 2005 (3,5%) plus 50 basispunten (als benadering voor de omstandigheid dat in een goed gespreide portefeuille van obligaties diende te worden belegd), te rekenen tot de datum van de eerste uitkering uit de failliete boedel (17 april 2012);
- iii. te verminderen met de coupons, ontvangen tussen 12 oktober 2005 en 19 september 2008, de datum waarop aan Lehman surseance van betaling is verleend;
- iv. te verminderen met de uitkering van € 3.500,- op 17 april 2012 aan belanghebbende uit de boedel.

Derhalve bedraagt een billijke vergoeding (i) € 100.000,-, te vermeerderen met (ii) € 25.800,- wegens gedeelde rente, te verminderen met (iii) € 12.000,- voor coupons 2.11.2006 en 2.11.2007, en te verminderen met (iv) € 3.500,-, in totaal een bedrag van € 110.300,-.

4.6. Belanghebbende heeft in hoger beroep voorts aanspraak gemaakt op vergoeding van de door hem betaalde bijdragen voor de

behandeling door de Geschillencommissie en het hoger beroep en de in beide instanties gemaakte proceskosten. De Beroepscommissie zal deze vordering toewijzen, rekening houdend met artikel 40.9 van het Reglement Ombudsman & Geschillencommissie Financiële Dienstverlening en artikel 11.6 van het Reglement Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening.

## **5. Slotsom en kosten**

De slotsom luidt dat het beroep van belanghebbende slaagt. De bestreden beslissing kan niet in stand blijven. De Beroepscommissie zal na te melden beslissing voor de bestreden beslissing in de plaats stellen.

## **6. Beslissing**

De Beroepscommissie stelt bij bindend advies de volgende beslissing in de plaats van de beslissing van de Geschillencommissie:

– de bank dient aan belanghebbende, binnen vier weken na verzending van een afschrift van dit bindend advies aan partijen, een bedrag van € 110.300,- te vergoeden, onder de voorwaarde dat belanghebbende aan de bank de in dit geding bedoelde notes overdraagt;

– de bank dient aan belanghebbende een bedrag te vergoeden van (...; *red.*) ter zake van de door hem betaalde bijdragen voor de behandeling door de Geschillencommissie en voor beroep;

– de bank dient aan belanghebbende een bedrag te vergoeden van (...; *red.*) ter zake van de door hem in eerste aanleg en in hoger beroep gemaakte proceskosten.

## » Noot

1. De belangrijkste feiten en omstandigheden van deze zaak laten zich als volgt samenvatten. De consument in kwestie had in oktober 2005 advies bij de bank ingewonnen over de wijze waarop € 100.000 belegd kon worden. Het beleggersprofiel van de consument was in de tussen partijen gesloten overeenkomst vastgesteld op “voorzichtig”. In het kader van haar dienstverlening verstrekte de bank aan de consument informatie over verschillende beleggingsproducten, waaronder een brochure over een gestructureerde obligatie (*note*) uitgegeven door de Nederlandse financieringsmaatschappij van Lehman Brothers. De consument besloot om het gehele bedrag van € 100.000 te beleggen in één Lehman Brothers note. In september 2008 raakte Lehman Brothers in deconfiture (een maand later gevolgd door haar Nederlandse financieringsmaatschappij), doordat op haar de zogenaamde Chapter 11 van toepassing werd verklaard. De waarde van de Lehman Brothers note daalde als gevolg van deze deconfiture aanzienlijk, reden voor de consument om schadevergoeding te vorderen.

2. Een belangrijk verwijt dat de consument maakt is dat de bank hem niet had mogen adviseren om het hele bedrag in één product te beleggen. Het verweer van de bank is dat de consument door haar is gewezen op het ontbreken van spreiding en dat aan hem alternatieven zijn voorgesteld, maar dat de consument desondanks ervoor heeft gekozen om in één product te beleggen. Dit vanwege zijn eigen wens om een hoge inkomensstroom (cash flow) te genereren. De bank verweert zich verder door erop te wijzen dat aan de consument is geadviseerd om meerdere obligaties aan te kopen in plaats van “alles op één lening te zetten”.

Dat dit advies is gegeven zou blijken uit een intern gespreksverslag waaruit tevens is af te leiden dat het debiteurenrisico van Lehman Brothers met de consument is besproken. De consument betwist echter de authenticiteit van het gespreksverslag en stelt dat het verslag geen correcte weergave is van het adviesgesprek.

3. De Geschillencommissie komt tot het oordeel dat gelet op de omstandigheden, waaronder (i) het ontbreken van enige beleggingservaring, (ii) de hoge leeftijd van 71 jaar en (iii) het voorzichtige risicoprofiel, de bank de consument nadrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen duidelijk had moeten maken dat zijn wens om in één product te beleggen ter verkrijging van een hoge inkomensstroom niet strookte met het risico dat hij bereid was te lopen (GFD nr. 2011-343 d.d. 2 december 2011). De Geschillencommissie komt echter ook tot het oordeel dat de tekortkoming van de bank om de consument – kort gezegd – indringend te waarschuwen niet tot schadevergoeding kan leiden. Immers, een betere spreiding zou (gezien de mogelijkheden binnen het vastgestelde risicoprofiel) betekenen dat niet voldaan zou kunnen worden aan de wens van de consument om een hoge inkomensstroom te verkrijgen.

De Geschillencommissie betreft in haar overwegingen het feit dat de bank aan de consument verschillende producten heeft voorgesteld, maar dat de consument die producten niet aantrekkelijk vond omdat daarmee niet de door hem beoogde hoge inkomensstroom kon worden verkregen. Daarbij komt dat de consument tegenover de Geschillencommissie had verklaard dat de bank met hem heeft gesproken over de uitgevende instelling en dat de consument tijdens dat gesprek over Lehman Brothers zou hebben gezegd: “Als het al 30 jaar bestaat, dan zal dat wel safe zijn”. De

Geschillencommissie leidt uit deze verklaring af dat de consument zich bewust was van het risico dat Lehman Brothers failliet zou kunnen gaan, maar dat hij dit risico laag inschatte. De Geschillencommissie komt aldus tot het eindoordeel dat een indringender advies de consument niet van de bewuste belegging in één Lehman Brothers note zou hebben weerhouden.

4. De Commissie van Beroep komt tot een ander oordeel. De Commissie van Beroep neemt in haar beoordeling eveneens als uitgangspunt dat de bank de consument, gelet op zijn leeftijd en beleggersprofiel, nadrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen duidelijk had moeten maken dat het volledig beleggen in de note ter verkrijging van een hoge inkomensstroom niet strookte met het risico dat hij bereid was te lopen. Uit de uitspraak blijkt dat de bank dit uitgangspunt niet zou hebben bestreden.

5. De Commissie van Beroep komt echter – anders dan de Geschillencommissie – tot het oordeel dat de bank wel schadeplichtig is. Ten eerste overweegt de Commissie van Beroep dat niet zonder meer ervan uit kan worden gegaan dat bij een betere spreiding niet aan de wens van de consument kon worden voldaan. Immers, denkbaar is – aldus de Commissie van Beroep – dat voor de consument “aanvaardbare uitkeringen” behaald konden worden bij beleggingen in andere producten. De Commissie van Beroep voegt daaraan toe dat zelfs indien dat niet het geval zou zijn geweest, het niet aannemelijk is dat de consument zou hebben gepersisteerd bij de wens om in notes te beleggen indien hem nadrukkelijk was voorgehouden dat hij daarmee risico’s nam die niet strookten met het door hem ingevulde beleggersprofiel. Juist deze waarschuwingplicht dient de consument te behoeden voor “zijn onverantwoorde

beslissing” en daarom kan volgens de Commissie van Beroep niet worden aangenomen dat een indringender advies geen effect zou hebben gesorteerd. Bij dit oordeel plaats ik een paar kritische kanttekeningen.

6. Een plicht om uitdrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen te waarschuwen, is met name aangenomen in jurisprudentie rondom effectenleaseproducten. Zo overwoog de Hoge Raad dat een dergelijk indringende waarschuwingplicht op de financiële onderneming in kwestie rustte nu het ging om: “het bijzondere, aan het onderhavige risicovolle en complexe effectenleaseproduct verbonden, gevaar van een restschuld bij tussentijdse beëindiging.” (HR 5 juni 2009 in «JOR» 2009/199, m.nt. Lieveverse).

A-G De Vries Lentsch-Kostense merkt in haar conclusie op: “Niet wordt gesproken van een waarschuwingplicht die inhoudt dat bovendien uitdrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen moet worden gewaarschuwd voor de kans dat – naast het risico van een restschuld – ook de investering (het totaal van de voorziene termijnbetalingen) verloren zou gaan”. Ook de Commissie van Beroep heeft in een eerdere uitspraak uit 2005 een waarschuwingplicht voor effectenleaseproducten aangenomen (zie Commissie van Beroep DSI 27 januari 2005 in «JOR» 2005/67, m.nt. Lieveverse). Uit deze jurisprudentie is af te leiden dat een dergelijke waarschuwingplicht niet geldt voor de algemeen bekende risico’s verbonden aan het beleggen maar ziet op de bijzondere risico’s die samenhangen met de complexiteit van het beleggingsproduct (zie over feiten van algemene bekendheid HR 10 september 2010 in «JOR» 2010/287, m.nt. ’t Hart).



7. In gelijke zin oordeelde de Commissie van Beroep dat op banken en andere beleggingsondernemingen de plicht rust een consument nadrukkelijk te informeren over de specifieke kenmerken en risico's verbonden aan zogenaamde samengestelde beleggingsproducten, waaronder perpetuele obligatieleningen, cdo's en steepeners.

Kortom, risico's waarop een consument niet bedacht had hoeven te zijn (GCHB nr. 448 d.d. 1 oktober 2012).

8. De onderhavige uitspraak van de Commissie van Beroep lijkt erop te duiden dat de waarschuwingsplicht zou zien op het *debiteurenrisico* dat de consument liep op Lehman Brothers (zie de woorden "dit risico" in overweging 4.3.2). Dit oordeel is niet goed te begrijpen nu het de consument duidelijk was dat een debiteurenrisico werd gelopen op Lehman Brothers. Ook kon het hem niet zijn ontgaan dat het hele bedrag in één door deze instelling uitgegeven (gestructureerde) obligatie werd belegd. Indien al een indringende waarschuwingsplicht aangenomen zou moeten worden dan zou deze plicht erop moeten zien dat de consument zich bewust is van het feit – aangenomen dat dit juist is – dat zijn wens voor een hoge inkomensstroom zich niet laat verenigen met zijn risicobereidheid (de consument had aangegeven niet te kunnen slapen van een waardedaling van 20%). Maar niet ten aanzien van het debiteurenrisico.

9. Daarnaast is het de vraag of de risicobereidheid van de consument zag op enkel en alleen het beleggingstechnische risico, of dat aangenomen moet worden dat de consument ook een lage risicobereidheid had ten aanzien van het eventuele debiteurenrisico. Uiteraard kan worden betoogd dat het op de weg van de bank ligt, indien daar onduidelijkheid over bestaat, deze onduidelijkheid op voorhand weg te

nemen. Wat hiervan ook moge zijn, de Lehman Brothers note waarborgt een beleggingstechnische spreiding hetgeen betekent dat het zou (moeten) gaan om het antwoord op de vraag of het debiteurenrisico als Lehman Brothers als *onverantwoord* zou moeten worden beschouwd voor een voorzichtige belegger. Mijns inziens moet deze vraag naar de maatstaven en inzichten uit eind 2005 ontkennend worden beantwoord. Daarbij is niet alleen van belang dat Lehman Brothers tot aan de deconfiture over een hoge *investment grade rating* beschikte maar vooral het feit dat Lehman Brothers een onder toezicht staande bank was. Uiteraard sluit dat het debiteurenrisico niet uit maar dit risico werd destijds wel als niet reëel beschouwd. Al eerder overwoog de Commissie van Beroep dat de vraag of de zorgplicht is geschonden dient "te worden beantwoord aan de hand van de ten tijde van dit handelen gangbare – of, bij het ontbreken van gangbare inzichten – in redelijkheid verdedigbare – inzichten" (KCHB nr. 48 d.d. 14 april 2003). In gelijke zin schreef A-G De Vries Lentsch-Kostense: "Aan de banken zij toegegeven dat de vraag of in het concrete geval een (bijzondere) zorgplicht is geschonden, dient te worden beantwoord naar de inzichten van het moment waarop de litigieuze handeling is verricht, waarbij ervoor gewaakt dient te worden normen of gebruiken die thans wellicht vanzelfsprekend zijn, te projecteren op een geval uit het verleden" (HR 5 juni 2009, «JOR» 2009/199).

10. Uit meerdere uitspraken blijkt dat het debiteurenrisico van banken voorafgaand aan de val Lehman Brothers en daarmee de kredietcrisis weliswaar niet als ondenkbaar maar wel als niet reëel werd beschouwd (Rb. 's-Gravenhage 9 juni 2010 in «JOR» 2010/200, GFD 10 oktober 2011 nr. 243, GFD 1 december 2011 nr. 340 en GFD 30 januari 2012 nr. 32). Zo oordeelde de

rechtbank Amsterdam dat “het spreidingsrisico met het oog op het debiteurenrisico” niet vergeleken kan worden met het risico ten aanzien van debiteuren die geen financiële onderneming zijn: “Zijn stelling dat een beleggingsadviseur altijd spreiding voorop moet stellen en dus obligaties van bedrijven van verschillende sectoren moet adviseren, is hiertoe onvoldoende, omdat de financiële sector, anders dan de meeste andere sectoren, onder toezicht staat (hetgeen van oudsher het vertrouwen en de kredietwaardigheid moet waarborgen) en een bijzondere functie vervult bij investeringen en bij allocatie van kapitaal.” (Rb. Amsterdam 28 december 2011, LJN BV9292).

11. Ongeacht de vraag of de risicobereidheid van de consument zag op het beleggingstechnische risico of het debiteurenrisico, de conclusie zou moeten zijn dat deze risico's in beide gevallen onvoldoende reëel waren.

12. Een andere kritische kanttekening plaats ik bij de overweging van de Commissie van Beroep omtrent de causaliteit. In de regel worden geen zware eisen gesteld aan de bewijslast die op de belegger rust om het causale verband aan te tonen. Van Baalen schrijft in zijn annotatie bij het door de Hoge Raad op 3 februari 2012 gewezen arrest inzake Rabobank Vaart en Vecht: “Hoewel dit arrest dus (weer) als uitgangspunt neemt dat de bewijslast (en het bewijsrisico) rusten op de belegger, zullen in beginsel niet te hoge eisen gesteld kunnen worden aan het bewijs dat een indringende waarschuwing leidt tot gewijzigd gedrag bij een belegger (waarmee er dus sprake is van causaal verband). Immers, veelal is sprake van een relatie waarbij de bank de belangen van de belegger wordt geacht te behartigen, waarbij de bank bij uitstek professioneel en deskundig (en rationeel) moet worden geacht

en een belegger derhalve naar alle waarschijnlijkheid waarde zou hebben gehecht aan een dergelijke waarschuwing.” (HR 3 februari 2012 in «JOR» 2012/116).

13. De Commissie van Beroep was in een andere zaak eveneens tot het oordeel gekomen dat causaliteit aangenomen diende te worden (GCHB nr. 453 d.d. 24 juli 2012). Belangrijk verschil is echter dat in die zaak niet was komen vast te staan dat de bank de consument had gewezen op het achtergestelde karakter van de obligatielening. Dit zou beschouwd kunnen worden als een risico waarop een consument niet bedacht hoeft te zijn indien hij daarover niet is geïnformeerd. Blijft nog wel de vraag of dat als een reëel risico zou zijn beschouwd. Zo had de Geschillencommissie in weer een andere zaak geen causaliteit aangenomen ondanks het feit dat de consument niet was ingelicht over het achtergestelde karakter van de desbetreffende obligaties. De Geschillencommissie betrok in haar overwegingen dat in 2006 het debiteurenrisico geen *zelfstandige* overweging bij de aankoop had kunnen zijn, juist vanwege het feit dat de solvabiliteit van financiële ondernemingen eerst als gevolg van de kredietcrisis relevant is geworden (GFD nr. 340 d.d. 1 december 2011).

14. Kortom, mijns inziens had geen indringende waarschuwingsplicht aangenomen moeten worden en had het eventueel verzaken van deze plicht niet tot een schadevergoedingsplicht mogen leiden. Dit geldt temeer nu tussen partijen niet ter discussie stond dat de consument adequaat was geïnformeerd over de specifieke kenmerken en risico's van de Lehman Brothers note. Voor de goede orde: het gaat hier om de plicht om te waarschuwen voor het debiteurenrisico en niet om de plicht om de consument erop te wijzen dat zijn

rendementstreven en risicobereidheid onverenigbaar zijn (zie ook GFD nr. 13 d.d. 10 januari 2013).

15. Tot slot nog een enkel woord over de wijze waarop de schadevergoeding is bepaald.

De Commissie van Beroep heeft bepaald dat de bank de Lehman Brothers note dient over te nemen van de consument en aan de consument een schadevergoeding dient te verstrekken.

De Commissie van Beroep beoogt de consument in de situatie te brengen waarin deze zou verkeren indien hij wel een passend advies had gekregen (en dat advies zou hebben opgevolgd). De omvang van de schadevergoeding wordt berekend aan de hand van een 15 jarige Nederlandse staatslening met een coupon van 3,5%. Kennelijk is dat in de ogen van de Commissie wel een juiste weerspiegeling van de risicobereidheid van de consument enerzijds en zijn streven naar een hoge inkomensstroom anderzijds. Ook dat is stof voor discussie.

mr. F.M.A. 't Hart, advocaat te Amsterdam