

GERECHTSHOF AMSTERDAM
ROLZITTING: 29 NOVEMBER 2007
ROLNUMMER 2006/0987

**MEMORIE VAN ANTWOORD IN PRINCIPAAL APPEL,
TEVENS MEMORIE VAN GRIEVEN IN INCIDENTEEL
APPEL**

inzake:

AEGON BANK N.V.

statutair gevestigd te Utrecht
geïntimeerde

advocaat: mr. B.W.G. van der Velden
procureur: mr. W.H. van Baren

tegen

VERENIGING CONSUMENT & GELDZAKEN

statutair gevestigd te Amsterdam

appellant

advocaat en procureur: mr. J. Wendelgelst

stellingen bewijs aan. Ten tijde van het aanbieden van het SprintPlan was de jaarlijkse stijging al geruime tijd aanmerkelijk hoger, en bestond dus ~~een reële verwachting~~ dat de belegger winst zou kunnen maken.

- 2.18 Het begrenzen van het neerwaartse risico voor de beleggers door het garanderen van de lening, werd gerealiseerd door met een deel van het geleende bedrag obligaties te kopen.⁷ Deze werden zo ingekocht, dat deze na vijf jaar een bedrag vertegenwoordigen dat gelijk is aan de aankoopprijs per participatie (en dus aan de lening).⁸
- 2.19 Het nagestreefde rendement wordt gerealiseerd door de aankoop van opties. Deze opties geven na afloop aanspraak op een resultaat dat gelijk is aan de groei die de index heeft laten zien. Is deze niet gegroeid, dan vertegenwoordigen deze opties na afloop geen waarde.⁹
- 2.20 Is bijvoorbeeld sprake van een belegging van € 10.000 (waarvoor de belegger maandelijks een bedrag van € 67 aan rente betaalt), dan wordt daarvan grofweg € 8.000 besteed aan de aankoop van obligaties. Deze obligaties zijn zo ingekocht, dat deze gedurende de looptijd van het betreffende SprintPlan in waarde vermeerderen tot € 10.000. Het resterende bedrag (in dit voorbeeld € 2.000) wordt besteed aan de aankoop van opties, die na vijf jaar aanspraak geven op de groei van de index. Is geen sprake van enige groei, dan vertegenwoordigen deze opties na vijf jaar geen waarde.
- 2.21 Dit beleggingsbeleid resulteert erin dat de belegger op de einddatum in ieder geval aanspraak heeft op de oorspronkelijke waarde van de participaties (en dus geen restschuld overhoudt). Is de index gestegen, heeft hij bovendien aanspraak op een overeenkomstige uitkering boven zijn garantiewaarde.

E. Tussentijdse beëindiging of verlaging

- 2.22 De belegger in het SprintPlan loopt in geen geval meer risico dan de som van de bij aanvang overeengekomen rentebetalingen, ook niet wanneer hij tussentijds beëindigt of tussentijds zijn rentebetalingen verlaagt.

⁷ Bij sommige portefeuilles werden naast obligaties ook andere effecten (opties) ingekocht voor dit doel. Het effect blijft echter hetzelfde: vast stond dat de belegging na vijf jaar een waarde zou vertegenwoordigen die gelijk was aan de lening. In deze memorie wordt daarom gemakshalve uitgegaan van een belegging in obligaties.

⁸ Een obligatie die over vijf jaar een bedrag van 100 uitkeert, heeft vandaag een – afhankelijk van de rentevoet – lagere contante waarde.

⁹ Tenzij met de optie een "click" is gemaakt (zie voetnoot 3 hierboven).

- 2.23 Het recht om tussentijds te beëindigen werd aanvankelijk vooral gebruikt om direct te profiteren van hoge koersen en tussentijds winst te realiseren. Over de resterende looptijd van de overeenkomst is de belegger dan bovendien geen rentebetalingen meer verschuldigd.
- 2.24 De garantiewaarde geldt echter slechts op de einddatum en niet wanneer de SprintPlan overeenkomst tussentijds wordt beëindigd. Wordt op een ongunstig moment tussentijds beëindigd, dan bestaat daardoor de kans dat de verkoopopbrengst van de participaties niet voldoende is om de lening af te lossen.¹⁰ In dat geval moet (een deel van) de besparing door het niet hoeven voldoen van toekomstige rentetermijnen worden aangewend om de lening af te lossen.
- 2.25 Bij tussentijdse verlaging van de rentebetalingen wordt een deel van de participaties verkocht ter aflossing van het deel van de lening dat met de verlaging correspondeert. Ook hier geldt dat de belegger over de resterende looptijd een besparing realiseert, omdat niet langer het volledige rentebedrag verschuldigd is. Wordt tussentijds verlaagd op een moment dat de koersen laag staan en de participaties daardoor minder waard zijn dan bij aankoop, dan moeten er relatief veel participaties worden verkocht om het met de verlaging overeenstemmende deel van de lening te kunnen aflossen. Op dat moment geldt voor deze participaties nog geen garantiewaarde. Stijgen de koersen nadien onvoldoende, dan bestaat de mogelijkheid dat de verkoopopbrengst van het restant van de participaties (waarvoor de garantiewaarde wel geldt) op de einddatum onvoldoende is om het restant van de lening af te lossen.¹¹ Ook in dat geval moet (een deel van) de besparing door de vermindering van toekomstige rentetermijnen worden aangewend om de lening af te lossen.
- 2.26 Het beleggingsbeleid dat in het Garantiefonds wordt gevolgd leidt tot een aanzienlijke beperking van dit tussentijdse risico. Het totale risico dat de belegger loopt is in de praktijk nooit groter dan de som van alle rentebetalingen waartoe hij zichzelf bij aanvang heeft verplicht op het inschrijfformulier. AEGON biedt daarvan bewijs aan.

¹⁰ Dit is een logisch gevolg van het feit dat de garantiewaarde is afgedekt met de aankoop van obligaties, die alleen op de einddatum, en niet tussentijds, resulteren in een aanspraak die gelijk is aan de volledige lening. De waarde van de obligaties bij tussentijdse beëindiging zal afhangen van de rentestand en het tijdstip van beëindiging; naarmate de rentestand lager is en de resterende looptijd van de overeenkomst geringer, zal de waarde van de obligaties hoger zijn. Bij tussentijdse beëindiging bestaat de opbrengst van de participatie uit het overeenkomstige deel van de waarde van de obligaties vermeerderd met de waarde van de opties ten tijde van de beëindiging. Indien de waarde van de opties laag is kan bij tussentijdse beëindiging de opbrengst onvoldoende zijn om de lening volledig af te lossen.

¹¹ Dit wordt uiteengezet in artikel 6.3 van de Algemene Voorwaarden bij het SprintPlan.

Het betreft daarmee altijd een voorzienbaar risico, dat de belegger bewust heeft aanvaard.

- 2.27 De opties en obligaties die zijn aangekocht om de beleggingsdoelstellingen te realiseren, vertegenwoordigen namelijk ook tussentijds een waarde. De waarde van deze effecten is in de praktijk nooit lager geweest dan 80,9 % van de aankoopprijs van de participaties. Dit is niet toevallig, maar een logisch gevolg van de wijze van belegging en de wisselwerking tussen opties en obligaties.
- 2.28 Dit kan eenvoudig worden geïllustreerd aan de hand van het eerdere voorbeeld. Daarin werd bij een belegging van € 10.000 voor € 8.000 in obligaties geïnvesteerd, waarvan vast staat dat deze na vijf jaar zijn vermeerderd in waarde tot € 10.000 (de garantiewaarde). Evident is dat deze obligaties ook tussentijds een substantiële waarde vertegenwoordigen, die al snel minimaal € 8.000 zal bedragen.
- 2.29 Daar komt bij dat ook de opties die worden aangeschaft van de resterende € 2.000 van de belegging tussentijds een waarde vertegenwoordigen. Vast staat immers dat de waarde van deze opties na vijf jaar gelijk is aan de stijging van de index. Bestaat tussentijds de verwachting dat de index daadwerkelijk zal stijgen, dan hebben de opties ook tussentijds een waarde. De waarde van de opties ligt tussentijds in ieder geval nooit lager dan nul.
- 2.30 ~~Verzekeringen~~ hebben uitgewezen dat het beleggingsbeleid van het Garantiefonds ook in extreme omstandigheden (zoals de oliecrisis in 1974 of de aanslagen op het World Trade Center in 2001) niet zou hebben geleid tot een tussentijdse waardedaling van meer dan 19 % ten opzichte van de aankoopprijs. Ter verduidelijking overlegt AEGON een grafisch overzicht van (i) de waardeontwikkeling van participaties in de SprintPlan portefeuilles die vanaf december 1997 tot en met september 2002 zijn gestart, en (ii) de laagste koers per portefeuille als percentage van de inleg (**Productie 3; Grafische weergave ontwikkeling waarde SprintPlan portefeuilles**). ~~De~~ ~~uitgifteprijs~~ van de participaties bedroeg tot januari 2002 telkens € 4,54 (NLG 10), daarna € 5. De grafieken laten zien dat de waarde van de participaties gedurende de looptijd van de diverse SprintPlan overeenkomsten nooit lager is geweest dan ~~80,9%~~ ofwel 80,9 % van de aankoopprijs van de participaties.¹²
- 2.31 De belegger verplicht zich bij het aangaan van het SprintPlan gedurende vijf jaar de in de overeenkomst vermeld rente te betalen. Deze in maandelijkse termijnen

¹² Deze grafieken lopen tot oktober 2004. Ook nadien is ~~er~~ sprake geweest van een lagere waarde.

- (a) een beperkte maandelijkse inleg (gemiddeld € 85 per maand);
- (b) een break even rendement van 6,73%;
- (c) de garantie dat de belegger nooit meer kwijt zou zijn dan de som van de rentebetalingen. Deze beperking van het risico gold ook in geval van tussentijdse beëindiging of verlaging;
- (d) informatiemateriaal waaruit de risico's duidelijk blijken.

Ook in vergelijking met andere producten waarin wordt belegd met geleend geld, waren de risico's niet onevenredig. AEGON betwist dan ook dat sprake was van een aanmerkelijk grotere kans op verlies van een onevenredig grote omvang, zoals de Vereniging stelt.²⁹ Het is aan de Vereniging om deze stellingen te onderbouwen en te bewijzen.

C. Stellingen Vereniging missen iedere onderbouwing

- 4.13 De Vereniging voert verschillende argumenten aan waarom het SprintPlan desondanks een onevenredig risico kent. Iedere onderbouwing ontbreekt echter.
- 4.14 In de eerste plaats stelt de Vereniging dat er bij een belegging in opties – in vergelijking met een belegging in aandelen - sprake is van een grotere kans op verlies. Deze stelling is in zijn algemeenheid onhoudbaar. Welk type belegging het meest risicovol is, is afhankelijk van een veelvoud van factoren, niet in de laatste plaats van het karakter van de optie (call- of putoptie) en het effect waarop de optie betrekking heeft.
- 4.15 In dit geval is sprake van:
 - (a) een belegging in opties en obligaties, waarbij het risico op verlies van de belegging na afloop volledig is afgedekt door de belegging in obligaties;
 - (b) een optie op de potentiële stijging van een index, waardoor wordt voorzien in een grote mate van risicospreiding. Zoals gezegd, is een belegging op de index niet alleen relatief veilig, maar levert dit de belegger bovendien doorgaans het beste rendement.³⁰

²⁹ § 2.11 memorie van grieven.

³⁰ Onderzoek heeft uitgewezen dat het moeilijk is om een dergelijke index te "verslaan" (zie Raaijmakers, Beleggers, aandeelhouders en de AVA, Ondernemingsrecht 2005-4, p. 109).

- 4.16 De Vereniging onderbouwt op geen enkele manier waarom de belegger in het SprintPlan beter af was geweest **wanneer in aandelen in plaats van opties** zou zijn belegd. Dit wordt dan ook betwist.
- 4.17 De Vereniging voert nog aan dat de kans en omvang van het verlies nog groter is in geval van tussentijdse beëindiging of verlaging. Hiervoor (§ E van hoofdstuk 2) is al aangetoond dat het risico van de belegger ook in geval van tussentijdse beëindiging of verlaging beperkt is tot de som van de bij aanvang overeengekomen rentebetalingen. De Vereniging levert geen onderbouwing, laat staan bewijs, van het tegendeel. Het (niet onderbouwde) voorbeeld dat zij geeft in § 18 van haar memorie van grieven is dan ook niet juist, omdat daarin geen rekening wordt gehouden met het feit dat de tussentijdse waarde van de participaties positief wordt beïnvloed door de waarde van de obligaties.
- 4.18 Vervolgens stelt de Vereniging dat pas sprake is van een *break even rendement*, wanneer de belegging in het SprintPlan gunstiger uitpakt dan een belegging in een spaarrekening of een gewone aandelenbelegging. Om die reden zou bij het SprintPlan pas sprake zijn van een *break even rendement*, wanneer de belegger ten minste (i) 8,3% rente en 2% beheervergoeding terugverdient, (ii) 3,8% spaarrente terugverdient en (iii) een vergoeding van 3,9% terugverdient voor het risico dat hij neemt. Dit zou, nog afgezien van de beheervergoeding, betekenen dat het rendement jaarlijks ten minste 16% zou moeten bedragen.
- Ad (i)*
- 4.19 Zoals gezegd, verdient de belegger in het SprintPlan bij een jaarlijkse koersstijging van 6,73% ten minste zijn rentebetalingen terug, en maakt hij bij een hogere koersstijging winst. Om 8% rente terug te verdienen, volstaat een rendement van 6,73% (en niet 8,3%, zoals de Vereniging veronderstelt). Een beheervergoeding is niet in rekening gebracht.
- 4.20 De winst die vervolgens wordt gemaakt, is ook relatief groter dan de stijging van de index zelf. Is sprake van een jaarlijkse koersstijging van 8 i.p.v. 6,73% (een stijging van 1,27%), dan stijgt het rendement op zijn rentebetalingen van 0 naar 8%. Dit effect is typerend voor beleggen met geleend geld.
- 4.21 Ten tijde van het aanbieden van het SprintPlan was de jaarlijkse stijging al geruime tijd aanmerkelijk hoger dan 6,73%, en bestond dus een reële verwachting dat de belegger winst zou kunnen maken. AEGON verwijst in dit verband naar de rapportages van de AFM, waarop de Vereniging zich in haar memorie beroept. Daarin wordt terzake van effectenlease gesteld dat het "realistischer zou zijn om uit te gaan van een rendement

van 8% per jaar". Bij het SprintPlan resulteerde een rendement van 8% per jaar daadwerkelijk in winst, zodat ook in de optiek van de AFM geen sprake was van een onevenredig risicovol product. De observaties van de AFM ten aanzien van producten die een dergelijk, onevenredig risico wel kennen, missen hier dan ook relevantie.

- 4.22 De Vereniging beklaat zich in dit verband nog over het feit dat in brochures is uitgegaan van een hoger rendement, van 11 tot 14%. De Vereniging miskent echter dat het *voorbeeld*rendementen betreft, die bovendien alleszins redelijk waren in het licht van de gemiddelde stijging over de daaraan voorafgaande periode (een gemiddelde stijging van 12% in 18 jaar). Voor zover werkelijke rendementscijfers zijn gebruikt, gebeurde dit in overeenstemming met de Nadere Regeling.³¹
- 4.23 Volledigheidshalve betwist AEGON de hoogte van de gemiddelde koersstijgingen zoals uiteengezet in § 16 memorie van grieven. Overigens kan het SprintPlan ook op basis van deze cijfers een redelijk product worden genoemd. De Vereniging stelt hier immers dat de gemiddelde koersstijging over de laatste 100 jaar op 7,9% ligt en dat de AFM 8% hanteert om de extreme koersstijgingen van de afgelopen jaren te corrigeren. Zoals gezegd, leidt een koersstijging van 8% bij het SprintPlan tot een rendement van 8%. Ook in dat licht kan het SprintPlan worden aangemerkt als een redelijk product. Dat het SprintPlan per definitie verliesgevend zou zijn, zoals de Vereniging beweert, is simpelweg onjuist.

Ad (ii)

- 4.24 De Vereniging stelt vervolgens dat de belegger ten minste de spaarrente zou moeten terugverdienen. Hier wreekt zich weer de gemaakte denkfout. De belegger heeft bij het SprintPlan gekozen voor een belegging met geleend geld en niet voor sparen. Daarom valt niet in te zien waarom de belegger in het SprintPlan *ten minste* een rendement zou moeten maken dat gelijk is aan een spaarrekening.

Ad (iii)

- 4.25 Ook valt niet in te zien waarom de belegger ten minste een vergoeding zou moeten ontvangen voor het risico dat hij met het SprintPlan loopt. Het feit dat een rechtstreekse belegging in aandelen mogelijk minder riskant zou zijn geweest, betekent nog niet dat AEGON de belegger voor dit verschil in risico moet compenseren. Op AEGON rustte immers niet de verplichting om de belegger de minst riskante belegging aan te bieden. Overigens betwist AEGON nogmaals de - niet nader onderbouwde - stelling van de

³¹ Verwezen wordt naar §§ 7.62 e.v. conclusie van antwoord.

Vereniging dat een rechtstreekse belegging in aandelen in dit geval minder riskant zou zijn geweest.

- 4.26 De Vereniging tracht haar stellingen ten slotte te onderbouwen met een "deskundigenrapport" van de hand van Treasury Management B.V.³² Het deskundigenrapport is echter niet meer dan een opsomming van de stellingen van de Vereniging, zonder enige rekenkundige onderbouwing. Het heeft in dat licht geen zelfstandige waarde.
- 4.27 Het deskundigenrapport is volledig gebaseerd op de (onjuiste) veronderstelling dat uitsluitend in opties is belegd. Kenmerkend aan het SprintPlan is nu juist dat het risico op een waardedaling na afloop volledig is afgedekt door de belegging in obligaties. Ook tussentijds zorgt deze belegging voor een risicobeperking, waardoor het totale risico dat de belegger loopt ook in geval van tussentijdse beëindiging of verlaging niet groter is dan de som van de renteverplichtingen die is aangegaan.
- 4.28 Deze onjuiste aanname wreekt zich in iedere conclusie van het rapport, welke door AEGON dan ook alle worden betwist. Voor zover daartoe gehouden en voor zover hiervoor niet reeds voldoende weerlegd, biedt AEGON uitdrukkelijk (tegen)bewijs aan ter weerlegging van de stellingen die in het deskundigenrapport zijn verwoord.
- 4.29 In het bijzonder betwist AEGON de suggestie dat de belegger in geval van tussentijdse beëindiging een onevenredig risico zou lopen (§ 18 memorie van grieven). De hier gepresenteerde berekening gaat wederom uit van de onjuiste veronderstelling dat uitsluitend in opties is belegd. In werkelijkheid is eveneens in obligaties belegd, welke belegging ook het tussentijdse risico aanzienlijk beperkt. AEGON biedt daarvan bewijs aan.
- 4.30 De Vereniging maakt nog een vergelijking met effectenkrediet en stelt dat AEGON ongebruikelijk veel krediet zou verlenen in het licht van de onzekere waarde van de opties die als onderpand gelden. Wederom miskent de Vereniging hier dat tevens in obligaties is belegd, waardoor het risico na afloop volledig is afgedekt en tussentijds aanzienlijk is beperkt. De vergelijking met een krediet met opties als onderpand gaat (ook) in dat licht niet op. AEGON betwist in het bijzonder dat zij op deze manier haar eigen belang boven dat van cliënten heeft laten prevaleren. AEGON heeft een product aangeboden met een zeer beperkt risico dat bij een gemiddelde koersstijging (8%, conform het gestelde gemiddelde over de laatste 100 jaar) tot een aanzienlijk rendement

³² Productie 3 bij memorie van grieven.

A. Grief gaat ten onrechte uit van onevenredig risicoprofiel

- 6.5 De tweede grief van de Vereniging is wederom expliciet gebaseerd op de veronderstelling dat bij het SprintPlan sprake is van een onevenredig risico, in die zin dat bij het SprintPlan een grote kans op verlies zou bestaan en een kleine kans dat een rendement wordt behaald dat beter is dan bij andere beleggingen.
- 6.6 Deze stelling wordt door de Vereniging op geen enkele manier onderbouwd en is ook niet juist. AEGON verwijst hier naar het gestelde in hoofdstuk 4, dat als herhaald en ingelast moet worden beschouwd.
- 6.7 AEGON heeft in het informatiemateriaal de kenmerken van het SprintPlan duidelijk en niet misleidend uiteen gezet. De belegger dient het SprintPlan vervolgens op zijn eigen merites te beoordelen. AEGON betwist dat zij gehouden was om daarnaast informatie te verstrekken over de mate waarin de potentiële winst- en verlieskansen zich verhouden tot de potentiële winst- en verlieskansen bij andersoortige producten (zoals sparen of rechtstreeks in aandelen beleggen). Dat het SprintPlan daarbij negatief zou afsteken, wordt overigens ook betwist. Zoals uiteengezet, gold voor het SprintPlan een *break even rendement* bij een jaarlijkse koersstijging van 6,73%. Deze koersstijging betrof (ook in het licht van het rekenrendement van 8% waar de AFM vanuit gaat) geen onredelijke verwachting.
- 6.8 De Vereniging wijst nog op het gebruik van de term "inleg" in plaats van "kosten", waardoor de indruk zou ontstaan dat deze inleg alleen bij koersdaling verloren gaat. De Vereniging miskent dat de inleg in de brochure expliciet is gepresenteerd als een vergoeding voor het voorgeschoten bedrag (en daarmee als een kostenpost):

Uw maandbedrag is namelijk een vergoeding (rente) voor het bedrag dat Spaarbeleg u voorschiet.

Het gebruik van de term "inleg" werd in artikel 7.5 lid 4 van Bijlage 7 van de aangepaste Nadere Regeling 1999 bovendien dwingend voorgeschreven.¹⁰⁷

- 6.9 De belegger kon uit het informatiemateriaal voorts wel degelijk afleiden dat hij risico liep over zijn rentebetalingen.¹⁰⁸ Dit risico werd vanaf februari 1999¹⁰⁹ nog eens expliciet vermeld in de brochure (en vanaf 2000 ook in de productleeswijzer):

¹⁰⁷ Verwezen wordt naar § 7.31 conclusie van antwoord.

¹⁰⁸ Voor een onderbouwing wordt verwezen naar §§ 7.49 e.v. conclusie van antwoord en §§ 6.29 e.v. conclusie van dupliek.