

De aandelenlease affaire



Door : Rick la Rivière
Studentnummer : 89101566
Studiejaar : 2009/2010
Datum afsluiting : 31 mei – 3 juni 2010
Scriptiebegeleider : drs. R.J.A. Janssen

Voorwoord

Het onderwerp van mijn scriptie betreft de vraag in hoeverre de aandelenlease affaire had kunnen worden voorkomen. En de gevolgen hiervan voor de klant zoveel mogelijk hadden kunnen worden beperkt. De aandelenlease affaire dient hierbij te worden gedefinieerd als de situatie waarbij een groot aantal Nederlanders als gevolg van hun deelname in aandelenlease producten in financiële nood zijn geraakt.

Ik heb om meerdere redenen voor dit onderwerp gekozen. Ten eerste ben ik als ex-medewerker van Dexia Bank Nederland N.V. nauw betrokken geweest bij de aandelenlease affaire. Ik heb bij deze bank gedurende bijna 11 jaar verschillende financiële functies vervuld waarbij ik direct kennis heb kunnen nemen van de aandelenlease problematiek.

Voorts is de aandelenlease affaire nog steeds actueel. Zij is feitelijk representatief voor de wijze waarop financiële instellingen een aantal van hun producten commercieel uitbuiten. Denk hierbij ondermeer aan de meer recente woekerpolis affaire. Of de nog meer recente kwestie rondom de pensioenverzekeringen.

De laatste reden dat ik voor het onderwerp heb ik gekozen is van meer praktische aard. Met name de producttechnische aspecten hebben een direct raadvlak met mijn studie bedrijfseconomie. Ik zal hier dan ook bij mijn scriptie uitvoerig op in gaan.

Dan rest mij nog om mijn bijzondere dank te betuigen aan mijn scriptiebegeleider de heer drs. R.J.A. Janssen. Zijn persoonlijke begeleiding heeft mij geïnspireerd bij het werken aan mijn scriptie. Ook op momenten dat ik dreigde vast te lopen.

Samenvatting

Deze scriptie beoogt een antwoord te geven op de vraag in hoeverre de aandelenlease affaire had kunnen worden voorkomen. En de gevolgen hiervan voor de klant zoveel mogelijk hadden kunnen worden beperkt. De aandelenlease affaire dient hierbij te worden gedefinieerd als de situatie waarbij een groot aantal Nederlanders als gevolg van hun deelname in aandelenlease producten in financiële nood zijn geraakt.

Voorwerp van onderzoek vormt Dexia Bank Nederland N.V. Deze bank was naast ondermeer Fortis en Aegon destijds veruit de grootste aanbieder van aandelenlease producten.

Bij mijn analyse heb ik gebruik gemaakt van mijn eigen ervaring als ex-medewerker van Dexia Bank Nederland N.V. En heb daarnaast diverse bronnen geraadpleegd. Zoals vakliteratuur en internetsites.

Het onderzoek is als volgt opgebouwd. Na de uiteenzetting van de probleemstelling en een analyse van de geschiedenis van Dexia Bank Nederland N.V., worden een aantal aandelenlease producten besproken. Behalve de werking wordt ook het risicoaspect van deze producten besproken. Vervolgens komen de distributie en verkoop aan de orde. Daarbij zal worden ingegaan op de procesgang, de wijze waarop de aandelenlease producten hun weg vonden naar de markt. En zullen daarnaast de promotionele aspecten aan bod komen. Er zal worden gezien welke mogelijke invloed Dexia Bank Nederland N.V. heeft gehad op de oordeels- en besluitvorming van haar klanten. Ten slotte zullen enkele van de belangrijkste spelers in de aandelenlease affaire de revue passeren. Er zal ondermeer vanuit hun verantwoordelijkheid worden bekeken in hoeverre zij het aandelenlease debacle hadden kunnen voorkomen.

Op basis van de uitkomst van mijn onderzoek ben ik tot de volgende belangrijkste conclusies gekomen. Dexia Bank Nederland N.V. had verschillende mogelijkheden om het risico voor de klant te beperken. Zo had zij kunnen kiezen voor een meer evenwichtige provisiestructuur en had zij bovenal in de communicatie met haar klanten veel duidelijker kunnen zijn over de risico's die verbonden waren aan de aandelenlease producten. Dat dit niet is gebeurd is het gevolg geweest van een korte termijnvisie. Het genereren van een zo groot mogelijke omzet in een korte tijd was het belangrijkste doel. Overigens blijkt uit de analyse evenzeer dat ook de klanten niet vrijuit gingen. Ook zij hadden acties kunnen ondernemen. In ieder geval door zich actiever en kritischer op te stellen. Hoewel de minister van Financiën op enig moment wel actie heeft ondernomen, is deze daarin toch enigszins tekort geschoten. Namelijk het beperken van de financiële gevolgen voor de eigenaren van de aandelenlease contracten. Tenslotte blijkt, dat de toezichthouders AFM en DNB slechts een louter registerende rol hebben gespeeld. Zij hadden vanuit hun toezichthoudende rol eerder actie kunnen dan wel moeten ondernemen.

Summary

This paper seeks to answer the question whether the share scandal could have been prevented. And the consequences for the customer as much as possible could be limited. The share option shall hereby be defined as a situation where a large number of Dutch as a result of their participation in share leasing products in financial distress are affected.

Object of research is Dexia Bank Netherlands NV. This bank was beside Fortis and Aegon far out the largest provider of share leasing products.

In my analysis I used my own experience as a former employee of Dexia Bank Netherlands NV. And I also consulted several sources. Such as literature and Internet sites.

The study is structured as follows. After presenting the problem and an analysis of the history of Dexia Bank Netherlands NV, a number of share leasing products are discussed. Besides the operation also the risk aspects of these products are discussed. Then the distribution and sale will be subject of research. It will discuss the procedure, how the share leasing products found their way to market. And also the promotional aspects will be discussed. I shall review the potential impact Dexia Bank Netherlands NV has had on the judgments and decisions of its customers. Finally, some of the key players in the share scandal are presented. I shall review in what way the customers could prevent the share debacle by taking their own responsibility

Based on the results of my research I came to the following main conclusions. Dexia Bank Netherlands NV had several opportunities to reduce risk for the customer. So she could opt for a more balanced charging structure and above all she had been much clearer in communicating with its customers about the risks that are connected with share leasing products. That this has not happened is the consequence of a short term vision. Generating a maximum revenue in a short time was the main goal. Moreover, the analysis shows that also customers are to blame. They also had to take action. In any case, by a more actively and critically attitude. While the Finance Minister at one time has taken action he failed to reduce the impact for the owners of the share contracts. Finally shows that the AFM and DNB had a purely registering role. They had to take more action from their supervisory role.

Inhoudsopgave

1. Inleiding	Pagina 6
1.1. De probleemstelling	Pagina 6
1.2. Aandelenlease	Pagina 7
1.3. De geschiedenis van Dexia Bank Nederland N.V.	Pagina 7
2. Producten	Pagina 10
2.1. WinstVerDriedubbelaar	Pagina 10
2.2. Feestplan	Pagina 13
2.3. Winstver10dubbelaar	Pagina 15
2.4. IB*Plan	Pagina 15
2.5. Spaarlease	Pagina 15
2.6. Overwaarde Effect	Pagina 16
2.7. Beleggersrekening	Pagina 17
2.8. Tot slot	Pagina 17
3. Distributie en verkoop	Pagina 18
3.1. Procesgang	Pagina 18
3.2. Promotie	Pagina 24
3.3. Misleiding	Pagina 28
4. De belangrijkste spelers	Pagina 29
4.1. Dexia Bank Nederland N.V	Pagina 29
4.2. De klanten van Dexia Bank Nederland N.V.	Pagina 33
4.2.1. Acties die de klant zelf vooraf had kunnen ondernemen	Pagina 33
4.2.2. Acties die de klant achteraf had kunnen ondernemen	Pagina 34
4.3. De minister van Financiën	Pagina 35
4.4. De Nederlandsche Bank (DNB)	Pagina 38
4.5. De Autoriteit Financiële Markten (AFM)	Pagina 40

5. Alternatieven voor de klant	Pagina 42
5.1. Kopen van een calloptie	Pagina 42
5.2. Kopen van een putoptie	Pagina 44
5.3. Bull callspread	Pagina 45
5.4. Bear putspread	Pagina 47
5.5. Out-of-the-money strangle	Pagina 49
5.6. In-the-money strangle	Pagina 51
5.7. Bull putspread	Pagina 54
5.8. Bear callspread	Pagina 55
5.9. Quattro	Pagina 57
5.10. Resumerend	Pagina 57
6. Conclusies en aanbevelingen	Pagina 58
7. Bronnen	Pagina 61

1. Inleiding

1.1. De probleemstelling

Deze scriptie beoogt een antwoord te geven op de vraag in hoeverre de aandelenlease affaire had kunnen worden voorkomen. En hoe de gevolgen hiervan voor de klant zoveel mogelijk hadden kunnen worden beperkt. De aandelenlease affaire dient hierbij te worden gedefinieerd als de situatie waarbij een groot aantal Nederlanders als gevolg van hun deelname in aandelenlease producten in financiële nood zijn geraakt.

Bij het beantwoorden van de in de probleemstelling geformuleerde vragen, zal in deze scriptie zwaar het accent komen te liggen op de producttechnische aspecten. Naar mijn mening sluit dit het meest aan op het karakter van mijn studie bedrijfseconomie. Daarnaast zullen de in de aandelenlease affaire betrokken partijen worden aangehaald. Waarvan de hoofdrolspeler, Dexia Bank Nederland N.V., het meest uitvoerig.

Waar ik niet op zal ingaan zijn de juridische aspecten van de aandelenlease affaire. Wat ondermeer betekent dat de aandelenlease stichtingen niet ter sprake zullen komen. Deze waren destijds berokken bij tal van juridische procedures. De reden dat ik niet ben in gegaan op de gerechtelijke uitspraken in relatie tot de aandelenlease affaire is, dat mijn scriptie dan een wel heel technisch juridisch karakter zou hebben gekregen. Wat feitelijk buiten de scope van mijn opleiding valt. Ik heb dit onderwerp overigens wel betrokken in mijn onderzoek.

Bij mijn onderzoek heb ik informatie geput uit vakliteratuur en heb ik internetbronnen geraadpleegd. Daarnaast heb ik in belangrijke mate gebruik gemaakt van de kennis die ik heb als ex-medewerker van Dexia Bank Nederland N.V.

Tot slot een overzicht van de onderwerpen per hoofdstuk:

- In dit hoofdstuk zal verder nog worden ingegaan op het begrip aandelenlease en zal de geschiedenis van Dexia Bank Nederland N.V. worden beschreven.
- In hoofdstuk twee worden een aantal aandelenlease producten besproken. Behalve de werking, zullen ook de risicoaspecten van deze producten aan bod komen.
- In hoofdstuk drie komt de distributie en verkoop van de aandelenlease producten door Dexia Bank Nederland N.V. aan bod. Daarbij zal worden ingegaan op de wijze waarop deze werden uitgerold op de markt. En zullen daarbij de promotionele aspecten nader worden beschouwd.
- In hoofdstuk vier worden een aantal van de betrokken partijen bij de aandelenlease affaire aangehaald. Er zal worden bekeken in hoeverre zij het aandelenlease debacle hadden kunnen voorkomen. Dan wel de gevolgen hiervan voor de klant zoveel mogelijk hadden kunnen beperken.
- In hoofdstuk vijf dat handelt over alternatieven komen een aantal van de in de praktijk veel gebruikte optiestrategieën aan bod. Het doel is om aan te tonen dat er destijds ook mogelijkheden waren om met een lagere inleg en een gering risico een aardig rendement te behalen.
- In hoofdstuk zes worden de conclusies en aanbevelingen besproken die voortvloeien uit de voorgaande hoofdstukken

1.2. Aandelenlease

Aandelenlease is een overeenkomst waarbij een financiële instelling aan een klant een lening verstrekt ter financiering van de aankoop van een pakket aandelen (eventueel in combinatie met opties). De klant betaalt maandelijks rente en eventueel een bedrag om zijn schuld af te lossen en krijgt tenslotte de opbrengst van de effecten na aftrek van de eventueel nog niet afgeloste (rest-)schuld. Zolang de (rest-)schuld niet is afgelost, dienen de effecten als onderpand.

Een aandelenlease constructie komt er dus in hoofdlijnen op neer, dat:

- Een belegger geld leent van een financiële instelling voor een vooraf afgesproken periode en daarover rente betaalt.
- Met dit geld aandelen worden gekocht volgens een vooraf afgesproken formule, bijvoorbeeld "conform de AEX-index" of "20% in ieder van de volgende 5 ondernemingen".
- De belegger soms een beheerfee betaalt aan de financiële instelling voor de aan- en verkooptransacties en het bewaren van de gekochte effecten. Soms is dit verwerkt in de verschuldigde rente.

Twee varianten:

- Restschuld-product: gedurende de looptijd wordt slechts rente betaald; aan het eind van de looptijd worden de aandelen verkocht; uit de opbrengst wordt de lening afgelost, het restant wordt uitgekeerd; als de opbrengst onvoldoende is ontstaat een restschuld.
- Aflossingsproduct: gedurende de looptijd wordt rente betaald en ook afgelost; aan het eind wordt de hele opbrengst van de aandelen uitgekeerd.

De aantrekkelijkheid van de aangeboden constructies is de omstandigheid dat indien het rendement op de aandelenportefeuille hoger is dan de rentevoet inclusief kosten, het rendement op de gedane betalingen nog hoger is dan het rendement op de aandelen. Deze hefboomwerking geldt echter ook bij een ongunstig resultaat: bij een waardedaling van de aandelen gaan bij een restschuld-product niet alleen alle gedane betalingen verloren, maar blijft er ook nog een restschuld over. Er moet dus aan het eind nog geld worden bijbetaald.

Ook waren er fiscale voordelen zoals de aftrekbaarheid van de rente (ook als hierin alle kosten verwerkt waren) met daar tegenover het onbelast zijn van de waarde-aangroei van de aandelen en de dividendvrijstelling. Successievelijk vervielen deze voordelen door veranderingen in de belastingwetgeving.

1.3. De geschiedenis van Dexia Bank Nederland N.V.

In deze paragraaf zal in het kort de geschiedenis worden beschreven van Dexia bank Nederland N.V. en haar rechtsvoorgangers.

Het begon allemaal met het aandelenlease concept dat begin jaren negentig was bedacht door Piet Bloemink, de toenmalige oprichter van Legio Lease B.V. Het idee waarbij de particuliere belegger zich met geleend geld op termijn een aandelenpakket kon verwerven en waarbij deze tevens fiscale voordelen kon genieten. Dat laatste maakte het product extra interessant en feitelijk ontleende het hier haar bestaansrecht aan. Op de aan de aandelenlease producten gerelateerde leningen was namelijk de consumptieve renteaftrek aftrek van toepassing. Het kwam er in de praktijk op neer dat

de fiscus de aanschaf van het aandelenpakket voor een groot deel meefinancierde. Hierdoor kwam de mogelijkheid tot het beleggen in aandelen binnen het bereik van een grotere groep mensen. Begin jaren negentig was dit voornamelijk voorbehouden aan de meer vermogende.

Piet Bloemink had zich hiermee een nieuwe markt verworven die in eerste instantie werd bewerkt via direct mail. Landelijk werden via de post productfolders verspreid waarin met name het accent werd gelegd op het mogelijk in de toekomst te behalen rendement. Geïnteresseerden konden op het bijgevoegde aanmeldingsformulier een maandtermijn naar keuze selecteren die bepalend was voor het totale bedrag waarvoor aandelen zouden worden aangekocht en derhalve de omvang van de aangegane verplichting betrof. Na ondertekening en verzending van dit formulier werd hen binnen een maand een contract toegezonden. Hierop was de maandtermijn en het aangekochte aandelenpakket te zien alsmede de contractvoorwaarden. Wanneer het contract binnen een maand ondertekend retour werd gestuurd was men de eigenaar van een aandelenlease contract.

In de beginperiode waren het met name de Spaarlease producten die gretig aftrek vonden. Op dit product vond aflossing op de hoofdsom plaats en met het voldoen van de laatste maandtermijn was men juridisch eigenaar van het aandelenpakket. In de praktijk werden veel van deze contracten tussentijds beëindigd. Ook met de in rekening gebrachte boete bij tussentijdse beëindiging, waarover later meer, werden op deze contracten in de jaren negentig aanzienlijke winsten gerealiseerd. Door de acquisitie activiteiten van eigen en ingehuurde call centers besloten veel van de klanten die hun contracten tussentijds met winst hadden beëindigd tot de aanschaf van één of meerdere nieuwe leasecontracten.

Vanwege het grote succes, die de aandelenlease producten in de praktijk hadden, besloot Bank Labouchere, de financier van Legio Lease B.V. dezelfde producten maar dan onder een andere naam ook via assurantietussenpersonen te distribueren. De meest bekende hiervan was Spaarselect. Er was nu dus sprake van twee verkooplabels. Aan de ene kant Legio Lease, die de markt op een agressieve manier via direct mail en haar call centers bewerkte. En anderzijds het Labouchere label, dat de markt op een meer gedistingeerde manier via assurantietussenpersonen bewerkte. Waarbij Spaarselect de voortrekkersrol speelde. Voor deze tussenpersoon zijn destijds zelfs exclusief aandelenlease producten ontwikkeld.

Het was in deze fase, eerste helft jaren negentig, dat Piet Bloemink Legio Lease B.V. verkocht aan Bank Labouchere. Door het grote succes, dat de aandelenlease producten in de praktijk hadden, nam ook de behoefte aan extra vermogen toe. Hiertoe werd Aegon, gevonden die de activiteiten van Bank Labouchere mede financierde. In de tweede helft van de jaren negentig was de overname van Bank Labouchere door Aegon zelfs noodzakelijk. Bank Labouchere was als kleine beleggersbank, ondanks de securitisatie¹ van een groot deel van haar uitstaande hoofdsommen, niet in staat verder te groeien. Na de overname bracht Aegon op haar beurt ook aandelenlease producten op de markt die zij met name in het noorden van het land via assurantietussenpersonen distribueerde. Ook dit werd een groot succes.

¹ *Securitisatie of effectivering of vertiteling is een financiële techniek waarbij activa worden samengevoegd en verkocht als verhandelbare securities (effecten). Financiële instituten en bedrijven van alle soorten gebruiken securitisatie om de huidige waarde van toekomstige kasstromen direct te realiseren*

Vanaf 1997 werden er via de verkooplabels Legio Lease en Labouchere meer risicovolle varianten op de aandelenlease producten op de markt gebracht waarbij de kans op winst

mogelijk nog groter was. De beurskoersen hadden steeds een stijging laten zien en de verwachting was dat hier vooralsnog geen einde zou komen. Er heerste een ware euforie, mede ingegeven door het grote succes van nieuw opkomende bedrijven in de automatiseringsbranche op de beurs. Het moet in dit licht worden gezien waarom de WinstVerDriedubbelaar werd geïntroduceerd. Gezien de korte looptijd van drie jaar was dit product te classificeren als een puur speculatief product. Daarnaast werd er op dit product als gevolg van deze korte looptijd niet afgelost. Indien dit wel het geval zou zijn geweest zouden de maandtermijnen van een dusdanige omvang zijn geweest waardoor dit product niet meer interessant zou zijn geweest voor een groot publiek. Legio Lease richtte zich in haar strategie immers op de massa. Door een agressief verkoopbeleid in combinatie met het optimisme op de beurs werd met dit product een groot succes geboekt. In aantallen en volume droeg de WinstVerDriedubbelaar het meest bij aan de omzetgroei en winst van de organisatie.

Dit noopte Aegon tot meerdere securitisaties. Eind jaren negentig was de waarde van deze dochtermaatschappij van Aegon dusdanig toegenomen, dat deze interessant werd voor overname door een andere grote partij. Aegon vond in Dexia Bank een geschikte overname kandidaat. Deze bank zag de overname als mogelijke ingang tot de Nederlandse markt. Daarnaast waren er ook synergievoordelen te behalen. Dexia Bank was namelijk ook actief als beleggingsbank. In 2000 was de overname een feit. De naam Labouchere wijzigde zich in Dexia Bank Nederland N.V. Erg lang heeft het profijt van deze overname niet geduurd. In het voorjaar van 2001 knapte de internetzeepbel en kwamen de beurskoersen in een vrije val. Vanaf dat moment werden de eigenaren van de aandelenlease contracten geconfronteerd met grote verliezen. Alle aangeboden producten waren steeds gebaseerd geweest op de visie van een almaar stijgende beurs. En van het inbouwen van een bodem ingeval van een eventuele koersdaling was totaal geen sprake.

Het was in deze situatie dat steeds meer klanten zich gingen roeren onder aanvoering van het medium Tros Radar. Zij stelden ondermeer, dat zij onvoldoende op de hoogte waren geweest van de risico's die zij waren aangegaan bij het afsluiten van de aandelenlease contracten. En dat Dexia Bank Nederland N.V. hen hier ook niet tegen had behoed. Het was ook de periode waarin diverse aandelenlease stichtingen ontstonden die de belangen van groepen gedupeerden behartigden. Vertegenwoordigd door hun advocaten werden de mogelijkheden onderzocht van een schikking met Dexia Bank Nederland N.V. of kwam het tot een gang naar de rechter. Van enige vorm van commerciële activiteiten was toen al lang geen sprake meer. De organisatie werd steeds verder ontmanteld. Gezonde bedrijfsonderdelen werden verkocht, zoals bijvoorbeeld de private banking (vermogensbeheer-)tak en Alex (*beleggen via Internet*). De hoofdactiviteiten bestonden nu uit het afwickelen van schadeclaims en het voeren van individuele en collectieve procedures. Voor dit laatste was een compleet nieuw bedrijfsonderdeel opgericht, genaamd Legal. Aangestuurd door een gerenommeerde Nederlandse advocaat hield een groep van 100 jonge juristen en administratief medewerkers zich dagelijks bezig met de afwikkeling van individuele schadeclaims. Op dit moment is de situatie zo, dat het overgrote deel van de schadeclaims via een collectieve procedure, bekend onder de naam Duisenberg regeling, is afgewikkeld. En er nu van de oorspronkelijke 2.000 medewerkers tot maart 2010 nog 28 medewerkers in dienst zijn. Deze verzorgen de overdracht van de laatste nog niet overgedragen werkzaamheden aan derde partijen. Zo wordt op dit moment het effectenverkeer verzorgd door ABN AMRO, draagt KPMG zorg voor de financiële administratie en doet Dun & Bradstreet het traject van de incasso en aanmaningen.

2. Producten

In dit hoofdstuk zullen enkele van de producten worden besproken welke Dexia Bank Nederland N.V. destijds op de markt heeft gebracht. Van deze producten zal de werking worden uitgelegd en zal bij een aantal daarvan een en ander verder worden geïllustreerd aan de hand van cijfervoorbeelden.

2.1. WinstVerDriedubbelaar

De WinstVerDriedubbelaar verscheen eind 1997 voor het eerst op de markt. In dat belastingjaar waren de rente en kosten van geldleningen aftrekbaar indien deze vooruitbetaald werden. Indien de rente betrekking had op het tijdvak na juni 1998 dan was deze aftrekbaar tot een maximum van fl. 4.000. De eerste WinstVerDriedubbelaar producten maakten optimaal gebruik van het toen geldende belastingregime. Het ging namelijk om producten waarbij eenmalig een bedrag van fl. 3.000,00, aan vooruitbetaalde rentetermijnen moest worden voldaan. Vanwege het grote succes dat dit actieproduct in de markt had, besloot Dexia Bank Nederland N.V. hier een vervolg aan te geven. De WinstVerDriedubbelaar producten werden vanaf 1998 toegevoegd aan het reguliere productassortiment. Het ging toen om producten waarbij naar keuze met verschillende maandtermijnen kon worden ingestapt en daarmee corresponderende aandelenpakketten (hoofdsommen). Van de WinstVerDriedubbelaar producten werden uiteindelijk in totaal ongeveer 560.000 contracten verkocht. Dit aantal betrof zo'n 80% van het totaal aantal contracten, dat door Dexia Bank Nederland N.V. gedurende haar bestaan is verkocht.

Wat is de WinstVerDriedubbelaar? Het betreft een aandelenlease product met een looptijd van maximaal drie jaar, waarbij de 36 maandtermijnen volledig bestaan uit betaalde rente. Er wordt bij dit product dus niet op de hoofdsom afgelost. De hoofdsom bestaat uit het bedrag van het aandelenpakket bij aanvang van het contract vermeerderd met de aandelenpakketten, die respectievelijk aan het begin van het 2^e en 3^e contractsjaar worden aangekocht. De aankoopkoers hiervan is gelijk aan die van het 1^e pakket. Dit wordt bereikt door aan dit product callopties te koppelen. De premie van deze opties wordt voldaan uit de gedurende de looptijd van het contract op de aandelen uitgekeerde dividend. De contracteigenaren ontvangen dus geen dividend over de door hen geleasede aandelen.

Wat impliceert de naam WinstVerDriedubbelaar? De naam gaat uit van de veronderstelling dat gedurende de looptijd van het contract de aandelenkoersen gemiddeld zullen stijgen. En dat dus de drie afzonderlijke tegen dezelfde koers aangekochte aandelenpakketten aan het einde van de looptijd een driedubbele winst opleveren.

Het boek 'schijnwerper op het bedrog van Legio Lease en de rol van onze rechtspraak' suggereert dat de callopties niet zouden zijn gefinancierd vanuit het dividend, maar door middel van de ontvangen premies van geschreven putopties. En dat vanuit deze aanname geredeneerd Dexia Bank Nederland N.V. behalve de rente ook het ingehouden dividend als inkomsten van haar klanten zou hebben ontvangen. Hiermee stelt de auteur de uitkomsten van het in- en externe accountantsonderzoek en het toezicht van de Nederlandsche Bank in twijfel. Ik vind het zelf een nogal gewaagde stellingname om de integriteit van deze controlerende en toezichthoudende partijen in twijfel te trekken.

In hoofdstuk 5 zal ik nader ingaan op het gebruik van opties. Ik zal daarin een aantal veel gebruikte optiestrategieën bespreken die als alternatief hadden kunnen dienen voor de aandelenlease producten.

In het boek 'Schijnwerper op het bedrog van Legio Lease en de rol van onze rechtspraak' is op bladzijde 162 een kopie van een bestaand WinstVerDriedubbelaar contract opgenomen. Op basis van de gegevens uit dit contract zal de werking van dit product hieronder nader worden besproken.

De aandelenportefeuille van het contract is als volgt opgebouwd:

Fonds	Aankoopkoers	Aantal	Aankoopbedrag
AEGON	233,90	16	3.742,40
KON.OLIE	109,50	32	3.504,00
KPN	102,40	32	3.276,80
UNILEVER	132,30	16	2.116,80

Totale aankoopbedrag 12.640,00

In het contract wordt een bedrag voor maandtermijnen genoemd van fl. 252,80. De hoogte van dit bedrag is als volgt te herleiden.

12.640,00 x 12% = 1.516,80
 25.280,00 x 12% = 3.033,60 (totaal bedrag na uitoefening van de 1^e calloptie)

37.920,00 x 12% = 4.550,40 (totaal bedrag na uitoefening van de 2^e calloptie)

Totaal rentebedrag 9.100,80

Omdat het contract een looptijd kent van drie jaar is het rentebedrag per maand en dus de maandtermijn 9.100,80 / 36 = fl. 252,80.

In haar communicatie naar buiten schermde Dexia Bank Nederland N.V. met rendementen op jaarbasis van ongeveer 11%. Wanneer dit percentage wordt berekend over de aandelenportefeuille van het aandelenlease contract is de verwachte verkoopopbrengst na drie jaar als onderstaand.

Fonds	Verkoopkoers	Aantal	Verkoopopbrengst
AEGON	319,89	48	15.354,67
KON.OLIE	149,76	96	14.376,54
KPN	140,05	96	13.444,36
UNILEVER	180,94	48	8.685,00

Totale verkoopopbrengst 51.860,57

Controle a.d.h. van het totale aankoopbedrag:

Jaar	Totale aankoopbedrag begin jaar	Procentuele stijging van 11%	Totale aankoopbedrag einde jaar
1	37.920,00	4.171,20	42.091,20
2	42.091,20	4.630,03	46.721,23
3	46.721,23	5.139,34	51.860,57

Wanneer het aandelenlease contract na drie jaar zou worden beëindigd, zou op basis van een gemiddelde koersstijging van 11% het volgende netto resultaat zijn gerealiseerd.

Verkoopopbrengst aandelen	fl. 51.860,57
Hoofdsom	fl. 37.920,00 (= aankoopprijs aandelenpakket)
Bruto resultaat	fl. 13.940,57 (= koerswinst)
Betaalde lease termijnen	fl. 9.100,80 (= betaalde rente)
Netto resultaat	fl. 4.839,77

Indien de klant de aandelen met eigen middelen zou hebben aangeschaft, zou het resultaat gelijk zijn geweest aan het bruto resultaat ad **fl. 13.940,57**. Ook als de resultaten van beide scenario's nog zouden worden gecorrigeerd met de gedeelde rente inkomsten, laat de financiering van het aandelenpakket uit eigen middelen een duidelijk beter resultaat zien. Bij een gemiddeld rentepercentage van 2,5% over drie jaar ontstaat het volgende beeld.

Aandelenlease

Netto resultaat	fl. 4.839,77
Gedeelde rente inkomsten ¹	fl. 339,77
Gecorrigeerd resultaat	fl. 4.500,00

¹ Berekend op basis van postnumerandorente a.d.h. van de volgende gegevens:

Betalingen	252,80 (= maandtermijn, respectievelijk betaalde rente per maand)
Aantal termijnen	36 (= aantal maanden)
Rente	0,002083333 (= rentevergoeding op maandbasis)

Aanschaf aandelen uit eigen middelen

Koerswinst	fl. 13.940,57 (= bruto resultaat bij aandelenlease)
Gedeelde rente inkomsten ²	fl. 2.915,69
Gecorrigeerd resultaat	fl. 11.024,88

² Is de rente vergoeding van 2,5% over fl. 37.920,00 gedurende 3 jaar.

Ondanks het feit dat in de gegeven situatie bij de aandelenlease constructie een hoger rendement³ wordt gerealiseerd, is de aanschaf van aandelen uit eigen middelen een beter alternatief omdat deze een winst genereert die ruim 188% hoger ligt. Zeker wanneer hun financiële draagkracht dit had toegelaten hadden klanten er beter aan gedaan de aandelen zelf op de beurs aan te kopen. Overigens dient hier de kanttekening te worden geplaatst, dat de rendementsverhouding tussen beide alternatieven in geval van een beursdaling tegengesteld zou zijn aan de situatie, die geldt bij een stijgende beurs. In dat geval scoort de aandelenlease constructie slechter. Hetgeen wordt veroorzaakt doordat behalve het koersverlies ook de betaalde (rente-)termijnen voor rekening van de contracthouder komen. Zou is bij een koersdaling van 7% over drie achtereenvolgende jaren het negatieve rendement bij de aandelenlease constructie 181,52% en bij de financiering via eigen middelen 19,56%. Bij een achtereenvolgende koersdaling van 11% per jaar zijn deze percentages respectievelijk 222,93% en 29,50%.

³ Rendement aandelenlease constructie: $4.839,77 / 9.100,80 \times 100\% = 53,18\%$
Rendement uit eigen middelen: $13.940,57 / 37.920,00 \times 100\% = 36,76\%$

Het kwam in voorkomende gevallen voor, dat klanten van Dexia Bank Nederland N.V. niet meer aan hun betalingsverplichtingen konden voldoen en om die reden gedwongen waren hun contracten tussentijds te beëindigen. Met name bij de WinstVerDriedubbelaar was dit zeer onvoordelig, zoals onderstaand voorbeeld laat zien. Vooral in de situatie waarbij dit gebeurde in de loop van het eerste contractjaar. Dus voordat er een verdubbeling van het aandelenpakket had plaatsgevonden.

Verkoopopbrengst aandelen	fl. 14.030,40
Hoofdsom	fl. 12.640,00 (= aankoop prijs 1 ^e aandelenpakket)
Koerswinst	fl. 1.390,40
Boete ⁴	fl. 3.662,71 (= 24 mndterm. contant gemaakt tegen 5%)
Brutoresultaat	- fl. 2.272,31
Betaalde leasetermijnen	fl. 3.033,60 (12 maandtermijnen)
Nettoresultaat	- fl. 5.305,91

⁴ Bij het tussentijds beëindigen van aandelenlease contracten werden de nog resterende maandtermijnen, in dit specifieke geval 24 maanden, contant gemaakt tegen 5%. Dit gebeurde overigens niet altijd even consequent. In voorkomende gevallen werd 50% van de nog resterende maandtermijnen in rekening gebracht. In dit voorbeeld zou dat hebben geresulteerd in een boetebedrag van fl. 3.033,66 en een daaraan gerelateerd negatief nettoresultaat van fl. 4.676,80.

Zelfs bij een aanzienlijke koersstijging van 11% wordt er bij tussentijdse beëindiging van dit product een aanzienlijk verlies geleden. Dit wordt met name veroorzaakt doordat de in rekening gebrachte maandtermijnen zijn gebaseerd op een hoofdsom, die een factor 3 groter is ($3 \times \text{fl. } 14.030,40 = \text{fl. } 37.920,00$).

2.2. Feestplan

Dit product werd destijds voor het eerst als een actieproduct geïntroduceerd vanwege het 5 jarige jubileum van Legio Lease. Het werd toen aangeboden aan vaste klanten. Wat was dit voor een soort product en hoe werkte het? Het betrof een aflossingsvrij product met een totale looptijd van 10 jaar. Aan dit product was een optieconstructie gekoppeld waarmee na 3 jaar een korting kon worden verkregen op de verschuldigde maandtermijnen, een zogezegd rentekorting. Deze korting was gebaseerd op een gemiddelde koersstijging tijdens de eerste 3 jaar. Onderstaand overzicht laat zien hoe dit er voor een contract met een maandtermijn van fl. 250,00 uitziet.

Gemiddelde koersstijging 1 ^e 3 jaar	Korting leaserente	leaserente laatste 7 jaar	Maand- bedrag
0,0% - 1,0%+	0,0%	14,8%	250,00
1,0% - 2,0%+	2,0%	12,8%	216,22
2,0% - 3,0%+	4,0%	10,8%	182,43
3,0% - 4,0%+	6,0%	8,8%	148,65
4,0% - 5,0%+	8,0%	6,8%	114,86
5,0% - 6,0%+	10,0%	4,8%	81,08
6,0% - 7,0%+	12,0%	2,8%	47,30
7,0% - 7,4%+	14,0%	0,8%	13,51
7,4%+ of meer	14,8%	0,0%	0,00

Bron: brochure Feestplan II

Ik kom overigens zelf uit op andere kortingspercentages, zie onderstaand overzicht.

Gemiddelde koersstijging 1^e 3 jaar	Korting leaserente	leaserente laatste 7 jaar	Maand- bedrag
0,0% - 1,0%+	0,00%	14,8%	250,00
1,0% - 2,0%+	13,51%	12,8%	216,22
2,0% - 3,0%+	27,03%	10,8%	182,43
3,0% - 4,0%+	40,54%	8,8%	148,65
4,0% - 5,0%+	54,06%	6,8%	114,86
5,0% - 6,0%+	67,57%	4,8%	81,08
6,0% - 7,0%+	81,08%	2,8%	47,30
7,0% - 7,4%+	94,60%	0,8%	13,51
7,4%+ of meer	100,00%	0,0%	0,00

Opvallend is hoe Legio Lease haar vrij opportunistische verwachtingspatroon aangaande de koersontwikkelingen in de tijd heeft bijgesteld. Wellicht anticipeerde zij hiermee op de reacties in de media en de verwachtingen voor de toekomst. In dezelfde brochure wordt overigens nog wel gerept over een percentage van 18.2%, zijnde de gemiddelde koersstijging in de periode van 1987 t/m 1997.

Het Feestplan was feitelijk een speculatief product. Er werd met dit product gespeculeerd op de koersontwikkelingen in een vrij korte periode van 3 jaar. Wanneer de koersen op de beurs in de praktijk weinig tot geen stijging zouden laten zien, zat een klant voor een langere periode vast aan grote maandelijkse financiële verplichtingen. Dit nog los van een reële kans op een restschuld aan het eind van de contractsduur. Er werd immers op dit product niet afgelost.

Stel dat in de eerste periode van 3 jaar er weinig tot geen koersstijging zou hebben plaatsgevonden, het eerste scenario in bovenstaande matrix, dan zou er in de resterende periode van 7 jaar een gemiddelde koersstijging van ruim 13,85% moeten hebben plaatsgevonden om het contract kostenneutraal te kunnen beëindigen.

Verkoopopbrengst aandelen	fl. 50.270,27
Hoofdsom	fl. 20.270,27 (= aankoopprijs aandelenpakket)
Bruto resultaat	fl. 30.000,00 (= koerswinst)
Betaalde lease termijnen	fl. 30.000,00 (= 120 x 250,00 = totale rentekosten)
Netto resultaat	fl. 0,00

Ook bij een redelijke gemiddelde koersstijging in de eerste 3 jaar, laten wij aannemen een percentage van bijna 4%, dan zou in de daarop volgende 7 jaar de koersen met gemiddeld ruim 9,76% moeten zijn gestegen, teneinde niet in te teren op de eigen middelen.

Verkoopopbrengst aandelen	fl. 38.918,51
Hoofdsom	fl. 20.270,27 (= aankoopprijs aandelenpakket)
Bruto resultaat	fl. 18.648,24 (= koerswinst)
Betaalde lease termijnen	fl. 30.000,00 (= 36 x 250,00 + 84 x 114,86)
Netto resultaat	fl. 0,00

Bij voornoemde rekenvoorbeelden zijn de gedeerde rente inkomsten uit de ingelegde maandtermijnen overigens buiten beschouwing gelaten. Wanneer deze cijfers ook nog zouden zijn meegenomen zou het geschetste beeld nog ongunstiger zijn geweest.

2.3. Winstver10dubbelaar

De Winstver10dubbelaar was feitelijk een variant op de WinstVerDriedubbelaar. Zoals de naam al doet vermoeden werden er in plaats van 2 bij dit product 9 extra aandelenpakketten aangekocht middels callopties. De callopties expireerden in de eerste 4 jaar met als uitoefenprijs de koersen van het aangekochte aandelenpakket bij aanvang van het contract. De totale contractsduur was 10 jaar. Er werd op dit product niet afgelost. De verschuldigde maandtermijnen bestonden dus volledig uit rente. Voor een nadere detaillering verwijs ik naar hetgeen bij de WinstVerDriedubbelaar is uiteengezet.

2.4. IB*Plan

Het IB*Plan is min of meer een variant op het eerder besproken Feestplan. Bij dit product werd naast een pakket aandelen tevens een calloptie op de AEX gekocht. De eventuele winst op deze calloptie werd gebruikt om de door de klant vooruitbetaalde rente aan het eind van de looptijd van 5 jaar geheel of gedeeltelijk terug te betalen. Wanneer de winst op de optie hoger was dan het door de klant betaalde bedrag, viel het meerdere toe aan Legio Lease. Het verschil met het Feestplan was dat als gevolg van het feit dat er op dit product vooruitbetaald werd, de korting pas achteraf werd verrekend. Voor het overige verwijs ik naar wat bij het Feestplan aan de orde is gesteld.

2.5. Spaarlease

Het product Spaarlease was de eerste aandelenlease constructie waarmee Legio Lease, de rechtsvoorganger van Dexia Bank Nederland N.V., op de markt kwam. In tegenstelling tot de eerder besproken producten werd er hier wel afgelost op de hoofdsom. Het bedrag van de maandtermijnen bestond uit een rente en aflossingcomponent. Er was sprake van een annuïteitenlening waardoor gedurende de looptijd van het contract elke maand hetzelfde bedrag werd geïncasseerd. In totaal zijn er 8 varianten van dit product op de markt gebracht. Deze verschilden onderling naar looptijd en samenstelling van het aandelenpakket.

De Spaarlease contracten kenden een minimum en maximum looptijd. De minimum looptijd varieerde van 60 termijnen bij een contract met een looptijd van 10 jaar tot 84 termijnen bij een contractsduur van 20 jaar. Wanneer in deze periode een contract werd beëindigd, werd de klant een boete in rekening gebracht die gebaseerd was op de nog resterende maandtermijnen tot aan het eind van de minimum looptijd. Daarbij werden deze termijnen contant gemaakt tegen 5 procent. Bij beëindiging van een Spaarlease contract binnen de minimum looptijd was het totale bedrag aan gedeerde rente inkomsten, met name bij de tienjaars variant, het grootst. Een kenmerk van een annuïteitenlening is immers dat het rentebestanddeel in de eerste afbetalingstermijn het grootst is en dat deze gedurende de looptijd van de lening in grootte steeds verder afneemt, doordat het bedrag waarover de rente wordt berekend steeds kleiner wordt. Legio Lease gebruikte de term 'Spaarlease' om aan te geven dat iemand door het opzij zetten van een vast maandelijks bedrag uiteindelijk eigenaar kon worden van een van een aandelenpakket. Op de aandelenlease constructie was destijds de Wet Huurkoop van toepassing verklaard. Met het voldoen van de laatste leasetermijn was de contractant dus juridisch eigenaar van het aandelenpakket.

Ten behoeve van enig begrip en beeldvorming bij de Spaarlease producten volgt hier een voorbeeld van een contractbeëindiging.

Tussentijdse beëindiging van een tienjaars contract na drie jaar, dus in de boeteperiode, op basis van een gemiddelde koersstijging van 11% per jaar. In het voorbeeld is uitgegaan van eenzelfde waarde van het aandelenpakket als bij de WinstVerDriedubbelaar.

Verkoopopbrengst aandelen	fl. 51.860,57
Hoofdsom	fl. 30.819,13 (= restant hoofdsom)
Koerswinst	fl. 21.041,44
Boete	fl. 9.452,26 (= 36 mndterm. contant gemaakt tegen 5%)
Bruto resultaat	fl. 11.589,19
Betaalde rente	fl. 12.484,63
Netto resultaat	- fl. 895,44

Opmerkingen

- Bij een aflossing op de hoofdsom ad fl.37.920,00 is op basis van 12% rente per jaar het verschuldigde maandbedrag fl. 544,04.
- Op de oorspronkelijke hoofdsom is een bedrag van fl. 7.100,87 afgelost.
- Op het behaalde resultaat moet nog wel de betaalde rente in de eerste 36 termijnen in mindering worden gebracht teneinde het werkelijk behaalde resultaat op de investering te kunnen beoordelen.
- Over de gehele looptijd van 10 jaar wordt voor een bedrag van fl. 27.365,02 aan rente betaald. Hetgeen betekent dat over de gehele contractsduur de koersen met gemiddeld ruim 5,5% per jaar moeten stijgen teneinde er niet bij in te schieten.

2.6. Overwaarde Effect

In de inleiding is gesproken over de assurantietussenpersoon Spaarselect. Deze was verantwoordelijk voor veruit het grootste gedeelte van de omzet, gerealiseerd via het tussenpersoon kanaal. Ten behoeve van deze tussenpersoon is destijds exclusief het product Overwaarde Effect ontwikkeld en door de vestigingen van Spaarselect met groot succes op de markt gebracht.

Wat behelsde dit product? Het kwam er feitelijk op neer, dat voor het bedrag van de overwaarde van een woning een hypothecaire lening werd afgesloten en dat deze lening als vooruitbetaald bedrag werd ondergebracht in een Spaarlease contract, bij het verkooplabel Labouchere Capital Effect genaamd. Op deze wijze was het bedrag van de verschuldigde rente op het aandelenlease contract voor een groot deel aftrekbaar en werd er op een creatieve manier gereageerd op de inmiddels afgeschafte consumptieve renteaftrek. Huiseigenaren konden op deze wijze bij een stijgende beurs 'extra' rendement halen uit de overwaarde van hun woning.

Een uiterst risicovol product. Immers bij een dalende beurs zou er worden ingeteerd op de overwaarde van de woning, omdat het aandelenlease contract in dat geval met koersverlies zou worden beëindigd. En de huiseigenaar in dat geval een schuld ter grootte van dat verlies zou overhouden. Een verlies dat in theorie kon oplopen tot maximaal het bedrag van de inleg. Nog erger wordt het wanneer zowel de beurskoersen als de prijzen op de woningmarkt een dalende trend zouden laten zien. Niet geheel

ondenkbaar. In de praktijk loopt de beurs vooruit op de situatie in de reële economie. Het scenario dat in dit geval ontstaat is, dat de huiseigenaar dan een totale schuld heeft ter grootte van het koersverlies en de waardedaling van zijn huis.

Wanneer een huiseigenaar toch had willen profiteren van de ontwikkeling op de beurs zou hij er verstandiger aan hebben gedaan een gecombineerde spaar- en beleggingshypotheek af te sluiten. Het risico bestaat dan, dat hij aan het einde van de looptijd niet voldoende heeft afgelost, waar hij zich overigens tegen kan indekken door maandelijks een bedrag opzij te zetten. In ieder geval loopt hij dan niet het dubbele risico zoals hiervoor geschetst.

2.7. Beleggersrekening

Dexia Bank Nederland N.V. en haar rechtsvoorgangers deden er bij hun acquisitie activiteiten alles aan om klanten waarvan de contracten met winst waren beëindigd te bewegen tot het afsluiten van nieuwe contracten. Er werd hen dan aangeboden om een deel van de behaalde winst als vooruitbetaald bedrag te storten in een nieuw aandelenlease contract. Deze vooruitbetaling had voor de klant als voordeel dat hem een korting tot maximaal 20% werd verleend. Voor een contract met een looptijd van 10 jaar betekende dit bijvoorbeeld dat hij van de 120 termijnen er maar 96 hoefde te betalen.

Als alternatief voor het herinvesteren van behaalde winsten in nieuwe aandelenlease contracten heeft Dexia bank Nederland N.V. destijds ook een product ontwikkeld, bekend onder de naam Beleggersrekening.

Hoe werkte dit? De winst uit de verkoop van een aandelenlease contract werd gestort in een beleggingsdepot. Vervolgens werden vanuit de behaalde koerswinsten de verschuldigde maandtermijnen op het nieuwe aandelenlease contract voldaan. Na beëindiging van het aandelenlease contract zou het surplus op het beleggingsdepot van de klant als 'extra' winst worden uitgekeerd. De klant kon door deze constructie dus over zijn inleg 'extra' rendement behalen. In de praktijk pakte vorengeschetste situatie uiteindelijk anders uit als gevolg van de daling van de koersen op de beurs. De aandelendepots van de klanten genereerden op een gegeven moment geen winst meer en er werd ingeteerd op het oorspronkelijke bedrag van de inleg. Het ging uiteindelijk zover dat klanten vanaf hun betaalrekening moesten worden geïncasseerd omdat de hoogte van het bedrag in het beleggingsdepot ontoereikend was geworden om aan alle verschuldigde termijnen van het leasecontract te voldoen. Deze leasecontracten werden vervolgens ook nog eens met een koersverlies beëindigd. In deze situatie was dus de koerswinst uit het eerder beëindigde leasecontract volledig verdampt en bleef de klant vervolgens ook nog zitten met een restschuld.

2.8. Tot slot

Ik heb in dit hoofdstuk met name willen aantonen dat aan de aandelenlease producten nogal hoge kosten waren verbonden. Rentepercentages die opliepen tot wel 15%. Om geen verlies op deze producten te maken moesten er dan ook aanzienlijke koerswinsten worden gerealiseerd. Daarnaast werd op de meeste aandelenlease producten grote risico's gelopen, doordat er niet op de hoofdsom werd afgelost. Aan het einde van de looptijd vormde elk koersverlies een restschuld aan Dexia Bank Nederland N.V. Met name bij de WinstVerDriedubbelaar en de Winst10dubbelaar kon deze schuld aanzienlijk zijn. Het zijn dan ook deze producten die een belangrijke rol hebben gespeeld bij het ontstaan van de aandelenlease affaire.

3. Distributie en verkoop

In dit hoofdstuk zullen achtereenvolgens de volgende onderwerpen in relatie tot de distributie en verkoop van aandelenlease producten aan bod komen:

- procesgang. De kanalen waarlangs de aandelenlease producten hun weg vonden naar de klant;
- promotie. De wijze waarop de aandelenlease producten aan de klant werden gepresenteerd;
- misleiding. De onzorgvuldige wijze waarop Dexia Bank Nederland N.V. haar klanten informeerde.

3.1. Procesgang

Bij het uitrollen van de aandelenlease producten werd destijds gebruik gemaakt van de volgende distributiekkanalen:

- a. direct mail;
- b. advertenties in landelijke dagbladen;
- c. intern call center;
- d. extern ingehuurd call centers;
- e. assurantietussenpersonen.

Ad a

Via direct mail werden landelijk brochures met productspecificaties en bijgevoegde aanmeldingsformulieren verzonden. Geïnteresseerden kregen na verzending en ondertekening van het aanmeldingsformulier een contract toegezonden.

Ad b

De advertenties in de landelijke dagbladen waren feitelijk een variant op de direct mail. Ook hier was de inzet om een zo groot mogelijk publiek te bereiken. De inhoud van de advertentietekst was min of meer gelijk aan de informatie uit de brochures. Met behulp van de bijgevoegde coupon konden geïnteresseerden zich inschrijven voor het product.

Ad c

Dexia Bank Nederland N.V. had ten behoeve van haar verkoopactiviteiten de beschikking over een eigen callcenter. Dit callcenter richtte zich met haar acquisitie activiteiten op reeds bestaande klanten, geïnteresseerden die eerdere contact hadden gehad met de interne helpdesk en abonnees van het tijdschrift FiscAlert. Via dit laatste medium, dat onderdeel was van Dexia Bank Nederland N.V., konden abonnees tegen marktconcurrerende tarieven fiscale adviezen verkrijgen. Het inkomen van een callcenter medewerker bestond voor het belangrijkste deel uit provisies. Voor elk afgesloten aandelenlease contract ontving een medewerker een provisie ter grootte van 6 maandtermijnen. Het was derhalve voor een call center medewerker zeer interessant wanneer deze aandelenlease contracten met een zo hoog mogelijk maandtermijn afsloot.

Ad d

In tegenstelling tot het interne callcenter, dat zich met haar verkoopactiviteiten richtte op een zogezegd 'warm' klantenbestand, benaderde de externe callcenters klanten puur willekeurig. Hiertoe werden de gegevens uit de landelijke telefoongidsen gebruikt. Het enige criterium, dat daarbij werd gehanteerd, was dat de telefoonnummers van reeds bestaande klanten werden uitgesloten. Ook de medewerkers van de ingehuurd

callcenters ontvingen provisies die vergelijkbaar waren met die van de medewerkers van Dexia Bank Nederland N.V.

Ad e

De aandelenlease producten werden door Dexia Bank Nederland N.V. destijds via twee verkooplabels op de markt gebracht. Het op de massa gerichte label Legio Lease en het meer exclusieve label Labouchere. Het meer exclusieve karakter bestond eruit dat de verspreiding van de aandelenlease producten gebeurde via de kantoren van assurantietussenpersonen die een goede naam hadden in de markt. En dat de vorm en inhoud van de gebruikte brochures vooral degelijkheid uitstraalden, evenals de gebruikte productnamen. Zo werd voor het product Spaarlease de naam Capital Effect gebruikt en voor de WinstVerDriedubbelaar de naam Tripple Effect. Het ging dus feitelijk om identieke aandelenlease producten die alleen op een andere wijze werden gepresenteerd. Afhankelijk van hun marktaandeel en bijdrage aan de omzet van Dexia Bank Nederland N.V. ontvingen de tussenpersonen provisies die wel konden oplopen tot 12 maandtermijnen per afgesloten contract.

Nu volgt voor het distributiekanaal direct mail bij wijze van voorbeeld een uiteenzetting over de wijze waarop een contract tot stand kwam. En zullen daarbij de in mijn ogen zwakke punten van dit traject worden benoemd. Voor de andere distributiekanaalen geldt een min of meer een soortgelijk verhaal. Ter verduidelijking is tevens een processchema bijgevoegd.

Direct mail

Proces: landelijk via de post versturen van productfolders met aanmeldingsformulieren.

Doel: het afsluiten van nieuwe aandelenlease contracten.

Proces

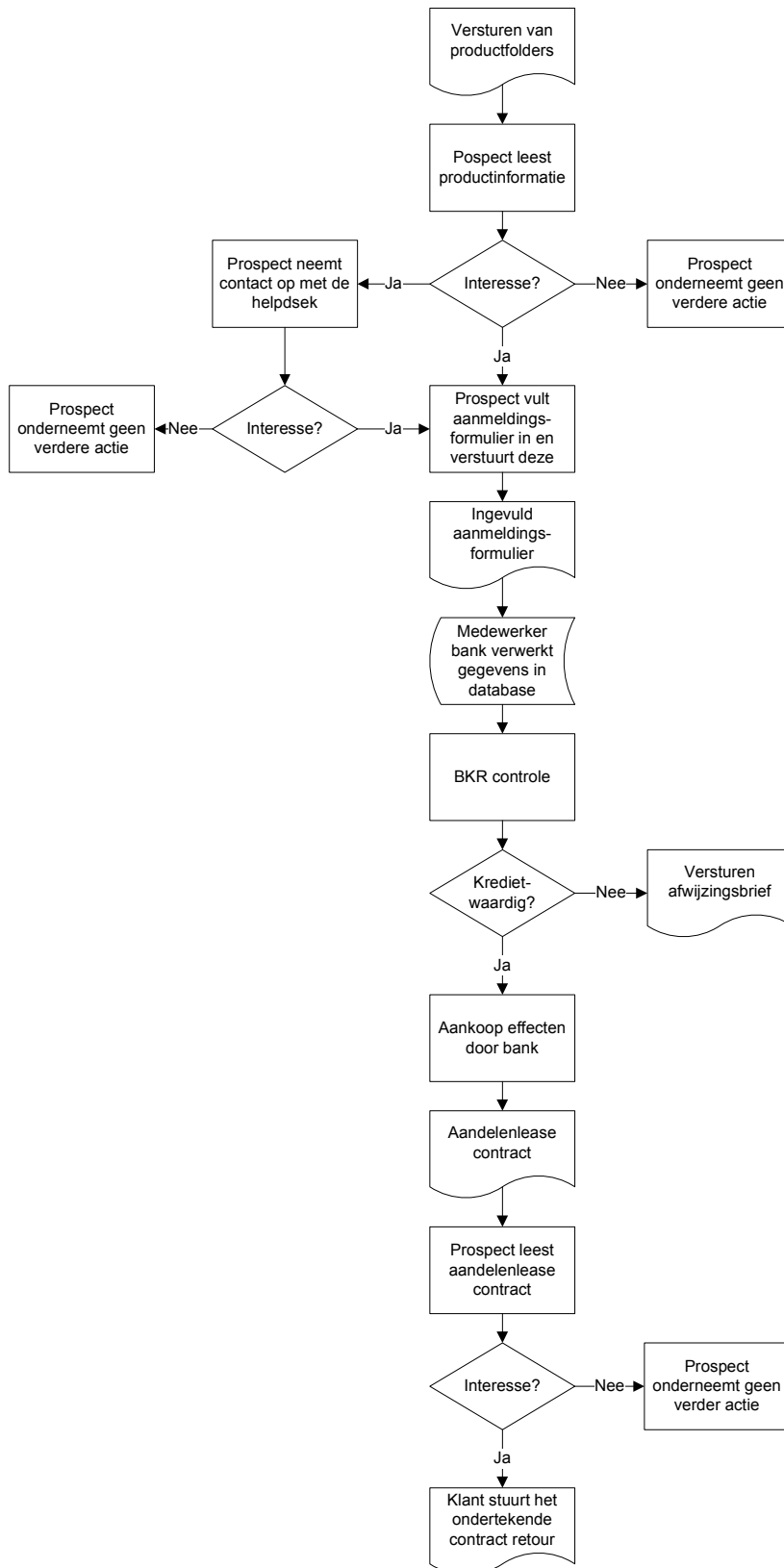
1. Verturen van productfolders met aanmeldingsformulieren op basis van adresgegevens afkomstig uit de landelijke telefoongidsen. Bij de verzending werd totaal geen filter toegepast. Zo kon het bijvoorbeeld voorkomen dat inmiddels overleden personen en onder curatele gestelden werden aangeschreven. En was er van een selectie op bepaalde postcodegebieden überhaupt geen sprake. Iedereen in Nederland met een telefoonabonnement werd als prospect aangemerkt.
2. Het lezen van de productfolder door geadresseerde (prospect). De informatie in de folder was eenzijdig gericht op de verkoop van het aandelenlease product. Er werden allerlei bespiegelingen gemaakt over mogelijke rendementen. De eigenschappen van het product werden maar zeer summier en weinig transparant uiteengezet. Wanneer een geadresseerde op basis van de informatie uit de folder geïnteresseerd was in het product had hij/zij in principe twee keuzemogelijkheden:
 - a. ingaan op het aanbod door het invullen en ondertekenen van het bijgevoegde aanmeldingsformulier. En dit formulier retourneren aan Dexia Bank Nederland N.V. Op het formulier moest overigens een maandbedrag worden aangekruist. De hoogte van dit bedrag was bepalend voor het totale bedrag aan aandelen dat op de beurs zou worden aangekocht. En was tevens het bedrag van de aangegane lening;

- b. het inwinnen van nadere informatie bij de helpdesk van Dexia Bank Nederland N.V. door middel van bijgevoegd telefoonnummer. In het contact met de helpdesk kreeg de geïnteresseerde feitelijk dezelfde informatie te horen als vermeld in de productfolder. Er werd zeer zeker niet ingegaan op de risico's verbonden aan het product.
3. De gegevens van de ingevulde aanmeldingsformulieren werden door een medewerker van de bank ingevoerd in een klantendatabase. Wanneer er gegevens ontbraken volgde er een nabel actie door de helpdesk. *Niet opgenomen in het processchema.* In deze fase van het proces was er al een contractnummer toegekend, evenals het aantal aandelen (gespecificeerd naar verschillende fondsen) dat per contract diende te worden aangekocht.
4. Via een koppeling van de klantendatabase met het BKR vond er een controle op de kredietwaardigheid van de toekomstige contracteigenaren plaats. Op basis van een aantal selectiecriteria konden er in deze fase nog afwijzingen plaats vinden. De gehanteerde selectiecriteria waren in de praktijk zeer ruim. Het kwam er feitelijk op neer dat alleen degenen werden afgewezen die in het verleden niet in staat waren geweest om aan hun financiële verplichtingen te voldoen. En waarvan de vordering was afgeboekt door de tegenpartij. Er vond bijvoorbeeld geen controle plaats op het aantal en de grootte van de uitstaande verplichtingen.
5. Voor alle goedgekeurde contractaanvragen vond op de volgende beursdag de aankoop van de stukken plaats. Omdat het veelal om grote hoeveelheden ging vond de aankoop verspreid over de dag plaats teneinde al te grote koersschommelingen op de aandelenbeurs tegen te gaan.
6. Wanneer de aandelen eenmaal waren aangekocht en de koersen waren verwerkt in de klantendatabase, kon een bestand vanuit het systeem worden gegenereerd met behulp waarvan de aandelenlease contracten konden worden uitgedraaid. Het fulfillment bureau MPlus zorgde voor het drukwerk en de verzending via de post. Ditzelfde bureau was overigens ook verantwoordelijk voor het afdrukken en versturen van de productfolders.
7. Bij ontvangst van het aandelenlease contract had de klant (prospect) alsnog de mogelijkheid om van het aanbod af te zien. Er was pas sprake van een verbintenis wanneer het contract binnen een maand ondertekend retour werd gestuurd. In de periode tot de sluitingsdatum werden na respectievelijk twee en drie weken herinneringsbrieven verstuurd in geval de klant (prospect) zijn/haar contract nog niet had geretourneerd. *Niet opgenomen in het processchema.* In deze brieven stond ondermeer vermeld dat de klanten in verband met vragen over het aandelenlease contract nadere informatie konden inwinnen bij de helpdesk. In de praktijk kwam het er op neer dat een klant (prospect) in dat geval min of meer hetzelfde kreeg te horen, als wat hem/haar in een eerder stadium naar aanleiding van vragen over de productfolder was verteld. Namelijk dat het om een product ging waarmee in potentie zeer hoge rendementen konden worden gerealiseerd met een verhoudingsgewijze lage inleg. Een nadere detaillering van de contractvoorwaarden werd zoveel mogelijk vermeden en verliesscenario's kwamen van de kant van de helpdesk medewerker al helemaal niet ter sprake. Wanneer de klant ten aanzien van dit laatste kritische kanttekeningen plaatste, werd dit door de helpdesk medewerker standaard gebagatelliseerd. Ondermeer door te refereren aan de actuele positieve ontwikkelingen op de aandelenbeurs en de in het verleden behaalde resultaten op aandelenlease producten.

8. Bij ontvangst van een aandelenlease contract werd door een medewerker van Dexia Bank Nederland N.V. gecontroleerd of de handtekening overeenstemde met die welke op het aanmeldingsformulier stond vermeld. *Niet opgenomen in processchema.* Daarnaast werd nagegaan of het aantal aandelen en koersen op het contract overeenstemde met de gegevens in de klantendatabase. Hetzelfde gold voor het termijnbedrag. Een min of meer zinloze controle, omdat de gegevens op het contract rechtstreeks afkomstig waren uit de klantendatabase.

Direct mail

Verkoop aandelenlease producten via direct mail



Opmerkingen

Ten aanzien van het verkoopproces via direct mail vallen een aantal kanttekeningen te plaatsten die zich met name richten op de kwaliteit en controle aspecten binnen het proces.

- a. Voor wat betreft de productfolder kan worden opgemerkt, dat hierin in ieder geval duidelijk uiteengezet had moeten worden welke verplichtingen men uit hoofde van de overeenkomst aanging. Zo had hierin duidelijk moeten worden verwoord dat het aankoopbedrag van het aandelenpakket de totale schuld aan Dexia Bank Nederland N.V. betrof. En of er al dan niet sprake was van een aflossing op deze schuld. Daarnaast hadden, behalve voorbeelden van koerswinsten, ook verliesscenario's in de productfolder moeten zijn opgenomen. Aangevuld met de financiële consequenties, die dit zou hebben gehad voor de contracteigenaar. In de opzet welke Dexia Bank Nederland N.V. hanteerde was deze informatie veelal alleen indirect te herleiden. Alleen voor de ingevoerden in de beleggingswereld was na goed lezen min of meer duidelijk waaraan deze begon. Maar voor de leek of de minder ter zake kundige bood de informatie in de folder een onvoldoende handvat voor een gefundeerde en weloverwogen beslissing. En zou zeer zeker niet hebben geresulteerd in een beslissing waarbij alle consequenties waren overzien.
- b. Het initiatief tot het opnemen van contact met de helpdesk naar aanleiding van de informatie uit de productfolder had in de door Dexia Bank Nederland N.V. gekozen opzet een geheel vrijblijvend karakter. In mijn optiek had zij er destijds beter voor kunnen opteren dit vrijblijvende karakter te laten varen door aan dit contactmoment een verplicht karakter toe te kennen. Dit in combinatie met een andere rol ingenomen door de helpdesk medewerker. In plaats van een eenzijdig op de verkoop gerichte benadering naar een meer op dienstverlening georiënteerd klantcontact. De helpdesk medewerker zou vanuit dat perspectief ondermeer de volgende zaken op zich hebben moeten nemen:
 - is het de klant duidelijk welke risico's aan het product zijn verbonden? En wat de omvang en reikwijdte van deze risico's zijn? De klant had hiervan op de hoogte moeten zijn teneinde een weloverwogen beslissing te kunnen nemen;
 - wat is het risicoprofiel van de klant? Van belang om te bepalen of de keuze voor een aandelenlease product wel de meest geschikte is, tevens om na te gaan wat voor soort aandelenlease product het meest in aanmerking komt voor de klant. Een product met een lange looptijd waarop wordt afgelost of een product met een korte looptijd zonder aflossing en derhalve met een hoog speculatief karakter;
 - wat is het financiële weerstandsvermogen van de klant? Ondermeer van belang bij de keuze van de maandtermijn respectievelijk het bedrag van de deelname. Eveneens van belang bij de keuze voor het soort aandelenlease product.

Voornoemde vragen zijn zeker niet volledig, maar vormen mijns inziens wel de kern. Het komt er dus feitelijk op neer dat de help desk medewerker destijds in het contact had moet achterhalen of de klant wel had begrepen waaraan hij/zij begon.

- c. Het invoeren van de gegevens van het aanmeldingsformulier was het uitgelezen moment geweest om te bepalen of het voor een reeds bestaande klant wel zo verstandig was om een nieuw aandelenlease contract af te sluiten. Ondermeer op basis van het betalingsgedrag op de lopende en de met een restschuld beëindigde contracten. Feitelijk had dit met het aanmaken van de mailinglist al

moeten zijn gebeurd. Zoals reeds eerder vermeld vonden er geen uitsluitingen plaats op het mailingbestand.

Met betrekking tot de overige distributiekkanalen nog de volgende korte opmerkingen:

- het verkoopproces via de advertenties in landelijke dag- en weekbladen is identiek aan die via direct mail;
- de verkoopprocessen via de call center medewerkers of via de assurantie tussenpersonen wijken in zoverre af, dat het eerste contactmoment niet schriftelijk, maar mondeling was;
- op de kwaliteit van de informatieverstopping door call center medewerkers en assurantie tussenpersonen vond geen controle plaats. Alleen door het betaalgedrag van de klant of door schriftelijke of mondelinge klachten kon daar achteraf pas een waardeoordeel aan worden toegekend. Beter was het geweest om direct na aanlevering van het contractaanvraagformulier bij de klant middels een nabel actie na te gaan of de informatieverstopping wel juist en volledig was geweest;
- over de provisiestructuur worden in het volgende hoofdstuk nog een aantal kanttekeningen geplaatst.

3.2. Promotie

In deze paragraaf staat de promotie van de aandelenlease producten door Dexia Bank Nederland N.V. centraal. En meer in het bijzonder de wijze waarop deze werden aangeboden in brochures en folders.

Er zal worden gezien welke mogelijke invloed dit promotiemateriaal heeft gehad op de oordeelsvorming en het uiteindelijke besluit om een aandelenlease contract af te sluiten. In de beschouwing zal alleen de WinstVerDriedubbelaar worden betrokken. De reden hiertoe is dat de inhoud van het promotiemateriaal voor de overige aandelenlease producten min of meer hetzelfde karakter heeft en er anders teveel in herhaling zal worden getreden.

De introductie van de WinstVerDriedubbelaar had plaats eind 1997. In dat jaar was er de laatste mogelijkheid om eenmalig een bedrag van fl. 4.000,00 aan vooruitbetaalde consumptieve rente als aftrekpost op te voeren. Dexia Bank Nederland N.V. speelde hier met het aanbieden van dit product handig op in. Potentieel geïnteresseerden konden zich door middel van een eenmalig inleg van fl. 3.000,00 inschrijven voor de WinstVerDriedubbelaar.

Bij het doorlopen van de brochure vallen een aantal zaken op. Op het voorblad staat behalve de naam van het product ook vetgedrukt de tekst 'Nú of nooit meer!' en de tekst 'Met unieke belastingteruggave garantie'. Met name de tekst 'Nú of nooit meer!' wekt de suggestie dat je jezelf tekort zou doen wanneer je niet zou ingaan op het aanbod. Meteen bovenaan de eerste pagina van de brochure wordt dezelfde tekst weer herhaald. En wordt de betekenis hiervan nader uiteengezet. Onderstaand de letterlijke weergave van deze uiteenzetting uit de brochure.

*'Dit is hoogst waarschijnlijk uw laatste kans op **belastingteruggave** met vooruitbetaalde rente. Vanaf volgend jaar zal dit door een wetwijziging wellicht niet meer mogelijk zijn. Sluit daarom nú een extra WinstVerDriedubbelaar met éénmalige inleg af. U kunt al na drie jaar de driedubbele winst uitbetaald krijgen. **Belastingvrij!** In deze brochure leggen wij u graag uit hoe het werkt.'*

Het was in het belastingjaar 1998 inderdaad de laatste mogelijkheid om eenmalig een bedrag van fl. 4.000,00 aan vooruitbetaalde consumptieve rente op te voeren. Echter van een volledige afschaffing van de aftrekmogelijkheid was geen sprake. Wel werden de mogelijkheden beperkt. Vanaf 1999 gold dat de vooruitbetaalde rente in het jaar van betaling alleen nog maar mocht worden afgetrokken tot het bedrag dat op dat jaar betrekking had. Er was dus geen sprake van een volledige afschaffing. Dit was bekend toen Dexia Bank Nederland N.V. het product op de markt bracht (*De Lorijn Accountants en Belastingadviseurs & RPD Fiscaal, Nieuwsbrief december 1998*).

Wat opvalt is het zware accent dat wordt gelegd op de fiscale voordelen die met het product te behalen zijn. De hiervoor besproken aftrekmogelijkheid van de inleg en de vermelding dat de eventuele (koers-)winst onbelast is. Dit laatste wordt blijkens het uitroepteken als een unique selling point beschouwd. Ten onrechte, omdat iedereen die ook maar iets weet van aandelen op de hoogte is van het gegeven dat behaalde koerswinsten niet worden belast. Een drogreden dus.

In zijn algemeenheid valt op te merken dat er destijds tal van financiële producten op de markt waren, waarbij de aftrekbaarheid van vooruitbetaalde rente ook optimaal kon worden benut. Hierin was Dexia Bank Nederland N.V. dus zeker niet uniek. Zij maakt hier in de brochure begrijpelijker wijze geen toespelingen op.

Vervolgens wordt onder het kopje 'Het geheim van de WinstVerDriedubbelaar' de lezer deelgenoot gemaakt van de werking van het product. Hieronder de tekst uit de brochure.

'Deze WinstVerDriedubbelaar van Legio Lease werkt volgens hetzelfde principe als uw huidige contract. Er wordt niet éénmaal, maar zelfs driemaal een pakket aandelen voor u aangekocht. En dat terwijl alle drie de pakketten aandelen al vanaf dag één voor u aan het aan het werk zijn. De looptijd is slechts drie jaar. Uw inleg bestaat echter uit een éénmalige investering van fl. 3.000,00. Dit bedrag bestaat geheel uit vooruitbetaalde rente en is op basis van de huidige wetgeving volledige aftrekbaar over 1998!'

Het klopt dat de WinstVerDriedubbelaar min of meer hetzelfde werkte als de overige aandelenlease producten van Legio Lease. Met dien verstande dat er bij dit product geen dividend werd uitgekeerd. In de brochure valt hieromtrent het volgende te lezen.

*'Na uw aanmelding wordt uw eerste pakket solide Nederlandse aandelen voor u aangekocht ter waarde van fl. 4.629,63. U **belegt** in aandelen ABN AMRO, Ahold en ING. Stuk voor stuk betrouwbare en vooraanstaande hoofdfondsen aan de Amsterdam Exchanges (Beursplein 5). Bovendien verzorgt Legio Lease voor u het recht en de plicht om na één jaar en na twee jaar weer zo'n zelfde pakket aandelen aan te kopen. En tegen dezelfde aankoop prijs als uw eerste pakket! **De premie hiervoor wordt betaald uit de dividenden op uw aandelen.***

Het dividend wordt dus gebruikt ter financiering van langlopende callopties met een looptijd van respectievelijk 1 en 2 jaar. In de hele brochure wordt overigens de term callopties niet gebruikt. Hierdoor wordt de suggestie gewekt dat deze constructie een unieke vinding is van Dexia Bank Nederland N.V.

Degenen met enige beleggingskennis zullen zich bij het lezen van deze informatie wellicht terecht hebben afgevraagd wat het nut van het gebruik van callopties in de hier gegeven situatie is. Immers dezelfde situatie zou worden bereikt wanneer het totale pakket aandelen ineens bij aanvang van het contract zouden zijn aangekocht. De auteur van het boek 'Schijnwerper op het bedrog van Legio-Lease en de rol van de rechtspraak' doet hier nog een schepje bovenop. Hij komt met de volgende redenering.

'De kern van de WinstVerDriedubbelaar is een optieconstructie waarbij met twee optieposities dubbel gespeculeerd wordt op een koersstijging. Het kopen van een at the money calloptie met tegelijk het schrijven van een putoptie met dezelfde uitoefenprijs en

looptijd. De premie voor de gekochte calloptie kan betaald worden met de ontvangen premie voor de geschreven putoptie. De inleg is dan nul, op wat transactiekosten na. Bij zo'n constructie kan men zonder een dure lening aan te gaan, voor 100% profiteren van een eventuele koersstijging.'

Volgens deze uitleg zou Dexia Bank Nederland N.V. dus ten onrechte het dividend inhouden op de klant. En zou zelfs de leningconstructie geheel overbodig zijn geweest. Omdat immers hetzelfde bereikt kon worden door alleen callopties aan te kopen en putopties te schrijven. Een rekenvoorbeeld om dit te verduidelijken.

Bij een inleg van fl. 13.888,89¹ en een rente van 12,7% is de winst na drie jaar bij een gemiddelde jaarlijkse koersstijging van 16% bij de WinstVerDriedubbelaar fl. 7.790,22² minus de rente fl. 3.527,78³. De winst bij de kale optieconstructie, dus zonder aandelenbezit, is fl. 7.990,22.

¹ $3 \times 4.629,63$

² $13.888,89 \times (1,16)^3 - \text{fl. } 13.888,89$

³ $(4.629,63 \times 0,127) + (9.259,26 \times 0,127) + (13.888,89 \times 0,127)$

Resumerend.

- Bij de WinstVerDriedubbelaar wordt nodeloos gebruik gemaakt van een optieconstructie. Feitelijk wordt deze constructie alleen maar gebruikt om in de brochure te kunnen spreken over driedubbele winst. Vanwege het gegeven dat er over drie identieke pakketten aandelen dezelfde (koers-)winst kan worden gerealiseerd.
- Er wordt in de brochure ten onrechte de term beleggen gehanteerd. Door de optieconstructie en de korte looptijd van het product is er sprake van speculeren.
- Van enige spreiding van het risico is geen sprake. Er wordt uitsluitend belegd in twee sectoren. Namelijk de financiële sector (ABN AMRO, ING) en voeding (AHOLD).

Wanneer de brochure verder wordt doorlopen springen een aantal zaken in het oog, welke in mijn optiek nog vermeldenswaard zijn.

Alle rekenvoorbeelden in de brochure kennen alleen het scenario, dat er sprake is van een jaarlijkse koersstijging. Dexia Bank Nederland N.V. gaat er kennelijk vanuit dat de gemiddelde lezer over voldoende inzicht en rekenvaardigheden beschikt om andere scenario's uit te werken. Iets waar zij in mijn optiek niet zondermeer vanuit mag gaan. Mogelijk dat dit doelbewust is gebeurd. Want met enig rekenwerk kan alleen de conclusie worden getrokken, dat hier sprake is van een uiterst risicovol product. Waarbij in geval van een koersdaling een aanzienlijke schuld kan ontstaan. Immers doordat er bij dit product niets wordt afgelost is elk koersverlies een schuld aan Dexia Bank Nederland N.V. Zo ontstaat er bij een gemiddelde koersdaling van 10% op jaarbasis een restschuld van fl. 3.763,89. Voor iemand in de 50% belastingtariefgroep betekent dit dat het totale verlies op zijn/haar investering fl. 5.263,89 (= fl. 1500,00 + fl. 3.763,89) zou bedragen.

Overal in de brochure wordt steeds gesproken over een éénmalige investering van fl. 3.000,00. Terwijl er toch echt sprake is van het aangaan van een lening. En het bedrag van fl. 3.000,00 de verschuldigde rente over de lening betreft. Het moge, wat blijkt uit het voorgaande duidelijk zijn, dat de totale investering aardig kan oplopen in geval van een koersdaling. Dus door stellig te spreken over éénmalige investering doet Dexia bank Nederland N.V. de waarheid op zijn minst geweld aan.

Teneinde de lezer vertrouwen te geven in het product komt Dexia Bank Nederland N.V. met een aantal schijnzekerheden.

- In de brochure komt Dexia Bank Nederland N.V. met de mededeling dat de AEX sinds haar ontstaan met gemiddeld 14,3% is gestegen. Dit is voor een product als de WinstVerDriedubbelaar, wat een korte termijnbelegging betreft, totaal irrelevant.
- Dexia Bank Nederland N.V. staat voor haar beursactiviteiten onder toezicht van de Stichting Toezicht Effectenverkeer Amsterdam. Zij wekt in de brochure min of meer de suggestie dat dit toezicht al haar handelen betreft. Dus ook het toezicht op productontwikkeling, hetgeen dus feitelijk een drogreden is.
- In de brochure staat vermeld dat er met het aandelenlease contract een fiscale opinie wordt meegezonden. Deze opinie was opgesteld door een (destijds) gerenommeerd belastingadvies kantoor uit Den Haag. Wanneer de lezer zou hebben geweten dat de eigenaar van dit kantoor vanaf het allereerste begin betrokken is geweest bij het ontstaan van de aandelenlease producten, zouden er op zijn minst bedenkingen zijn geweest over de waarde van deze opinie. En hoe zwaar weegt het oordeel van één deskundige? Daarnaast zegt deze fiscale opinie niets over de kwaliteit van de producttechnische aspecten.
- Door aan de WinstVerDriedubbelaar een belasting teruggave garantie te koppelen, gebaseerd op de 50% belastingtariefgroep, maakte Dexia Bank Nederland N.V. het wel heel erg bont. Er was sprake van een gegarandeerd bedrag van fl. 1.500,00. De belasting teruggave garantie was volledig overbodig omdat de eigenaren van WinstVerDriedubbelaar contracten op zijn laatst in de maand december 1997 zouden worden geïncasseerd. Daardoor drukte het bedrag van de verschuldigde vooruitbetaling hoe dan ook op het belastingjaar 1997. Het jaar dus waarin voor het laatst van de eerder benoemde belastingfaciliteit gebruik kon worden gemaakt.

Bij de latere WinstVerDriedubbelaar contracten was de inhoud van de tekst min of meer hetzelfde. Wel vallen ten aanzien van het promotiemateriaal nog de volgende opmerkingen te plaatsen.

- Bij de eerste WinstVerDriedubbelaar ging het om een standaard vooruitbetaalproduct. De latere WinstVerDriedubbelaar producten kenden allen maandtermijnen. Wel met de mogelijkheid tot vooruitbetaling. In het centrale rekenvoorbeeld in de brochures wordt telkens uitgegaan van een termijnbedrag van fl. 250,00. Het een na hoogste termijnbedrag voor dit product. De lezer wordt als het ware getrickerd om met een zo hoog mogelijke maandtermijn in te stappen. In feite wordt hier de zelfde lijn gevolgd met de eerder aangehaalde provisiestructuur. Waarbij de verkoper wordt gestimuleerd tot het afsluiten van een contract met een zo hoog mogelijke maandtermijn.
- Met het afschaffen van de consumptieve renteaftrek komt het accent te liggen op de belastingvrije uitbetaling van de winst. Dit wordt meermaals in de brochures herhaald.

3.3. Misleiding

Deze paragraaf bevat een kort resumé van hetgeen in de vorige paragraaf met betrekking tot het promotiemateriaal is besproken. De kern van de misleiding zit hem mijns inziens in de volgende punten:

- Aftrekmogelijkheden van de lease rente. Door het zware accent dat hierop werd gelegd, werd de verhoudingsgewijze hoge rente die verschuldigd was op de aandelenlease producten naar de achtergrond geschoven. Feitelijk roomde Dexia Bank Nederland N.V. het voordeel voor de klant af. Ten tijden dat de aandelenlease producten op de markt werden gebracht bewoog de 10-jaars rente zich tussen de 4% en 5,4%;
- Solide aandelen. Door steeds expliciet over solide aandelen te spreken, werd verbloemd dat er nauwelijks tot geen sprake was van risicospreiding. Er werd immers belegd in een gering aantal aandelen, waarvan veelal ook nog eens een aantal uit dezelfde branche;
- De stijging van de AEX in het verleden en de extrapolatie van deze stijging naar de toekomst. Dexia Bank Nederland N.V. vermeldde in haar brochures een gemiddelde stijging van de AEX stand met 14,3%. Zij ging daarbij uit van een periode die beliep vanaf het moment van het ontstaan van de AEX (1983). Een wel hele lange periode waarbinnen zich ook aanzienlijke dalingen hebben voorgedaan (1986, 1987 en 1990) en waarbij er tevens sprake was geweest van een stagnatie in de koersontwikkelingen van de AEX fondsen (1994). Zeker voor de producten met een korte looptijd, waarvan destijds veruit de meeste waren verkocht, was het vermelde groeicijfer nauwelijks relevant. Over een kortere periode kunnen zich immers behalve scherpere stijgingen tevens scherpe dalingen voordoen. Waarin Dexia Bank Nederland N.V. destijds echt tekort is geschoten en feitelijk haar klanten min of meer misleid heeft, waren de gepresenteerde koerswinstprognoses. In deze prognoses was namelijk niet verdisconteerd dan wel als toelichting opgenomen het gegeven dat de winstgevendheid van de bedrijven achterbleef bij de oplopende koerswaarden van de aandelen. Hetgeen betekent dat er steeds meer lucht in de koersen kwam te zitten. Het gevaar van een koerscorrectie ligt dan op de loer. Dit is wat er feitelijk vanaf 2000 is gebeurd. Met als dieptepunt 2003. In dat jaar daalde de AEX met maar liefst 36%.
- Het gebruik van de term 'inleg'. Door veelvuldig gebruik te maken van de term inleg in de brochures wordt min of meer verbloemd dat de eigenaar van een aandelenlease contract feitelijk een schuld aangaat.
- Het misbruiken van de term 'toezicht'. In de brochures wordt op zijn minst de suggestie gewekt dat Dexia Bank Nederland N.V. voor wat betreft het hele reilen en zeilen met betrekking tot de aandelenlease producten onder direct toezicht stond van de Stichting Toezicht Effectenverkeer. Dit betrof echter alleen het handelen van Dexia bank Nederland N.V. op de beurs. En niet de wijze waarop zij haar klanten informeerde over haar producten. Haar rechtsopvolger, de Autoriteit Financiële Markten (2002), had overigens deze bevoegdheid wel.

4. De belangrijkste spelers

In dit hoofdstuk zal de rol van een aantal van de direct en indirect betrokkenen bij de aandelenlease affaire worden besproken. Er zal worden gezien in hoeverre zij het aandelenlease debacle hadden kunnen voorkomen of althans de gevolgen voor degenen die hierdoor in de problemen zijn geraakt te beperken. De partijen die achtereenvolgens in deze beschouwing zullen worden betrokken, zijn:

- Dexia Bank Nederland N.V.;
- de klanten van Dexia bank Nederland N.V.;
- de minister van Financiën;
- de Nederlandsche Bank (DNB);
- de Autoriteit Financiële markten (AFM).

4.1. Dexia Bank Nederland N.V.

In deze paragraaf wordt de rol van de hoofdrolspeler in de aandelenlease affaire aangehaald. Er zal worden besproken welke acties Dexia Bank Nederland N.V. had kunnen ondernemen om het aandelenlease debacle te voorkomen dan wel de gevolgen hiervan voor de klanten te beperken. In dit verband zal ik de volgende onderwerpen aan de orde stellen:

- promotie. De presentatie van de aandelenlease producten in de markt;
- dienstverlening. De begeleiding van de klant bij de keuze voor een aandelenlease product inclusief de nazorg;
- producten. Het risicovolle karakter van het merendeel van de door Dexia bank Nederland N.V. aangeboden aandelenlease producten.

Veel hiervan is reeds in de vorige paragrafen ter sprake gekomen. Daarom zullen alleen nieuw aangebrachte punten in relatie tot deze onderwerpen nader worden uitgewerkt. En zal van hetgeen al aan de orde is gesteld zijdelings ter sprake komen..

Promotie

De wijze waarop Dexia Bank Nederland N.V. haar producten in de markt presenteerde kenmerkte zich met name door:

- het zware accent dat werd gelegd op het *mogelijk* te behalen rendement met het aandelenlease product;
- het verbloemen van het feit dat de inleg een *schuld* (lening) aan Dexia Bank Nederland N.V. betrof;
- het schermen met *schijnzekerheden*;
- onduidelijkheid betreffende de kostenstructuur van het aandelenlease product.

In bovenstaande zaken had Dexia bank Nederland N.V. in mijn optiek destijds de volgende aanvullingen dan wel verbeteringen kunnen/moeten aanbrengen:

- het uitsluiten van al te opportunistische koerswinstverwachtingen die de waarheid min of meer geweld aandoen. En daarnaast het opnemen van realistische verlies scenario's;
- duidelijk zijn in het gegeven dat het bedrag waarvoor aandelen werden aangekocht een schuld betrof. En dat er bij een aandelenlease product waarop

- niet wordt afgelost pas sprake is van winst wanneer de verkoopopbrengst van het aandelenpakket het bedrag van de lening inclusief de betaalde rente overtreft;
- het gebruik van schijnzekerheden nalaten. Zoals het op een oneigenlijke wijze extrapoleren van koersbewegingen, waardoor een onjuist beeld ontstaat omtrent de toekomstige koersontwikkelingen.
- duidelijkheid verschaffen welke kosten er verbonden zijn aan het aandelenlease product. Welke kosten liggen besloten in de op het product verschuldigde rente. Waarvoor betaalt de klant precies?

Voorname verbeteringen/aanvullingen op het promotiemateriaal welke mij inziens de kern raken, hadden er uiteindelijk toe moeten bijdragen, dat de klant:

- zich een juist beeld kon vormen van de risico's die aan het sluiten van een aandelenlease contract waren verbonden. En op de hoogte was van de werkelijke kosten van het product;
- uiteindelijk op basis hiervan een weloverwogen besluit had kunnen nemen met inachtneming van het eigen risicoprofiel.

Dienstverlening

In de precontractuele fase had Dexia Bank Nederland N.V. of haar vertegenwoordigers in ieder geval moeten nagaan of het aandelenlease product bij de klant paste. Met als leidraad diens risicoprofiel. Zij had hierbij in ieder geval moeten nalaten:

- om de grenzen op te zoeken voor wat betreft het bedrag van de deelname. Waardoor de klant uiteindelijk in financiële problemen zou kunnen geraken;
- om de grenzen op te zoeken in de aantallen aandelenlease contracten die een klant *zou* kunnen sluiten.

Voor wat betreft bovengenoemde punten had moeten worden gekeken naar het betalingsgedrag op de lopende aandelenlease contracten en de eventueel beëindigde contracten met een restschuld. En daarnaast naar het type product waarvoor de klant contracten had lopen. Paste het nieuwe aandelenlease contract hierin, gegeven het risicoprofiel van de klant?

In zijn algemeenheid kan worden gesteld dat in de praktijk regelmatig de grenzen werden opgezocht en ook werden overschreden. Blijkens de grote aantallen gedwongen contract beëindigingen die maandelijks plaats vonden. Dit had mijns inziens destijds kunnen worden voorkomen door onder andere de volgende acties:

- het plegen van nabel acties op acquisities gepleegd door interne en externe call centers en assurantie tussenpersonen. Feitelijk een controle op de kwaliteit van dienstverlening waarbij kon worden nagegaan of de informatie die de klant had verkregen wel correct was. En of de klant op basis hiervan wel de juiste conclusies had getrokken;
- het gefaseerd uitkeren van de provisies. Te denken valt aan een methode waarbij gedurende de looptijd van het contract jaarlijks steeds een deel vrijvalt en de uitbetaling tussentijds kan worden gestopt. Bijvoorbeeld wanneer in de tijd op basis van feiten mocht blijken dat een klant onjuist voorgelicht was. De acquisitiepleger zou er aldus bij gebaat zijn geweest een hoge kwaliteit van dienstverlening na te streven.

Producten

De door Dexia Bank Nederland N.V. destijds aangeboden aandelenlease producten kenmerkten zich allen door één gemeenschappelijk punt. Namelijk door het gegeven dat zij waren gebaseerd op een al maar stijgende beurs. En nog belangrijker dat er geen bodem zat in het risico dat de klant liep. Anders geformuleerd, de producten kenden geen verzekering tegen een eventuele koersval.

De manier om je aandelenbezit tegen een eventuele koersdaling te verzekeren is door het kopen van putopties. Een putoptie is het recht tot verkoop en stijgt derhalve in waarde wanneer de onderliggende waarde, het aandeel, in waarde daalt. Wanneer je aandelen bezit, kan je dus gelijktijdig putopties op dat aandeel kopen ter bescherming. Want, daalt de prijs van het aandeel, dan stijgt de prijs van de putoptie en op die manier beperk je het verlies. De kosten van de beschermende putoptie kan je zien als een soort van verzekeringspremie. Stijgt het aandeel in prijs, dan profiteer je daar wel van en verlies je alleen de voor de putoptie betaalde premie. De putoptie kan waardeloos aflopen.

Hoe dieper in-the-money, hoe sterker de bescherming. Een putoptie is in-the-money wanneer de uitoefenprijs groter is als de aankoopkoers van het aandeel.

Het is van belang om bij het kopen van een beschermende putoptie vast te stellen welk risico je maximaal wilt lopen. Des te meer de putoptie in-the-money is, des te hoger de verschuldigde premie. Maar ook hoe meer bescherming deze biedt. Een voorbeeld om dit verduidelijken.

Stel je koopt 6 april 200 aandelen Akzo Nobel tegen een koers van € 43,65. je wilt je belegging beschermen tegen een koersdaling en overweegt te kiezen voor een putoptie met een uitoefenprijs van € 48,00 (AKZONOBEL P 12/10 48,00) of € 38,00 (AKZONOBEL P 12/10 38,00). De put 48 kost € 6,88 en de put 38 kost € 1,68. Het prijsverschil tussen de twee opties is logisch. Want de put 48 is € 4,35 (€ 48,00 - € 43,65) in-the-money en de put 38 heeft geen intrinsieke waarde (<€ 43,65), en is dus out-of-the-money.

Wanneer je de put 38 koopt, betaal je $200 \times € 43,65$ voor de aandelen plus $200 \times € 1,68$ voor de optie. Samen is dat € 9.066,00 (€ 8.730,00 + € 336,00). Vanwege de putoptie krijg je voor de aandelen altijd € 38,00 per stuk, dus € 7.600,00. Het risico dat je loopt, is dus € 1.466,00 (€ 9.066,00 – € 7.600,00). Dat is ruim 16% van je totale investering. En betekent dat je belegging voor 84% is beschermd.

Wanneer je zou opteren voor de put 48, dan betaal je $200 \times € 43,65$ voor de aandelen plus $200 \times € 6,88$ voor de optie, samen is dat € 10.106,00 (€ 8.730,00 + € 1.376,00). Vanwege de put krijg je altijd € 48,00 per stuk, € 9.600,00. Het risico dat je loopt is dus een stuk kleiner: € 506,00 (€ 10.106,00 - € 9.600,00). Dat is slechts 5% van de totale investering. Je belegging is dus voor 95% beschermd.

Op het eerste gezicht lijkt de zware bescherming aantrekkelijk, maar heeft echter ook een belangrijk nadeel. Doordat er relatief veel geld in de putoptie moet worden belegd, moet het aandeel Akzo Nobel meer stijgen om deze beschermingskosten goed te maken. De keuze voor de beschermingsfactor is dus altijd een afweging tussen het maximale risico dat je wilt lopen en de optiekosten die deze verzekering met zich meebrengt.

Dexia Bank Nederland N.V. had er destijds voor kunnen opteren het koersrisico op haar aandelenportefeuille af te dekken door middel van at-the-money putopties. Dat wil zeggen putopties met een uitoefenprijs gelijk aan de aankoopkoers van de aandelen. Deze keuze zou enerzijds het voordeel hebben gehad dat de investering beperkt zou zijn gebleven (in-the-money putopties). En anderzijds dat er niet sprake zou zijn geweest van onvoldoende bescherming (out-of-the-money putopties).

Bij het aflopen van de aandelenlease contracten zou volgens deze constructie nooit sprake kunnen zijn geweest van een restschuld. Overigens wel onder de conditie dat de contracten niet tussentijds zouden zijn beëindigd. In verband met de boete die dan in rekening werd gebracht over de nog resterende maandtermijnen. De financiering van de putopties had kunnen plaats vinden vanuit het dividend of hadden kunnen worden verdisconteerd in de verschuldigde leasetermijnen. In dat laatste geval had Dexia Bank Nederland N.V. bijvoorbeeld genoeg kunnen nemen met een kleinere marge op deze termijnen. Een voorbeeld om een en ander te verduidelijken.

Stel je koopt op vrijdag 16 april 100 aandelen Akzo Nobel tegen een koers van € 43,32. Om je tegen een eventuele koersdaling van het aandelenpakket te verzekeren koop je op dezelfde dag een put optie met als expiratedatum 17 juni 2011 en een uitoefenprijs van € 44,00. De premie die je voor deze optie betaalt bedraagt € 5,90. De afrekening van deze transacties (exclusief kosten), ziet er als volgt uit:

100 aandelen Akzo Nobel à € 43,32	€ 4.332,00
1 putoptie Akzo Nobel juni 2011 € 44,00* à € 5,90	€ 590,00 (= 100 x 5,90)
Investering bij aanvang	<u>€ 4.922,00</u>

* De optie in dit voorbeeld is dus (heel) licht in-the-money.

Op de expiratedatum, dus 17 juni 2011, is de koers van Akzo Nobel gedaald tot € 24,00, een koersdaling van ruim 44%. Derhalve was het aanschaffen van een putoptie een verstandige keuze. Wanneer je een nog verder daling van het aandeel Akzo Nobel verwacht, is het verstandig je aandelen te gelde te maken door het uitoefen van je putoptie. Door uitoefening van je putoptie kan je de aandelen Akzo Nobel verkopen tegen een prijs van € 44,00. Je verlies is dan gelijk aan € 5,22 per aandeel (opbrengst minus investering¹). Wanneer je geen optie had gekocht, zou je verlies veel hoger geweest zijn. Namelijk een bedrag van € 9,32 (43,32 – 24,00).

¹ Verlies = (44,00 - 43,32) - 5,90 = - 5,22

Op basis van bovenstaand rekenvoorbeeld mag het duidelijk zijn dat wanneer Dexia Bank Nederland N.V. er destijds voor had gekozen haar producten tegen een mogelijke koersdaling te verzekeren, dit enorm voor de klant had gescheeld. Met de wetenschap dat de AEX in de jaren 2001 en 2002 een daling kende van respectievelijk 21% en 36%.

Resumerend. Dexia Bank Nederland N.V. had destijds voor een meer adequate voorlichting van haar klanten moeten zorg dragen. Zij had haar klanten in ieder geval duidelijk moeten wijzen op welke risico's werden aangegaan met het afsluiten van aandelenlease contracten. Tevens had Dexia Bank Nederland N.V. haar klanten moeten begeleiden bij de keuze van het soort product en de grootte van de verplichting (= hoofdsom) die werd aangegaan. Daarbij had het risicoprofiel van de klant leidraad moeten zijn.

En minimaal even belangrijk zo niet belangrijker, Dexia Bank Nederland N.V. had een bodem moeten leggen in het verlies dat op haar producten maximaal kon worden geleden.

4.2. De klanten van Dexia Bank Nederland N.V.

In deze paragraaf wordt de rol die klanten hadden in de aandelenlease affaire besproken. En meer in het bijzonder in hoeverre zij de gevolgen van het aandelenlease debacle voor zichzelf zoveel mogelijk hadden kunnen beperken dan wel geheel hadden kunnen uitsluiten. Achtereenvolgens komen aan de orde:

- acties die de klant vooraf had kunnen ondernemen;
- acties die de klant achteraf had kunnen ondernemen.

4.2.1. Acties die de klant zelf vooraf had kunnen ondernemen

Bij hun eerste kennismaking met het aandelenlease product hadden klanten zich moeten afvragen of zij wel over de meest elementaire beleggingskennis beschikten. Waren hen de begrippen aandelen en opties bekend? Zo niet, dan hadden zij zich deze kennis eerst eigen moeten maken alvorens überhaupt te denken over het aanschaffen van een aandelenlease product.

Vervolgens hadden ze zich er van moeten vergewissen of de informatie die in de productfolder vermeld stond voor hen wel geheel duidelijk was. En hadden zij zich hierbij ondermeer de volgende vragen moeten stellen.

- Begrijp ik de risico's die verbonden zijn aan het aandelenlease product? Heb ik inzicht in de financiële consequenties, wanneer de resultaten uit de aandelenbelegging tegenvallen? Zoals eerder in het vorige hoofdstuk is vastgesteld kwamen deze consequenties onvoldoende naar voren in de contacten met de aanbieder van het product, Dexia Bank Nederland N.V. , of hun vertegenwoordigers (call centers en assurantie tussenpersonen). Met de wijsheid achteraf hadden klanten er beter aan gedaan een onafhankelijke derde deskundige in te schakelen , wanneer zij het risico zelf onvoldoende konden inschatten.
- Met welk doel ga ik de aandelenlease overeenkomst aan? Wellicht dat de klant voor zichzelf een bepaald eindkapitaal voor ogen had. Bijvoorbeeld in verband eerder stoppen met werken. In dat geval waren de meer risicovolle kortlopende aflossingsvrije aandelenlease producten geen verstandige keuze. En had de klant in ieder geval moeten kiezen voor een aandelenlease product waarbij de beleggingshorizon groter was. In dat geval was een Spaarlease of Capital Effect product met een looptijd van 15 of 20 jaar een meer verstandige keuze. Bovendien werd op deze producten wel afgelost. Waardoor het risico beperkt was tot een eventueel koersverlies en de rentecomponent in de maandtermijnen.
- Ben ik van plan tussentijds vermogen uit mijn belegging te onttrekken? Die mogelijkheid boden de aandelenlease producten niet. De klant had in dat geval moeten opteren voor een ander beleggingsalternatief waarbij er wel een mogelijkheid was om tussentijds winst te nemen.
- Welke gevolgen heeft het niet behalen van de beleggingsdoelstelling voor mij? Wanneer dit voor de klant grote consequenties zou hebben, was de keuze voor een beleggingsvorm waarbij het risico meer gespreid was dan wel vrijwel uitgesloten was een betere optie. De aandelenlease producten waren veelal opgebouwd uit maar 4 AEX fondsen, waarvan vaak ook nog eens 2 afkomstig uit dezelfde branche (financiële waarden).
- Welk deel van mijn vrije vermogen wil ik beleggen? Bij het beantwoorden van deze vraag had de klant voor zichzelf een duidelijke limiet moeten stellen aan het bedrag van de maandelijks leasetermijn. En zich niet moeten laten

verleiden tot hogere leasetermijnen met naar omvang grotere koerswinstmogelijkheden. Wat tevens een naar verhouding grotere verlieskans impliceert. In geval het vrije vermogen van de klant toereikend was geweest om zelf een aandelenpakket van enige omvang op de beurs aan te kopen, had de klant in ieder geval voor zichzelf de volgende vragen kunnen stellen. Verwacht ik dat de gemiddelde koersstijging het totale bedrag aan verschuldigde rente overtreft? En is het gecorrigeerde rendement beduidend meer als zou zijn verkregen op een meer zekere beleggingsvorm, bijvoorbeeld de belegging in obligaties? Dan is het beleggen in aandelen middels een leaseconstructie eventueel te overwegen.

- Betaal ik niet teveel voor het aandelenlease product? Hiertoe dien ik voor mezelf vast te stellen wat de kosten zijn van het aandelenlease product en een vergelijking te maken met alternatieve beleggingsproducten.
- Weegt het belastingvoordeel (aftrek consumptieve rente) op tegen de kosten van het aandelenlease product? Ik dien eerst voor mezelf vast te stellen hoe groot mijn belastingaftrek is. En vervolgens op basis van deze uitkomst te onderzoeken of de met de aftrek gecorrigeerde kosten wellicht toch nog hoger zijn dan bij aanbieders waarbij dit belastingvoordeel niet wordt genoten.
- Hoe flexibel ben ik met het aandelenlease product? Wat zijn de kosten bij eerder stoppen? Zoals reeds vermeld waren bij het tussentijds beëindigen van het aandelenlease contract de kosten aanzienlijk en werd de klant feitelijk gedwongen het contract in ieder geval te laten voortduren tot aan het einde van de boeteperiode.
- Is er bij het aandelenlease product sprake van een goede beleggingsmix? Is het risico van mijn beleggingen voldoende gespreid? Bij de aandelenlease producten was er over het algemeen sprake van een belegging in een viertal AEX fondsen. Waarvan vaak ook een aantal afkomstig uit dezelfde branche. En was er derhalve sprake van een zeer beperkte spreiding van het risico.

Bovenstaande vragen vormen naar mijn mening de kern voor een weloverwogen beleggingsbeslissing. Wanneer klanten destijds voor zichzelf de moeite hadden genomen, al dan niet met de hulp van een (onpartijdige) derde, op al deze vragen een eenduidig antwoord te formuleren dan had dit in ieder geval geleid tot een meer gefundeerde beslissing omtrent de volgende zaken:

- wel/niet aangaan van een aandelenlease overeenkomst;
- de keuze voor het soort aandelenlease product. Een product met veel versus een product met minder risico;
- de grootte van de inleg c.q. de verplichting die wordt aangegaan.

4.2.2. Acties die de klant achteraf had kunnen en/of moeten ondernemen

Wanneer een klant eenmaal in het bezit was van één of meer aandelenlease producten, had deze de volgende acties voor zichzelf kunnen ondernemen om de uitkomst van de belegging min of meer zeker te stellen of de kosten te reduceren:

- regelmatig de beursontwikkelingen volgen van de fondsen waarin was belegd. Zeker bij producten waarop tussentijds werd afgelost was het verstandig om het contract om en nabij de minimum looptijd te beëindigen. Er was immers geen boete meer verschuldigd over de nog resterende maandtermijnen. Het langer laten doorlopen van deze producten bracht onnodige rentekosten met zich mee;
- in geval het te verwachten was dat een aflossingsvrij product zou resulteren in aanzienlijk restschuld als gevolg van een koersdaling had de klant kunnen

overwegen de aandelen aan het einde van de looptijd te laten uitleveren. De financiering had in dat geval kunnen worden ondergebracht bij een financiële instelling naar keuze. Het was dan wachten op betere tijden;

- bij elke nieuw aan te schaffen aandelenlease product de handelswijze te hanteren als omschreven in de vorige subparagraaf.

Tot slot. In deze paragraaf is uitgegaan van een wel heel zelfbewuste klant. Het is maar zeer de vraag of de gemiddelde aandelenlease klant destijds wel in staat was tot genoemde acties en handelswijzen. Feitelijk hadden deze hierbij moeten worden ondersteund door Dexia Bank Nederland N.V.. Echter bij de kwaliteit van deze ondersteuning zijn in de voorgaande paragrafen al de nodige kanttekeningen geplaatst. O.a. op basis van de wijze waarop provisies werden toegekend.

4.3. Minister van financiën

De maatregelen die de minister van Financiën in het kader van de aandelenlease affaire destijds heeft genomen waren met name reactief van aard. Zo kon niet worden voorkomen dat Dexia Bank Nederland N.V. bleef doorgaan met het op de markt brengen van steeds risicovollere aandelenlease producten.

Er was vooral sprake van aanpassingen in de wet- en regelgeving die de uitwassen in de markt van de aandelenlease producten moesten tegen gaan. Hierbij valt ondermeer te denken aan de afschaffing van de consumptieve renteaftrek. Destijds het ontstaansrecht van de aandelenlease producten. Afschaffing van deze belastingfaciliteit heeft er in de praktijk juist toe geleid dat Dexia Bank Nederland N.V. vanaf dat moment begon met het aanbieden van aandelenlease producten waarbij in theorie steeds hogere rendementen konden worden gerealiseerd. Maar waarbij eveneens de kans op het ontstaan van aanzienlijke restschulden in evenredigheid toenam. Het was Dexia bank Nederland N.V. er om te doen om ondanks de afschaffing van de consumptieve renteaftrek haar producten voor het grote publiek aantrekkelijk te houden.

Ook het feit dat Dexia Bank Nederland N.V. vanuit de wet verplicht werd gesteld om haar klanten te wijzen op de risico's van haar producten wist zij handig te omzeilen. Zo viel de verplichte tekstpassage: 'De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst' in haar reclame uitingen naar buiten in het niet, door het publiek eenzijdig winstscenario's voor te spiegelen. Juist door te verwijzen naar in het verleden gerealiseerde rendementen.

Behalve dat de minister van Financiën direct dan wel indirect betrokken is geweest bij diverse aanpassingen in de wet- en regelgeving is deze mede de initiator geweest van diverse bemiddelingspogingen die tussen Dexia Bank Nederland N.V. en direct betrokkenen hebben plaats gevonden. Het wellicht meest bekende alternatief betreft die waarbij de minister de heer Duisenberg inschakelde als bemiddelaar. Het resultaat van deze bemiddelingspoging resulteerde uiteindelijk in een compromis tussen direct betrokkenen. En is bekend komen te staan onder de naam 'Duisenbergregeling'.

Wat was het doel van de Duisenbergregeling? Enerzijds om de reputatieschade op financieel terrein in Nederland zoveel mogelijk te voorkomen. Anderzijds om het vastlopen van de rechterlijke macht door de grote hoeveelheid procedures tegen te gaan. Er was vanaf 2002 sprake van een grote toename in het aantal individuele en collectieve procedures. De laatste geïnitieerd door de aandelenlease stichtingen die de belangen van diverse doelgroepen behartigden.

Wat was de inhoud van de Duisenbergregeling? De essentie van de regeling was dat Dexia Bank Nederland N.V. van alle schuldrest contracten (aflossingsvrije producten) tezamen 2/3 van de restschuld (koersverlies) vergoedde onder verrekening van alle koerswinsten die de klant op één of meer contracten had genoten die afliepen na 1 januari 1997. Feitelijk de contracten dus met verhoudingsgewijs de grootste (koers-)winst. De hausse op de aandelenbeurs duurde tot eind 2000.

Bij contracten waarbij de partner tijdig een vernietigingsbrief had geschreven werd de volledige restschuld vergoed. Voor de zogeheten aflossingsproducten die door voortijdige beëindiging met een restschuld eindigde was de vergoeding 10% van de restschuld, eveneens onder verrekening van de eerder genoten koerswinsten.

Op basis van het voorgaande kan worden geconcludeerd dat Dexia Bank Nederland N.V. alle ontvangen rente en nog te ontvangen rente, percentages variërend tussen de 11,5% en 15,8%, behield. Daarnaast vielen alle door de klanten behaalde koerswinsten van contracten die afliepen na 1 januari 1997 toe aan de bank.

Hoe werkte de Duisenbergregeling in de praktijk uit voor de klanten? In zijn algemeenheid konden door deze regeling alle contracten van een klant met grote verliezen eindigen. Immers er was pas sprake van koerswinst als de koerswinst meer bedroeg dan de door de klant betaalde rente. Op deze wijze roomde Dexia bank Nederland N.V. met terugwerkende kracht alle gerealiseerde koerswinsten af van contracten die vóór 2001 afliepen, de situatie waarbij de beurs op zijn hoogtepunt stond. En eiste zij van alle nog lopende contracten de toekomstige renteverplichtingen op.

Het kwam er bij de Duisenbergregeling feitelijk op neer dat naarmate de looptijd van de contracten langer was, de regeling voor Dexia Bank Nederland N.V. steeds voordeliger werd en voor gedupeerden steeds nadeliger. Immers de verhouding betaalde rente versus restschuld werd voor Dexia Bank Nederland N.V. steeds gunstiger. Om dit te verduidelijken volgt nu een rekenvoorbeeld. In dit voorbeeld wordt de afwikkeling van een WinstVerDriedubbelaar afgezet tegen die van een Feestplan. Zoals bekend zijn de looptijden van deze producten respectievelijk 3 en 10 jaar.

Rekenvoorbeeld

Gegevens:

Dividend 2,5%

Gederfde spaarrente: 4%

Inleg: fl. 37.920,00

Koersverlies: 30%

Rentepercentage: 14,8 %

WinstVerDriedubbelaar

Diverse berekeningen:

- gemiddeld uitgeleend bedrag over drie jaar: $2/3$ van fl. 37.920,00 = fl. 25.280,00;
- betaalde rente: 14,8% gedurende 3 jaar over fl. 37.920,00 = fl. 16.836,48;
- gederfde spaarrente: 4% van fl. 16836,48 / 2 gedurende 3 jaar = fl. 1.010,19;
- koersverlies: 30% van fl. 37920,00 = fl. 11.376,00.

Berekening totaal ontvangen dividend:

1^e jaar 2,5% van 1/3 van fl. 37.920,00 x 100% = fl. 316,00
2^e jaar 2,5% van 2/3 van fl. 37.920,00 x 90% = fl. 568,80
3^e jaar 2,5% van 3/3 van fl. 37.920,00 x 80% = fl. 758,40

Totaal ontvangen dividend fl. 1.643,20*

* In dit bedrag is dus het koersverlies verdisconteerd.

Berekening verschuldigd bedrag in verband met de vergoeding voor de optiepremie:

1^e jaar 2,5% van 1/3 van fl. 37.920,00 = fl. 316,00
2^e jaar 2,5% van 2/3 van fl. 37.920,00 = fl. 632,00
3^e jaar 2,5% van 3/3 van fl. 37.920,00 = fl. 948,00

Totaal verschuldigd bedrag fl. 1.896,00*

* De vergoeding voor de optiepremie bedraagt minimaal het dividendbedrag over de aankoopkoers.

Op basis van voorgaande berekeningen kan de uiteindelijke winst van Dexia Bank Nederland N.V. worden bepaald. En het verlies dat de klant per saldo lijdt.

De winst van Dexia Bank Nederland N.V. :

Ontvangen rente	fl. 16.836,48
Vergoeding optiepremie	fl. 1.896,00
 Totaal	 fl. 18.732,48
Af: 2/3 koersverlies	fl. 7.584,00 (2/3 van fl. 11.376,00)
 Brutowinst	 fl. 11.148,48

Het verlies van de klant:

Betaalde rente	fl. 16.836,48
Koersverlies	fl. 3.412,80 (1/3 van fl. 11.376,00)
Gederfde spaarrente	fl. 1.010,19
Bijbetaling dividend	fl. 252,80 (fl. 1.896,00 – fl. 1.643,20)
 Totale verlies	 fl. 21.512,27

Feestplan

Diverse berekeningen

- betaalde rente: 14,8% gedurende 10 jaar over fl. 37.920,00 = fl. 56.121,60;
- gederfde spaarrente: 4% van fl. 56.121,60 / 2 gedurende 10 jaar = fl. 11.224,32;
- koersverlies: 30% van fl. 37.920,00 = fl. 11.376,00;
- ontvangen dividend: 2,5% van gemiddeld fl. 32.232,00 ((37920 + 26544) / 2) gedurende 10 jaar = fl. 8.058,00.

Op basis van voorgaande berekeningen kan nu het bedrag worden bepaald dat Dexia bank Nederland N.V. ontvangt. En de klant verschuldigd is.

Ontvangen rente	fl. 56.121,60
Af: 2/3 koersverlies	fl. 7.584,00 (2/3 van fl. 11.376,00)
Brutowinst	fl. 48.537,60

Het verlies van de klant:

Betaalde rente	fl. 56.121,60
Koersverlies	fl. 3.412,80 (1/3 van fl. 11.376,00)
Gederfde spaarrente	fl. 11.224,32
Af: dividend	fl. 8.058,00

Totale verlies fl. 62.700,72

Voorgaande berekeningen laten duidelijk zien dat bij een langere looptijd van het product de Duisenbergregeling voor de klant nadeliger uitvalt. Bij eenzelfde inleg bedraagt het verlies bij een looptijd van 3 een bedrag van fl. 21.512,27 En bij 10 jaar maar liefst fl. 62.700,72! Ook is duidelijk te zien dat naarmate de looptijd van het product langer is, dit voor de Dexia bank Nederland N.V. steeds voordeliger uitvalt. Op het product met een looptijd van 10 jaar, wordt ondanks het koersverlies van 30% zelfs nog een jaarlijks rendement gerealiseerd van 12,8% (fl. 4.853,76 / fl. 37.920,00 x 100%). Wat zeker niet slecht is, wanneer je dit afzet tegen het bij de klant in rekening gebrachte rentepercentage van 14,8%.

Resumerend. De minister van Financiën is er in mijn optiek door aanpassingen in de wet- en regelgeving destijds zeker niet in geslaagd om het aandelenlease debacle te voorkomen. De aanpassingen hebben eerder een bijdrage aan dit debacle geleverd. Getuige het feit dat de aandelenlease producten steeds risicovoller werden naarmate de fiscale voordelen in betekenis afnamen. Ook bij het beperken van de financiële gevolgen voor de klant is, zoals uitgebreid aan de orde gesteld, de minister behoorlijk tekort geschoten. En heeft naar mijn mening zeker niet bijgedragen aan het herstellen van het vertrouwen in het financiële systeem.

4.4. De Nederlandsche Bank (DNB)

Alvorens nader in te gaan op de rol van de Nederlandsche Bank in de aandelenlease affaire volgt eerst een algemene beschouwing van haar hoofdverantwoordelijkheden.

De Nederlandsche Bank is verantwoordelijk voor het bewaken van de financiële stabiliteit in Nederland. Daarbij zijn drie zaken van belang:

- a. lage inflatie;
- b. veilig betalingsverkeer;
- c. soliditeit en integriteit van financiële instellingen.

Ad a

Als onderdeel van de Raad van Bestuur van de ECB is de Nederlandsche Bank medeverantwoordelijk voor het stabiel houden van de prijzen in het eurogebied. In de Raad van bestuur zitten de presidenten van de 13 eurolanden en de directie van de ECB. Om de prijsstabiliteit te bewaken heeft deze afgesproken dat de prijzen per jaar met net iets minder dan 2% mogen stijgen.

Ad b

De Nederlandsche Bank onderhoudt het betaalsysteem waarmee banken en effecteninstellingen hun onderlinge geldtransacties uitvoeren. Nieuwe betaal mogelijkheden (zoals betalen via internet) worden eerst aan een onderzoek onderworpen. Want betaalsystemen die niet goed werken of waarmee fraude mogelijk is, kunnen de financiële stabiliteit ondermijnen.

Ad c

In het kader van een stabiel financieel netwerk houdt de Nederlandsche Bank voortdurend toezicht op financiële instellingen en het netwerk waarvan zij deel uitmaken. Als er iets mis gaat of dreigt te gaan treft DNB maatregelen om de schade zoveel mogelijk te beperken.

De Nederlandse Bank geeft vergunningen af aan instellingen die financiële diensten aanbieden. Deze worden alleen afgegeven als de onderneming financieel gezond (solvabel) is en voldoet aan voorwaarden voor integer bestuur. Wanneer een financiële instelling zich niet aan de regels houdt, kan deze rekenen op sancties. In het ergste geval trekt DNB de vergunning in.

De kernvraag is nu of de Nederlandsche Bank op basis van haar verantwoordelijkheden, zoals hiervoor omschreven, de aandelenlease affaire had kunnen voorkomen dan wel in haar omvang had kunnen beperken. Het antwoord hierop luidt eenduidig nee. Het toezicht van de Nederlandsche Bank betreft louter de financieel economische aspecten van een bankinstelling. En dit was iets wat Dexia Bank Nederland N.V. voor wat betreft haar aandelenlease producten nu juist goed op orde had. De risico's waren zoveel mogelijk afgedekt.

- Tegenover de lening stond als onderpand het aandelenpakket. Dexia Bank Nederland N.V. had recht uit de verkoopopbrengst van de aandelen niet alleen de lening af te lossen maar ook om alle nog niet betaalde rentetermijnen daarmee te verrekenen.
- Dexia Bank Nederland N.V. had een machtiging om de verschuldigde rentetermijnen van de rekening van een klant te mogen afschrijven. Een minimaal incassorisico dus.
- Dexia Bank Nederland N.V. liep geen enkel koersrisico. Dat lag voor 100% bij de klant.
- Dexia Bank Nederland N.V. had zich bij het BKR vooraf laten informeren over een eventuele schuldpositie van de klant. Samen met het aandelenpakket als onderpand liep Dexia bank Nederland N.V. nauwelijks het risico dat het bedrag van de lening niet volledig zou worden terugbetaald.
- Dexia Bank Nederland N.V. had de rentebetaling zo geregeld dat deze vooraf werd betaald of in maandelijkse termijnen. Hierdoor was er geen risico dat zij een deel van de rentebetalingen misliep.
- Wanneer de klant niet meer in staat was om één of meer van zijn maandelijkse termijnen te betalen was Dexia Bank Nederland N.V. een van de eerste die merkte dat de klant in financiële moeilijkheden verkeerde. In dat geval zegde Dexia Bank Nederland N.V. onmiddellijk de gehele lening op en vorderde alle nog niet betaalde rentetermijnen over de resterende (minimale) looptijd waarbij deze verrekend werd met het aandelenpakket. Het risico dat de klant de lening niet volledig kon aflossen was daardoor tot een minimum teruggebracht.
- In het hoge rentepercentage dat Dexia Bank Nederland N.V. vroeg waren alle risico's op een eventuele kwade lening royaal afgedekt.

4.5. Autoriteit Financiële Markten (AFM)

De rol van de Autoriteit Financiële Markten in de aandelenlease affaire is er vooral een van beschouwende achteraf. Op het moment dat zij werd opgericht had Dexia Bank Nederland N.V. haar commerciële activiteiten inmiddels gestaakt.

Haar rechtsvoorganger, de Stichting Toezicht Effectenverkeer, was destijds met name verantwoordelijk voor het gedragstoezicht op de beurzen. En niet voor de wijze waarop financiële instellingen hun producten aan consumenten aanboden. Feitelijk de kern van het probleem van de aandelenlease affaire.

Ik volsta met in deze paragraaf de hoofdtaken van de AFM te benoemen en de kernpunten uit het rapport: 'Aandelenlease: niet bij rendement alleen'.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) bestaat sinds 1 maart 2002. De AFM is de juridische rechtsopvolger van de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE). Zij is gevestigd in Amsterdam en houdt toezicht op het gedrag van participanten in de financiële markten, waaronder: financiële dienstverleners, beurzen, bemiddelaars, accountants.

De AFM is een zelfstandig bestuursorgaan, wat kortweg inhoudt dat het overheidstaken zelfstandig uitvoert, zonder onder directe verantwoordelijkheid van, in dit geval, het Ministerie van Financiën te vallen. Taak van de AFM is het houden van gedragstoezicht op de financiële markten. Gedragstoezicht houdt in dat erop toegezien wordt dat partijen correct handelen en hun partners van de juiste informatie voorzien. De Nederlandsche Bank (DNB) (alsmede, voor diens fusie met DNB in 2005, de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK)), is verantwoordelijk voor "prudentieel" toezicht op de markt. Prudentieel toezicht wil zeggen dat erop toegezien wordt dat partijen hun financiële verplichtingen kunnen nakomen aan hun contractpartners.

Het belang van de overheid controle te houden op de financiële markt is dat de markt zelf (publiek en bedrijfsleven) vertrouwen blijft houden in de markt. Wantrouwen in de financiële markt kan grote negatieve gevolgen hebben voor de economie.

Met invoering van de nota "Herziening van het toezicht op de financiële marktsector" van het Ministerie van Financiën in 2001 ging de Stichting Toezicht Effectenverkeer over in de Autoriteit Financiële Markten en werd het takenpakket uitgebreid. Waar de STE met name verantwoordelijk was voor gedragstoezicht op beurzen is de AFM dat nu voor een veel breder gebied.

Voorbeelden van de verantwoordelijkheid van de AFM zijn bijvoorbeeld

- Het aanwezig en juist zijn van de "financiële bijsluiter" voor financiële consumentenproducten,
- Naleving van het verbod op handelen met voorwetenschap,
- Naleving van de Wet op het financieel toezicht (waarin o.a. de voormalige wetten Wet toezicht effectenverkeer 1995, Wet toezicht beleggingsinstellingen en Wet financiële dienstverlening per 1 januari 2007 zijn opgegaan.
- Handhaving van de Wet toezicht accountantsorganisaties en afgeven vergunningen voor Wettelijke controles.

De AFM heeft het mandaat op te treden bij het niet nakomen van de wet door marktpartijen. Middelen die haar, onder andere, ter beschikking staan zijn:

- Het uitsturen van een waarschuwing tegen de betrokken partij,
- Het geven van een aanwijzing,
- Het opleggen van een boete (eventueel in combinatie met publicatie in een landelijk dagblad),
- Het opleggen van een dwangsom (eventueel in combinatie met publicatie in een landelijk dagblad),
- Het doen van aangifte bij het Openbaar Ministerie.

Tot zover het algemene verhaal over de taken en bevoegdheden van de AFM. Feitelijk waren deze een reactie op de kritiek die vanuit de samenleving was ontstaan over de weinig transparante wijze waarop een aantal financiële instellingen hun producten op de markt brachten. Het zal dan altijd de vraag blijven of de aandelenlease affaire zou zijn voorkomen wanneer de AFM ten tijde van het commercieel uitbaten van deze producten had bestaan. De meer recente woekerpolis affaire roept hieromtrent vraagtekens op.

De AFM heeft begin 2000 in de media kritiek geuit over de wijze waarop Dexia Bank Nederland N.V. haar aandelenlease producten op de markt had gebracht. De belangrijkste conclusies die in het rapport 'Aandelenlease: niet bij rendement alleen' verder zijn onderbouwd, worden hieronder weergegeven.

- De aanbieders spiegelen in hun reclame-uitingen de te verwachten rendementen van aandelen te hoog voor. Het zou realistischer zijn om uit te gaan van een rendement voor aandelen op de lange termijn van 8%.
- Door het afschaffen van de aftrekbaarheid van rente is het risicoprofiel van het product verslechterd. Dat kwam te weinig in de advertenties tot uitdrukking.
- Als de belegger, gegeven dit percentage, leent tegen een rente van 12%, dan heeft hij weinig kans op een positief resultaat.
- In de jaren negentig waren de omstandigheden op aandelenmarkten zeer goed, waardoor de koersen met tientallen procenten per jaar stegen. De gehanteerde voorbeeldpercentages ten aanzien van rendement in de advertenties, die op een periode van vijf jaar historie waren gebaseerd, waren soms 15% of hoger. Feitelijk zijn de cijfers juist, maar het is de vraag of ze zonder meer doorgetrokken kunnen worden naar de toekomst.
- In de advertenties wordt ten aanzien van risico te weinig nadrukkelijk gewezen op de kans op dalende koersen. Niet alleen de winsten kunnen door aandelenlease een impuls krijgen, dat geldt ook voor de verliezen. De klant kan bij bepaalde producten met een restschuld blijven zitten. Na een aantal zeer goede jaren neemt de kans op minder goede rendementen toe.
- Onder de huidige omstandigheden zou de klant die een aantal jaren geleden is ingestapt de kans lopen om 9 van de 10 keer geen winst te halen.

5. Alternatieven voor de klant

Klanten hadden zich bij hun keuze voor aandelenlease producten ook kunnen oriënteren op andere alternatieven die de financiële markt bood. Hierbij hadden zij de regie volledig in eigen hand kunnen nemen of dit kunnen uitbesteden aan een materiedeskundige, zoals een vermogensbeheerder. Of een combinatie van beide mogelijkheden, bijvoorbeeld door gebruik te maken van de diensten van een beleggingsadviseur bij een bank. In ieder geval hadden zij, alvorens met hun beleggingsactiviteiten te starten, voor zichzelf een risicoprofiel moeten bepalen. Al dan niet hierbij ondersteund door een deskundige.

Met name de optiemarkt biedt de mogelijkheid om met een verhoudingsgewijze lage investering een hoog rendement te behalen. Daarbij is er de keuze uit strategieën die zich kenmerken door het gegeven dat het risico dat wordt gelopen gelimiteerd is. Maar in de praktijk toch nog een aardig rendement kan opleveren. Een aantal van deze optiestrategieën wil ik hier bespreken.

- Kopen van een calloptie
- Kopen van een putoptie
- Bull callspread
- Bear putspread
- Out-of-the-money strangle
- In-the-money strangle
- Bull putspread
- Bear callspread
- Quattro

5.1. Kopen van een calloptie

Een calloptie is het recht om tot een bepaald tijdstip een bepaalde hoeveelheid onderliggende waarde, bijvoorbeeld aandelen, voor een bepaalde uitoefenprijs te kopen. Je koopt een calloptie vanuit de verwachting dat de koers van de onderliggende waarde een (sterke) stijging zal laten zien. Het doel is te profiteren van de hefboomwerking. D.w.z. met een naar verhouding geringe investering profiteren van een stijging van de onderliggende waarde.

De investering die je pleegt is de betaalde premie van de calloptie. Het risico is beperkt tot maximaal de betaalde premie van de calloptie. De opbrengst is ongelimiteerd bij een voortgaande koersstijging van de onderliggende waarde. Het break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte calloptie plus de betaalde premie.

Cijfervoorbeeld break-evenpoint

Stel dat je op 22 maart 2010 voor een bedrag van € 4,60 de volgende calloptie hebt aangekocht: AKZONOBEL C 04/10 34,00. Dan wil dit zeggen dat de uitoefenprijs € 34,00 bedraagt en dat de optie de volgende maand expireert. In deze situatie is er voor gekozen om een in-the-money calloptie aan te schaffen. D.w.z. dat de uitoefenprijs lager is als de beurskoers van het aandeel Akzo Nobel. Op 22 maart was deze op het moment van aankoop € 41,20. Om quitte te spelen dient in ieder geval een koers te worden gerealiseerd van € 41,00, zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Koers Akzo Nobel	41,00 (= 34 + 7)
Premie gekochte call	-7,00
Verlies/winst gekochte call	7,00
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 3 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers Akzo Nobel < uitoefenprijs gekochte calloptie;
2. koers Akzo Nobel > uitoefenprijs gekochte calloptie < break-evenpunt (€ 41,00);
3. koers Akzo Nobel > break-evenpunt.

Ad 1

De gekochte calloptie expireert zonder waarde. Je maximale verlies is dan gelijk aan de premie die je hebt betaald voor de calloptie.

Ad 2

Je oefent de gekochte calloptie uit en ontvangt de aandelen Akzo Nobel tegen een koers van € 34,00. In dit scenario maak je nog wel verlies aangezien de winst op de gekochte calloptie niet opweegt tegen de eerder betaalde premie. Je verlies is gelijk aan de eerder betaalde premie minus het verschil tussen de actuele koers van Akzo Nobel en de uitoefenprijs van de gekochte calloptie.

Ad 3

Ook in dit scenario oefen je de calloptie uit en ontvang je aandelen Akzo Nobel tegen een koers van € 34,00. Nu maak je wel winst omdat de winst op de gekochte calloptie groter is dan de eerder betaalde premie. Je mogelijke winst is onbeperkt en gelijk aan de actuele koers van Akzo Nobel minus de uitoefenprijs van de gekochte calloptie minus de eerder betaalde premie.

Tijdens de looptijd van de optie kan je de volgende acties ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. winst nemen door het sluiten van je positie;
- b. winst nemen door doorrollen van je positie;
- c. beperken van je verlies door het sluiten van je positie.

Ad a

Stel dat de koers van het aandeel Akzo Nobel stijgt. Als gevolg hiervan zal ook de premie van de calloptie stijgen. Wanneer je geen verdere stijging van het aandeel verwacht, is het verstandig om de positie te sluiten door het verkopen van de calloptie. Door sluiting realiseer je een winst die gelijk is aan de ontvangen premie minus de betaalde premie en loop je geen risico meer dat de optiepremie afneemt door een daling van het aandeel Akzo Nobel en/of het verdampen van de tijdswaarde. De tijdswaarde is de waarde die men aan de optie toekent voor de kans dat deze tijdens de looptijd intrinsieke waarde krijgt. De tijdswaarde wordt vooral bepaald door de volatiliteit en de rentestand. De tijdswaarde van een optie is gelijk aan de premie van de optie minus de intrinsieke waarde.

Ad b

Bij een stijging van de premie kan je er ook voor kiezen de positie te sluiten en een deel van je winst aan te wenden voor de aankoop van een calloptie met een hogere uitoefenprijs en dus een lagere premie. Deze actie is met name verstandig wanneer je een verdere stijging verwacht maar wel een deel van je winst veilig wilt stellen.

Ad c

Wanneer je visie, namelijk een significante stijging van de koers van het aandeel Akzo Nobel, niet uitkomt en je ook niet verwacht dat dit voor de resterende looptijd van de optie het geval zal zijn is het sluiten van de positie een verstandige keuze. Zekere wanneer de optie nog waarde bevat kan het tijdig sluiten van de positie het verlies beperken. Je verlies is dan gelijk aan de betaalde premie minus de ontvangen premie bij sluiting.

5.2. Kopen van een putoptie

Een putoptie is het recht om tot een bepaald tijdstip een bepaalde hoeveelheid onderliggende waarde, bijvoorbeeld aandelen, voor een bepaalde prijs te verkopen. Je koopt een putoptie vanuit de verwachting dat de koers van de onderliggende waarde een (sterke) daling zal laten zien. Het doel is te profiteren van de hefboomwerking. D.w.z. met een naar verhouding geringe investering profiteren van de onderliggende waarde. De investering die je pleegt is de betaalde premie van de putoptie. Het risico is beperkt tot maximaal de betaalde premie van de gekochte putoptie. De opbrengst is gemaximaliseerd tot de uitoefenprijs van de gekochte putoptie minus de betaalde premie. Het break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie minus de betaalde premie.

Cijfervoorbeeld break-evenpunt

Stel dat je op 22 maart 2010 voor een bedrag van € 7,00 de volgende calloptie hebt aangekocht: ARCELOR MITTAL P 04/10 38,00. Dan wil dit zeggen dat de uitoefenprijs € 38,00 bedraagt en dat de optie de volgende maand expireert. In deze situatie is er voor gekozen om een in-the-money putoptie aan te schaffen. D.w.z. dat de uitoefenprijs hoger is als de beurskoers van het aandeel Arcelor Mittal. Op 22 maart was deze op het moment van aankoop € 30,78. Om quitte te spelen dient in ieder geval een koers te worden gerealiseerd van € 41,60, zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Koers Arcelor Mittal	31,00 (= 38 - 7)
Premie gekochte call	-7,00
Verlies/winst gekochte call	7,00
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 3 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers Arcelor Mittal < break-evenpunt (€ 31,00);
2. koers Arcelor Mittal > break-evenpunt (€ 31,00) < uitoefenprijs gekochte putoptie;
3. koers Arcelor Mittal > uitoefenprijs gekochte putoptie.

Ad 1

In dit scenario kan je winst hoog oplopen. Je oefent de gekochte putoptie uit en levert de aandelen Arcelor Mittal tegen een koers van € 38,00 ongeacht hoever de koers is gedaald. Je winst is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie minus de actuele koers van Arcelor Mittal minus de betaalde premie voor de gekochte optie.

Ad 2

Je oefent de gekochte putoptie uit. En kan derhalve aandelen Arcelor Mittal verkopen tegen de uitoefenprijs van € 38,00. In dit scenario maak je echter wel verlies aangezien de winst de putoptie kleiner is dan de betaalde premie. Je verlies is gelijk aan de betaalde premie voor de gekochte putoptie minus het verschil tussen de uitoefenprijs van de gekochte putoptie en de actuele koers van Arcelor Mittal.

Ad 3

Wanneer de koers van Arcelor Mittal hoger noteert dan de uitoefenprijs dan zal de putoptie zonder waarde expireren. Je maximale verlies bestaat uit de eerder betaalde premie.

Tijdens de looptijd van de optie kan je de volgende acties ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. winst nemen door het sluiten van je positie;
- b. winst nemen door doorrollen van je positie;
- c. beperken van je verlies door het sluiten van je positie.

Ad a

Stel dat je verwachting uitkomt. Dat wil zeggen dat de koers van het aandeel Arcelor Mittal daalt en daarmee de premie van de gekochte putoptie oploopt. Wanneer je geen verdere daling van het aandeel verwacht, is het verstandig om je positie te sluiten door het verkopen van de putoptie. Door sluiting realiseer je een winst die gelijk is aan de ontvangen premie minus de betaalde premie en loop je geen verder risico meer dat de optiepremie afneemt door een stijging van het aandeel Arcelor Mittal en/of het verdampen van de tijds waarde.

Ad b

Wanneer de premie van de putoptie stijgt, kan je er ook voor kiezen de positie te sluiten en deel van je winst aan te wenden voor de aankoop van een putoptie met een lagere uitoefenprijs met een lagere premie. Deze actie is vooral verstandig wanneer je een verdere daling verwacht maar wel een deel van je winst veilig wilt stellen.

Ad c

Wanneer je visie, namelijk een significante daling van de koers van het aandeel Arcelor Mittal niet uitkomt en je ook niet verwacht dat dit voor de resterende looptijd van de optie het geval zal zijn is het sluiten van de positie een verstandige keuze. Zeker wanneer de optie nog waarde bevat kan het tijdig sluiten van de positie het verlies beperken. Je verlies is dan gelijk aan de betaalde premie minus de ontvangen premie bij sluiting.

5.3. Bull callspread

Bij deze strategie koop en schrijf je gelijktijdig callopties op dezelfde onderliggende waarde. *(Met een geschreven calloptie neem je de verplichting op je de onderliggende waarden, bijvoorbeeld aandelen, te leveren tegen de contractuele uitoefenprijs.)* De looptijd van de gekochte en geschreven callopties is dezelfde. Het enige verschil zit in de uitoefenprijzen van de contracten. De geschreven calloptie heeft een hogere uitoefenprijs dan de gekochte calloptie. Het doel is om met de gekochte calloptie te profiteren van een stijging van de onderliggende waarde (aandelen). Door het schrijven een calloptie met een hogere uitoefenprijs ontvang je een premie waarmee de investering en dus het risico wordt verlaagd.

De investering die je pleegt is de premie van de gekochte calloptie minus de ontvangen premie van de geschreven calloptie. Het risico is beperkt tot maximaal het saldo van de betaalde en ontvangen premie. De opbrengst is het verschil tussen de uitoefenprijzen van de geschreven en gekochte calloptie minus de per saldo betaalde premie. En is derhalve gemaximaliseerd. Het break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte calloptie plus de per saldo betaalde premie.

Cijfervoorbeeld break-evenpunt

Stel dat je op 22 maart 2010 voor een bedrag van € 3,08 de volgende calloptie hebt aangekocht: BOSKALIS C 05/10 24,00. En dat je daarnaast de een calloptie hebt geschreven: BOSKALIS C 05/10 28,00. Voor de geschreven optie met een uitoefenprijs van € 28,00 welke expireert in de maand mei ontvang je een premie van € 0,40. In deze situatie is er voor gekozen om een in-the-money calloptie aan te schaffen. De geschreven calloptie is out-of-the-money. Op het moment dat de transacties werden gesloten was de beurskoers € 26,37. Om quitte te spelen dient in ieder geval een koers te worden gerealiseerd van € 26,68, zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Koers Boskalis	26,68 (= 24 + 2,68)
Premie gekochte call	-3,08
Premie geschreven call	0,40
Verlies/winst gekochte call	2,68 (= -3,08 + 0,40)
Verlies/winst geschreven call	0,00
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 4 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers Boskalis < uitoefenprijs gekochte calloptie;
2. koers Boskalis > uitoefenprijs gekochte calloptie < break-evenpunt (€ 26,68) ;
3. koers Boskalis > break-evenpunt (€ 26,68) < uitoefenprijs geschreven calloptie;
4. koers Boskalis > uitoefenprijs geschreven calloptie.

Ad 1

Zowel de gekochte als geschreven calloptie zullen waardeloos expireren. Je verlies is gelijk aan de investering en bedraagt € 2,68. Het verschil tussen de betaalde en ontvangen premie.

Ad2

Omdat de koers van het aandeel Boskalis hoger ligt als de uitoefenprijs van de gekochte calloptie (€ 24,00), zal je jouw recht uitoefenen. Je ontvangt de aandelen Boskalis tegen een koers van € 24,00 terwijl de beurskoers van Boskalis hoger ligt. In dit scenario expireert de geschreven calloptie waardeloos. Je maakt desondanks geen winst aangezien de winst op de gekochte calloptie niet opweegt tegen de eerder per saldo premie (€ 2,68). Je verlies is gelijk aan de per saldo betaalde premie (€ 2,68) minus het verschil tussen de actuele koers van Boskalis en de uitoefenprijs van de gekochte calloptie.

Ad 3

Vanwege het feit dat de koers van het aandeel Boskalis hoger ligt als de uitoefenprijs van de gekochte calloptie, zal je jouw rechten uitoefenen. Je ontvangt de aandelen Boskalis tegen een koers van € 24,00 terwijl de beurskoers van Boskalis hoger ligt. In dit scenario expireert de geschreven calloptie waardeloos. Je genereert winst aangezien de winst op de geschreven calloptieoptie groter is als de eerder per saldo betaalde premie (€ 2,68). Je winst is gelijk aan de actuele koers van Boskalis minus de uitoefenprijs (€ 24,00) van de gekochte calloptie minus de per saldo betaalde premie (€ 2,68).

Ad 4

De koper van de geschreven calloptie zal zijn recht uitoefenen. Je zult vervolgens de aandelen Boskalis moeten leveren tegen een koers van € 28,00. Om aan deze leveringsverplichting te kunnen voldoen moet je de gekochte calloptie uitoefenen, waardoor je aandelen Boskalis ontvangt tegen een koers van € 24,00. In dit scenario realiseer je maximale winst. Deze winst is gelijk aan het verschil tussen de

uitoefenprijzen van de geschreven (€ 28,00) en gekochte (€ 24,00) calloptie minus de eerder per saldo betaalde premie (€ 2,68).

Tijdens de looptijd van deze strategie kan je de volgende acties ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. niets doen;
- b. terugkopen van de geschreven calloptie;
- c. sluiten of doorrollen van de positie.

Ad a

De bull callspread is niet geschikt als instrument om binnen enkele dagen een hoge winst te realiseren. Ook bij een stijging van de koers realiseer je pas significante winst na verloop van tijd. Stel dat de koers van het aandeel Boskalis stijgt met € 1,00. Als gevolg van de stijging zal de gekochte calloptie in waarde toenemen. Daartegenover zal ook de (tijds-)waarde van de geschreven calloptie toenemen. Per saldo zal de gehele positie slechts beperkt stijgen. Pas na het verstrijken van de tijd zal de tijdswaarde verdampen en kan (maximale) winst worden gerealiseerd. Een bull callspread zal dus over het algemeen tot aan het einde van de looptijd moeten worden uitgezeten.

Ad b

Bij een bull callspread verwacht je een beperkte stijging van de onderliggende waarde (aandeel). Wanneer je na het opzetten van een bull callspread tot een ander inzicht komt en een veel sterkere stijging van de onderliggende waarde verwacht, dan kan je overwegen de geschreven calloptie terug te kopen. Door deze actie resteert de gekochte calloptie in je portefeuille waarmee je ongelimiteerd winst kunt behalen. Daartegenover wordt je investering, en daarmee je risico, wel verhoogd met de te betalen premie voor het terugkopen van de calloptie. Voorwaarde is dan de koers van het aandeel Boskalis in ieder geval dient te stijgen tot boven de uitoefenprijs van de geschreven calloptie plus de totale investering.

Ad c

Bij een sterke stijging van de koers kan de bull callspread de (bijna) maximale winst bereiken. Om deze winst te beschermen tegen een koersdaling kan je overwegen de positie te sluiten. Mocht je vervolgens toch nog een verdere stijging van Boskalis verwachten, dan kan je besluiten een nieuwe bull callspread op te zetten tegen hogere uitoefenprijzen.

5.4. Bear putspread

Bij deze strategie koop en schrijf je gelijktijdig putopties op dezelfde onderliggende waarde. *(Met een geschreven putoptie neem je de verplichting op je de onderliggende waarden, bijvoorbeeld aandelen, af te nemen tegen de contractuele uitoefenprijs.)* De looptijd van de gekochte en geschreven callopties is dezelfde. Het enige verschil zit in de uitoefenprijzen van de contracten. De gekochte calloptie heeft een hogere uitoefenprijs dan de geschreven putoptie. Het doel is om met de gekochte putoptie te profiteren van een daling van de onderliggende waarde (aandelen). Door het schrijven een putoptie met een lagere uitoefenprijs wordt de investering en daarmee het risico wordt verlaagd. De investering die je pleegt is de premie van de gekochte putoptie minus de ontvangen premie van de geschreven putoptie. Het risico is beperkt tot maximaal het saldo van de betaalde en ontvangen premie. De opbrengst is het verschil tussen de uitoefenprijzen van de gekochte en geschreven putoptie minus de per saldo betaalde premie. En is

derhalve gemaximaliseerd. Het break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie minus de per saldo betaalde premie.

Cijfervoorbeeld break-evenpunt

Stel dat je op 22 maart 2010 voor een bedrag van € 3,00 de volgende putoptie hebt aangekocht: DSM P 05/10 34,00. En dat je daarnaast een putoptie hebt geschreven: DSM P 05/10 28,00. Voor de geschreven optie met een uitoefenprijs van € 28,00 welke expireert in de maand mei ontvang je een premie van € 0,22. In deze situatie is er voor gekozen om een in-the-money putoptie aan te schaffen. De geschreven putoptie is out-of-the-money. Op het moment dat de transacties werden gesloten was de beurskoers € 32,00. Om quitte te spelen dient in ieder geval een koers te worden gerealiseerd van € 31,22 zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Koers DSM	31,22 (= 34,00 – 2,78)
Premie gekochte put	-3,00
Premie geschreven call	0,22
Verlies/winst gekochte call	2,78 (= -3,00 + 0,22)
Verlies/winst geschreven call	0,00
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 4 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers DSM < uitoefenprijs geschreven putoptie;
2. koers DSM > uitoefenprijs geschreven putoptie < break-evenpunt (€ 31,22) ;
3. koers DSM > break-evenpunt (€ 31,22) < uitoefenprijs gekochte putoptie;
4. koers DSM > uitoefenprijs gekochte putoptie.

Ad 1

In dit scenario bereik je maximale winst. De koper van de geschreven putoptie zal zijn recht uitoefenen en je zult de aandelen DSM moeten afnemen tegen een koers van € 28,00. Maar je kunt deze aandelen verkopen tegen € 34,00 door uitoefening van de gekochte putoptie. Je maximale winst is gelijk aan het verschil tussen de uitoefenprijzen van de gekochte (€ 34,00) en geschreven putoptie (€ 28,00) minus de eerder per saldo betaalde premie (€ 2,78).

Ad 2

In dit scenario loopt de geschreven putoptie waardeloos af. Omdat de koers van het aandeel DSM lager noteert als de uitoefenprijs van de gekochte putoptie zal je jouw recht uitoefenen. Daardoor kan je aandelen DSM verkopen tegen een koers van € 34,00. Aangezien je de aandelen niet in bezit hebt, is het verstandig de positie vlak voor expiratie te sluiten. Je realiseert winst aangezien de winst op de gekochte putoptie groter is dan de eerder per saldo betaalde premie (€ 2,78). Je winst is gelijk aan het verschil tussen de uitoefenprijs van de gekochte putoptie (€ 34,00) en de koers van het aandeel DSM minus de eerder per saldo betaalde premie (€34,00).

Ad 3

Ook bij dit scenario expireert de geschreven putoptie waardeloos en oefen je de gekochte putoptie uit. Je maakt verlies omdat de winst op de gekochte putoptie niet opweegt tegen de eerder per saldo betaalde premie (€ 2,78). Het verlies is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie (€ 34,00) minus de koers van DSM minus de per saldo betaalde premie (€ 2,78).

Ad 4

Zowel de geschreven als de gekochte putoptie expireren zonder waarde. Je verlies wordt gemaximaliseerd en is gelijk aan de eerder per saldo betaalde premie.

Tijdens de looptijd van deze strategie kan je de volgende acties ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. niets doen;
- b. terugkopen van de geschreven putoptie;
- c. sluiten of doorrollen van de positie.

Ad a

De bear putspread is niet geschikt als instrument om binnen enkele dagen een hoge winst te realiseren. Ook bij een daling van de koers realiseer je pas significante winst na verloop van tijd. Stel dat de koers van het aandeel DSM daalt met € 1,00. Als gevolg van de daling zal de gekochte putoptie in waarde toenemen. Daartegenover zal ook de (tijds-)waarde van de geschreven putoptie toenemen. Per saldo zal de winst van de gehele positie slechts beperkt stijgen. Pas na het verstrijken van de tijd zal de tijdswaarde verdampen en kan (maximale) winst worden gerealiseerd. Een bear putspread zal dus over het algemeen tot aan het einde van de looptijd moeten worden uitgezet.

Ad b

Bij een bear putspread verwacht je een beperkte daling van de onderliggende waarde (aandeel). Wanneer je na het opzetten van een bear putspread tot een ander inzicht komt en een veel sterkere daling van de onderliggende waarde verwacht, dan kan je overwegen de geschreven putoptie terug te kopen. Door deze actie resteert de gekochte putoptie in je portefeuille waarmee je ongelimiteerd winst kunt behalen. Daartegenover wordt je investering, en daarmee je risico, wel verhoogd met de te betalen premie voor het terugkopen van de putoptie. Voorwaarde is dan de koers van het aandeel DSM in ieder geval dient te dalen tot onder de uitoefenprijs van de gekochte putoptie minus de totale investering.

Ad c

Bij een sterke daling van de koers kan de bear putspread de (bijna) maximale winst bereiken. Om deze winst te beschermen tegen een koersstijging kan je overwegen de positie te sluiten. Mocht je vervolgens toch nog een verdere daling van DSM verwachten, dan kan je besluiten een nieuwe bear putspread op te zetten tegen lagere uitoefenprijzen.

5.5. Out-of-the-money strangle

Bij deze strategie koop je tegelijkertijd een calloptie en een putoptie op dezelfde onderliggende waarde. De uitoefenprijs van de calloptie is hoger als die van putoptie. De looptijd van beide opties is gelijk. Het doel is te profiteren van een sterke stijging of daling van de onderliggende waarde met een beperkte investering.

De investering die je pleegt is de betaalde premie voor de gekochte calloptie en voor de gekochte putoptie. Het risico is beperkt tot maximaal het saldo van de betaalde premie voor de gekochte calloptie en de betaalde premie voor de gekochte putoptie. De opbrengst is ongelimiteerd bij een sterke stijging of daling van de onderliggende waarde. Het opwaartse break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte calloptie plus de totaal betaalde premie voor de gekochte call- en putoptie. Het neerwaartse break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie minus de totaal betaalde premie voor de gekochte call- en putoptie.

Stel dat je op 22 maart 2010 voor een bedrag van € 0.75 de volgende calloptie hebt aangekocht: RANDSTAD C 05/10 38,00. En tegelijkertijd voor een bedrag van € 0,43 de volgende putoptie: RANDSTAD P 05/10 30,00. In deze situatie is zowel de calloptie als de putoptie out-of-the-money. Op het moment dat de transacties werden gesloten was de beurskoers € 34,01. Om quitte te spelen dient bij het opwaartse break-evenpunt een koers te worden gerealiseerd van € 39,18. En bij het neerwaartse break-evenpunt een koers van € 28,82, zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Opwaartse break-evenpunt

Koers Randstad	39,18 (= 38,00 + 1,18)
Premie gekochte call	-0,75
Premie gekochte put	-0,43
Verlies/winst gekochte call	1,18 (= 0,75 + 0,43)
Verlies/winst gekochte put	0,00
Verlies/winst totaal	0,00

Neerwaartse break-evenpunt

Koers Randstad	28,82 (= 30,00 – 1,18)
Premie gekochte call	-0,75
Premie gekochte put	-0,43
Verlies/winst gekochte call	0,00
Verlies/winst gekochte put	1,18 (= 0,75 + 0,43)
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 5 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers Randstad < neerwaartse break-evenpunt (€ 28,82);
2. koers Randstad > neerwaartse b.e.p. (€ 28,82) < uitoefenprijs gekochte putoptie ;
3. koers Randstad > uitoefenprijs gekochte putoptie < uitoefenprijs gekochte calloptie;
4. koers Randstad > uitoefenprijs gekochte putoptie < opwaartse b.e.p. (€ 39,18);
5. koers Randstad > opwaartse break-evenpunt (€ 39,18).

Ad 1

Je oefent de gekochte putoptie uit. En kunt daarom de aandelen Randstad verkopen tegen de uitoefenprijs van € 30,00. De gekochte calloptie expireert zonder waarde. Je totale winst is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie (€ 30,00) minus de actuele koers (< € 28,82) van Randstad minus de eerder totaal betaalde premie (€ 1,18).

Ad 2

Ook in dit scenario oefen je de putoptie uit. En kunt daarom je aandelen Randstad verkopen tegen de uitoefenprijs van € 30,00. De gekochte calloptie expireert zonder waarde. In dit scenario maak je verlies omdat de winst op de putoptie niet voldoende is om de eerder betaalde premie (€ 1,18) voor de gekochte call- en putoptie te compenseren. Je verlies is gelijk aan de eerder totaal betaalde premie minus het verschil tussen de uitoefenprijs van de gekochte putoptie en de actuele koers van Randstad.

Ad 3

In deze situatie is je verlies maximaal. Zowel de gekochte calloptie als de gekochte putoptie expireren zonder waarde. Je maximale verlies is gelijk aan de eerder totaal betaalde premie (€ 1,18).

Ad 4

In dit scenario oefen je de calloptie uit. Je ontvangt daarom aandelen Randstad tegen de uitoefenprijs van € 38,00. De putoptie expireert zonder waarde. In deze situatie maak je nog wel verlies aangezien de winst op de calloptie niet opweegt tegen de eerder betaalde premie voor de gekochte put- calloptie (€ 1,18). Je verlies is gelijk aan de eerder totaal betaalde premie voor de opties (€ 1,18) minus het verschil tussen de actuele koers van Randstad en de uitoefenprijs van de gekochte calloptie (€ 38,00).

Ad 5

Ook in deze situatie oefen je de calloptie uit. En ontvangt daarom je aandelen Randstad tegen de uitoefenprijs van € 38,00. De putoptie expireert zonder waarde. Je winst kan ongelimiteerd oplopen bij een sterke stijging van het aandeel Randstad. Je winst is gelijk aan de actuele koers van Randstad minus de uitoefenprijs van de gekochte calloptie (€ 38,00) van de gekochte calloptie.

Tijdens de looptijd van de opties kan je de volgende actie(-s) ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. niets doen;
- b. doorrollen.

Ad a

Bij toepassing van dit instrument verwacht je een sterke stijging of een sterke daling van het aandeel Randstad. Onder normale omstandigheden zal enige tijd verstrijken voordat deze sterke koersbeweging eventueel zal plaatsvinden. Je kunt in de verleiding komen te staan om bij een beperkte stijging of daling respectievelijk de call- of putoptie te verkopen en vervolgens te hopen op een tegengestelde beweging om de gehele strategie met winst af te sluiten. De kans dat deze tegengestelde beweging ook zal optreden, is normaliter zeer klein. Het is dus beter om een sterke beweging af te wachten.

Ad b

Bij een tussentijdse sterke stijging van het aandeel Randstad zal de premie van de calloptie oplopen. Om je winst gedeeltelijk veilig te stellen kan je besluiten de putoptie door te rollen. Je kunt dit doen door de putoptie te verkopen en vervolgens een putoptie met een hogere uitoefenprijs te kopen. Bij een eventuele daling zal het verlies op de calloptie gedeeltelijk gecompenseerd worden door een stijging van de premie van de putoptie. Ook bij een tussentijdse sterke daling kan je de winst gedeeltelijk veilig stellen door de calloptie door te rollen, je kunt dit doen door de calloptie te verkopen en vervolgens een calloptie met een lagere uitoefenprijs te kopen. Bij een eventuele stijging zal het verlies op de putoptie gedeeltelijk gecompenseerd worden door een stijging van de premie van de calloptie.

5.6. In-the-money strangle

Bij deze strategie koop je tegelijkertijd een calloptie en een putoptie op dezelfde onderliggende waarde. De uitoefenprijs van de putoptie is hoger als die van calloptie. De looptijd van beide opties is gelijk. Het doel is te profiteren van een sterke stijging of daling van de onderliggende waarde. De investering bij een in-the-money strangle is groter dan bij een out-of-the-money strangle. Daarentegen is bij een in-the-money strangle een kleinere stijging of daling noodzakelijk om winst te realiseren.

De investering die je pleegt is de betaalde premie voor de gekochte calloptie en voor de gekochte putoptie. Het risico is beperkt tot maximaal de totaal betaalde premie voor de gekochte call- en putoptie minus het verschil tussen de uitoefenprijs van de gekochte

putoptie en de uitoefenprijs van de gekochte calloptie. De opbrengst is ongelimiteerd bij een sterke stijging of daling van de onderliggende waarde (aandelen). Het opwaartse break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte calloptie plus de totaal betaalde premie voor de gekochte call- en putoptie. Het neerwaartse break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie minus de totaal betaalde premie voor de gekochte call- en putoptie.

Stel dat je op 24 maart 2010 voor een bedrag van € 3,45 de volgende calloptie hebt aangekocht: DELTA LLOYD C 06/10 14,00. En tegelijkertijd voor een bedrag van € 3,10 de volgende putoptie: DELTA LLOYD P 06/10 20,00. In deze situatie is zowel de calloptie als de putoptie in-the-money. Op het moment dat de transacties werden gesloten was de beurskoers € 17,47. Om quitte te spelen dient bij het opwaartse break-evenpunt een koers te worden gerealiseerd van € 20,55. En bij het neerwaartse break-evenpunt een koers van € 13,45 zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Cijfervoorbeeld break-evenpunt:

Opwaartse break-evenpunt

Koers Delta Lloyd	20,55 (= 14,00 + 6,55)
Premie gekochte call	-3,45
Premie gekochte put	-3,10
Verlies/winst gekochte call	6,55 (= 3,45 + 3,10)
Verlies/winst gekochte put	0,00
Verlies/winst totaal	0,00

Neerwaartse break-evenpunt

Koers Delta Lloyd	13,45 (= 20,00 – 6,55)
Premie gekochte call	-3,45
Premie gekochte put	-3,10
Verlies/winst gekochte call	0,00
Verlies/winst gekochte put	6,55 (= 3,45 + 3,10)
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 5 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers Delta Lloyd < neerwaartse break-evenpunt (€ 13,45);
2. koers Delta Lloyd > neerwaartse b.e.p. (€ 13,45) < uitoefenprijs gekochte calloptie;
3. koers Delta Lloyd > uitoefenprijs gekochte calloptie < uitoefenprijs gekochte putoptie;
4. koers Delta Lloyd > uitoefenprijs gekochte putoptie < opwaartse b.e.p. (€ 20,55);
5. koers Delta Lloyd > opwaartse break-evenpunt (€ 20,55).

Ad 1

Je oefent de gekochte putoptie uit. En kunt daarom de aandelen Delta Lloyd verkopen tegen de uitoefenprijs van € 20,00. De gekochte calloptie expireert zonder waarde. Je totale winst is gelijk aan de uitoefenprijs van de gekochte putoptie (€ 20,00) minus de actuele koers (< € 13,45) van Delta Lloyd minus de eerder totaal betaalde premie (€ 6,55) voor de gekochte call- en putoptie.

Ad 2

Ook in deze situatie oefen je de putoptie uit. En kunt daarom je aandelen Delta Lloyd verkopen tegen de uitoefenprijs van € 20,00. De gekochte calloptie expireert zonder waarde. In dit scenario maak je verlies omdat de winst op de putoptie niet voldoende is om de eerder betaalde premie (€ 6,55) voor de gekochte call- en putoptie te

compenseren. Je verlies is gelijk aan de eerder totaal betaalde premie (€ 6,55) minus het verschil tussen de uitoefenprijs (€ 20,00) van de gekochte opties minus het verschil tussen de uitoefenprijs van de gekochte putoptie (€ 20,00) en de actuele koers ($> € 13,45$ $< € 20,00$) van Delta Lloyd.

Ad 3

In deze situatie is je verlies maximaal. Je oefent de gekochte calloptie uit. En ontvangt daarom je aandelen Delta Lloyd tegen een koers van € 14,00. Vervolgens verkoop je de aandelen tegen een koers van € 20,00 door uitoefening van de gekochte putoptie. De winst op deze transactie is desondanks niet voldoende om de eerder betaalde premie te compenseren. Je maximale verlies is gelijk aan de eerder totaal betaalde premie (€ 6,55) minus het verschil tussen de uitoefenprijs (€ 20,00) van de gekochte putoptie en de uitoefenprijs (€ 14,00) van de gekochte calloptie.

Ad 4

In dit scenario oefen je de calloptie uit. Je ontvangt daarom aandelen Delta Lloyd tegen de uitoefenprijs van € 14,00. De putoptie expireert zonder waarde. In deze situatie maak verlies aangezien de winst op de calloptie niet opweegt tegen de eerder betaalde premie voor de gekochte put- en calloptie (€ 6,55). Je verlies is gelijk aan de eerder totaal betaalde premie voor de opties (€ 6,55) minus het verschil tussen de actuele koers ($> € 20,00$ $< € 20,55$) van Delta Lloyd en de uitoefenprijs van de gekochte calloptie (€ 14,00).

Ad 5

Ook in deze situatie oefen je de calloptie uit. En ontvangt daarom je aandelen Delta Lloyd tegen de uitoefenprijs van € 14,00. De putoptie expireert zonder waarde. Je winst kan ongelimiteerd oplopen bij een sterke stijging van het aandeel Delta Lloyd. Je winst is gelijk aan de actuele koers ($> € 20,55$) van Delta Lloyd minus de uitoefenprijs van de gekochte calloptie (€ 14,00) van de gekochte calloptie minus de eerder betaalde premies (€ 6,55).

Tijdens de looptijd van de opties kan je de volgende actie(-s) ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. niets doen;
- b. doorrollen.

Ad a

Bij toepassing van dit instrument verwacht je een sterke stijging of een sterke daling van het aandeel Delta Lloyd. Onder normale omstandigheden zal enige tijd verstrijken voordat deze sterke koersbeweging eventueel zal plaatsvinden. Je kunt in de verleiding komen te staan om bij een beperkte stijging of daling respectievelijk de call- of putoptie te verkopen en vervolgens te hopen op een tegengestelde beweging om de gehele strategie met winst af te sluiten. De kans dat deze tegengestelde beweging ook zal optreden, is normaliter zeer klein. Het is dus beter om een sterke beweging af te wachten.

Ad b

Bij een tussentijdse sterke stijging van het aandeel Delta Lloyd zal de premie van de calloptie oplopen. Om je winst gedeeltelijk veilig te stellen kan je besluiten de putoptie door te rollen. Je kunt dit doen door de putoptie te verkopen en vervolgens een putoptie met een hogere uitoefenprijs te kopen. Bij een eventuele daling zal het verlies op de calloptie gedeeltelijk gecompenseerd worden door een stijging van de premie van de putoptie. Ook bij een tussentijdse sterke daling kan je de winst gedeeltelijk veilig stellen door de calloptie door te rollen. Je kunt dit doen door de calloptie te verkopen en

vervolgens een calloptie met een lagere uitoefenprijs te kopen. Bij een eventuele stijging zal het verlies op de putoptie gedeeltelijk gecompenseerd worden door een stijging van de premie van de calloptie.

5.7. Bull putspread

Bij deze strategie koop en schrijf je putopties met dezelfde afloopdatum en dezelfde onderliggende waarde (aandelen). Het verschil zit in de uitoefenprijzen. De uitoefenprijs van de gekochte putoptie is lager als de uitoefenprijs van de geschreven putoptie. Het doel is om bij een stijgende of gelijk blijvende koers te profiteren van het verdampen van de (tijds-)waarde. Doordat je een putoptie koopt met een lagere uitoefenprijs is het risico beperkt.

Omdat de ontvangen premie voor de geschreven putoptie groter is als de betaalde premie voor de gekochte putoptie hoef je per saldo niets te investeren. Het risico is beperkt tot maximaal het verschil tussen de uitoefenprijzen van de geschreven en gekochte putopties minus de per saldo ontvangen premie. De opbrengst is maximaal het saldo van de ontvangen en betaalde premie. Het break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de geschreven putoptie minus de per saldo ontvangen premie.

Stel dat je op 24 maart 2010 voor een bedrag van € 0,60 de volgende putoptie hebt aangekocht: Koers PHILIPS P 06/10 22,00 . En dat je daarnaast een putoptie hebt geschreven: PHILIPS P 06/10 28,00. Voor de geschreven optie met een uitoefenprijs van € 28,00 welke expireert in de maand juni ontvang je een premie van € 4,50. In deze situatie is er voor gekozen om een out-of-the-money putoptie aan te schaffen. De geschreven putoptie is in-the-money. Op het moment dat de transacties werden gesloten was de beurskoers € 24,36. Om quitte te spelen dient in ieder geval een koers te worden gerealiseerd van € 24,10 zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Cijfervoorbeeld break-evenpunt:

Koers Philips	24,10 (= 28,00 – 3,90)
Premie gekochte put	-0,60
Premie geschreven put	4,50
Verlies/winst gekochte put	0,00
Verlies/winst geschreven put	3,90 (= 4,50 – 0,60)
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 4 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers Philips < uitoefenprijs gekochte putoptie;
2. koers Philips > uitoefenprijs gekochte putoptie < break-evenpunt (€ 24,10)
3. koers Philips > break-evenpunt (€ 24,10) < uitoefenprijs geschreven putoptie;
4. koers Philips > uitoefenprijs geschreven putoptie.

Ad 1

In deze situatie realiseer je het maximale verlies. De geschreven putoptie zal worden uitgeoefend door de koper en je zult aandelen Philips moeten afnemen tegen een koers van € 28,00. Door de gekochte putoptie uit te oefenen kan je deze aandelen vervolgens verkopen tegen een koers van € 22,00. Je maximale verlies is gelijk aan het verschil tussen de uitoefenprijs van de gekochte (€ 22,00) en geschreven (€ 28,00) putopties minus de eerder per saldo ontvangen premie (€ 3,90).

Ad 2

In deze situatie zal de gekochte putoptie zonder waarde expireren. De koper van de geschreven putoptie zal zijn recht uitoefenen. Je zal om die reden de aandelen Philips moeten afnemen tegen een koers van € 28,00. Dit resulteert in een verlies omdat het verlies op de geschreven putoptie groter is als de eerder per saldo ontvangen premie (€ 3,90). Je verlies is dan gelijk aan de uitoefenprijs (€ 28,00) van de geschreven putoptie minus de koers van Philips ($> € 22,00 < € 24,10$) minus de per saldo ontvangen premie (€ 3,90).

Ad 3

In deze situatie expireert de gekochte putoptie zonder waarde. Daartegenover zal de koper van de geschreven putoptie zijn recht uitoefenen. Je zult daarom aandelen Philips moeten kopen tegen een koers van € 28,00. Je realiseert winst omdat het verlies op de geschreven putoptie kleiner is als de eerder per saldo ontvangen premie (€ 3,90). Je winst is dan gelijk aan de per saldo ontvangen premie (€ 3,90) minus het verschil tussen de uitoefenprijs (€ 28,00) van de geschreven en de koers van Philips ($> € 24,10 < € 28,00$).

Ad 4

In deze situatie behaal je maximale winst omdat zowel de geschreven als de gekochte putoptie waardeloos expireren. Je winst is dan gelijk aan de per saldo ontvangen premie (€ 3,90).

Tijdens de looptijd van de contracten kan je de volgende actie(-s) ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. niets doen;
- b. sluiten of doorrollen van de positie.

Ad a

Bij dit instrument zal onder normale omstandigheden pas na het verstrijken van de tijd de tijds waarde verdampen en kan maximale winst worden gerealiseerd. Een bull callspread zal daarom in het algemeen tot het einde van de looptijd uitgezet moeten worden.

Ad b

In geval van een stijging van de koers van het aandeel Philips kan de bull callspread vroegtijdig de maximale winst bereiken. Om deze winst te beschermen tegen een koersdaling kan je overwegen de positie te sluiten. Mocht je vervolgens toch nog een verdere stijging van het aandeel Philips verwachten, dan kan je besluiten een nieuwe bull callspread op te zetten tegen hogere uitoefenprijzen.

5.8. Bear callspread

Bij deze strategie koop en schrijf je callopties met dezelfde afloopdatum op dezelfde onderliggende waarde (aandelen). Het verschil zit in de uitoefenprijzen. De uitoefenprijs van de gekochte calloptie is hoger als de uitoefenprijs van de geschreven calloptie. Het doel is om bij een dalende koers te profiteren van het verdampen van de (tijds-)waarde. Doordat je een calloptie koopt met een hogere uitoefenprijs is het risico beperkt. Omdat de ontvangen premie voor de geschreven calloptie groter is als de betaalde premie voor de gekochte calloptie hoeft je per saldo niets te investeren. Het risico is beperkt tot maximaal het verschil tussen de uitoefenprijzen van de geschreven en gekochte callopties minus de per saldo ontvangen premie. De opbrengst is maximaal het

saldo van de ontvangen en betaalde premie. Het break-evenpunt is gelijk aan de uitoefenprijs van de geschreven calloptie plus de per saldo ontvangen premie.

Stel dat je op 24 maart 2010 voor een bedrag van € 0,04 de volgende calloptie hebt aangekocht: WERELDHAVE C 06/10 76,00. En dat je daarnaast een calloptie hebt geschreven: WERELDHAVE C 06/10 60,00 . Voor de geschreven optie met een uitoefenprijs van € 60,00 welke expireert in de maand juni ontvang je een premie van € 8,32. In deze situatie is er voor gekozen om een out-of-the-money calloptie aan te schaffen. De geschreven calloptie is in-the-money. Op het moment dat de transacties werden gesloten was de beurskoers € 68,34. Om quitte te spelen dient in ieder geval een koers te worden gerealiseerd van € 24,10 zie onderstaand cijfervoorbeeld.

Cijfervoorbeeld break-evenpunt:

Koers Wereldhave	68,32 (= 60,00 + 8,32)
Premie gekochte call	-0,04
Premie geschreven call	8,32
Verlies/winst gekochte call	0,00
Verlies/winst geschreven call	8,28 (= 8,32 – 0,04)
Verlies/winst totaal	0,00

Er kunnen zich in de praktijk 4 scenario's voordoen bij expiratie, te weten:

1. koers Wereldhave < uitoefenprijs geschreven calloptie;
2. koers Wereldhave > uitoefenprijs geschreven calloptie < break-evenpunt (€ 68,32)
3. koers Wereldhave > break-evenpunt (€ 68,32) < uitoefenprijs gekochte calloptie;
4. koers Wereldhave > uitoefenprijs gekochte calloptie.

Ad 1

In deze situatie behaal je maximale winst omdat zowel de geschreven als de gekochte calloptie waardeloos expireren. Je winst is dan gelijk aan de per saldo ontvangen premie (€ 8,32).

Ad 2

In deze situatie zal de gekochte calloptie zonder waarde expireren. De koper van de geschreven calloptie zal zijn recht uitoefenen. Je zal om die reden de aandelen Wereldhave moeten leveren tegen een koers van € 60,00. Dit resulteert in een verlies omdat het verlies op de geschreven putoptie groter is als de eerder per saldo ontvangen premie (€ 3,90). Je verlies is dan gelijk aan de uitoefenprijs (€ 28,00) van de geschreven putoptie minus de koers van Wereldhave ($> € 22,00 < € 24,10$) minus de per saldo ontvangen premie (€ 3,90).

Ad 3

In deze situatie expireert de gekochte putoptie zonder waarde. Daartegenover zal de koper van de geschreven putoptie zijn recht uitoefenen. Je zult daarom aandelen Wereldhave moeten kopen tegen een koers van € 28,00. Je realiseert winst omdat het verlies op de geschreven putoptie kleiner is als de eerder per saldo ontvangen premie (€ 3,90). Je winst is dan gelijk aan de per saldo ontvangen premie (€ 3,90) minus het verschil tussen de uitoefenprijs (€ 28,00) van de geschreven en de koers van Wereldhave ($> € 24,10 < € 28,00$).

Ad 4

In deze situatie realiseer je het maximale verlies. De geschreven putoptie zal worden uitgeoefend door de koper en je zult aandelen Wereldhave moeten afnemen tegen een koers van € 28,00. Door de gekochte putoptie uit te oefenen kan je deze aandelen

vervolgens verkopen tegen een koers van € 22,00. Je maximale verlies is gelijk aan het verschil tussen de uitoefenprijs van de gekochte (€ 22,00) en geschreven (€ 28,00) putopties minus de eerder per saldo ontvangen premie (€ 3,90).

Tijdens de looptijd van de contracten kan je de volgende actie(-s) ondernemen om je winst veilig te stellen dan wel je verlies te beperken:

- a. niets doen;
- b. sluiten of doorrollen van de positie.

Ad a

Bij dit instrument zal onder normale omstandigheden pas na het verstrijken van de tijd de tijds waarde verdampen en kan maximale winst worden gerealiseerd. Een bull callspread zal daarom in het algemeen tot het einde van de looptijd uitgezeten moeten worden.

Ad b

In geval van een stijging van de koers van het aandeel Wereldhave kan de bull callspread vroegtijdig de maximale winst bereiken. Om deze winst te beschermen tegen een koersdaling kan je overwegen de positie te sluiten. Mocht je vervolgens toch nog een verdere stijging van het aandeel Wereldhave verwachten, dan kan je besluiten een nieuwe bull callspread op te zetten tegen hogere uitoefenprijzen.

5.9. Quattro

Ik volsta hier met de opmerking dat dit instrument een combinatie betreft van een bear callspread en een bull putspread. Het doel is om bij een vlakke koersontwikkeling te profiteren van het verdampen van de (tijds-)waarde. In de meest gunstige situatie zullen alle opties zonder waarde expireren en wordt de winst gevormd door de per saldo ontvangen premie.

5.10. Resumerend

De besproken optiestrategieën zouden een goed alternatief zijn geweest voor de aandelenlease producten. De belangrijkste voordelen die deze optiestrategieën hebben ten opzichte van de aandelenlease constructies, zijn:

- een veel lagere investering. Bij de optiestrategieën beperkt de inleg zich veelal tot de betaalde premies voor de put en/of callopties. Bij de aandelenlease constructies betreft dit de verschuldigde rente en het bedrag van de hoofdsom (aandelenpakket);
- de mogelijkheid tussentijds uitstappen. Deze mogelijkheid hadden de aandelenlease producten niet door de hoge kosten bij voortijdige beëindiging van het contract;
- gelimiteerd risico. Bij de optiestrategieën is het risico dat gelopen wordt gelimiteerd. Bij de aandelenlease lag er geen bodem in het verlies dat op het product kon worden gelopen.

1. Conclusies en aanbevelingen

Centraal in deze scriptie stond de vraag in hoeverre de aandelenlease affaire had kunnen worden voorkomen. En de gevolgen hiervan voor de klant zoveel mogelijk hadden kunnen worden beperkt. Teneinde op deze vraag een antwoord te kunnen geven zijn ondermeer de volgende zaken ter sprake gekomen:

- de producteigenschappen;
- het verkoopproces;
- promotie;
- de belangrijkste spelers in de aandelenlease affaire.

Op basis van wat bij voornoemde onderwerpen ter sprake is gekomen zal ik nu komen tot de belangrijkste conclusies. En voor zover mogelijk komen tot aanbevelingen.

De producteigenschappen

De door Dexia Bank Nederland N.V. destijds aangeboden aandelenlease producten kenmerkten zich door de volgende feiten:

- er werd eenzijdig gespeculeerd op een stijgende beurs;
- aan de klanten werd een zeer hoge rente in rekening gebracht, tot wel 15%;
- er lag geen bodem in het risico dat de klant liep. De producten waren niet verzekerd tegen een koersdaling;
- op veruit het grootste deel van het gevoerde productassortiment werd niet afgelost op de hoofdsom;
- er was sprake van een geringe spreiding van het risico, doordat in een beperkt aantal aandelen werd belegd;
- de hoge boete bij tussentijdse beëindiging van het contract.

Door deze kenmerken liep de klant een aanzienlijk risico. Er moest vanwege de hoge rente wel sprake zijn van een behoorlijke stijging van de stand van de AEX om breakeven te spelen. Wanneer de resultaten op de beurs in de praktijk tegenvielen kon, in geval van een aflossingsvrij product, de klant aan het einde van de looptijd worden geconfronteerd met een aanzienlijke restschuld. De aandelenlease producten waren immers niet verzekerd tegen een eventuele koersdaling.

Dexia Bank Nederland N.V. had in mijn visie de volgende aanpassingen in haar producten kunnen overwegen, teneinde het risico voor de klant zoveel mogelijk te beperken:

- het verzekeren van aandelenlease producten tegen een eventuele koersdaling door het aankopen van putopties. De premies voor deze opties hadden bijvoorbeeld kunnen worden gefinancierd vanuit het dividend. Hoe dit in de praktijk zou kunnen hebben gewerkt is in hoofdstuk 4 uitgebreid aan de orde gesteld;
- een grotere spreiding van het risico door in meer fondsen te beleggen. Daarbij had voorts een zo groot mogelijke spreiding over verschillende branches moeten plaats vinden.
- een verlaging van de boete bij tussentijdse beëindiging waardoor een klant beter had kunnen anticiperen op gewijzigde omstandigheden op de beurs. Door de hoge boete was het voor een klant vrijwel onmogelijk om een contract tussentijds te beëindigen. Dit is in hoofdstuk 3 uitvoerig ter sprake gekomen.

Het verkoopproces

Voor wat betreft de wijze waarop aandelenlease producten werden uitgerold, hebben de assurantietussenpersonen en call centers een zeer dubieuze rol gespeeld. Door deze partijen werden in de praktijk de grenzen opgezocht aan wat een klant maximaal financieel kon dragen.

Dit werd destijds ingegeven door de provisiestructuur die door Dexia Bank Nederland N.V. werd gehanteerd. De hoogte van de provisies waren gerelateerd aan de verschuldigde maandtermijn op de aandelenlease contracten die door hen werden afgesloten. Deze provisies konden wel oplopen tot een bedrag van maximaal 12 maandtermijnen.

Het was voor de assurantietussenpersonen en call center medewerkers dan ook uiterst lucratief om contracten met een zo hoog mogelijke maandtermijn af te sluiten. Dexia Bank Nederland N.V. had er naar mijn mening beter voor kunnen kiezen de volgende invulling te geven aan de provisiestructuur:

- het verrichten van nabel acties op de acquisitie activiteiten van assurantietussenpersonen en call center medewerkers. Wanneer uit het gesprek met een klant zou blijken dat deze onvolledig dan wel fout was voorgelicht, had er achteraf alsnog een correctie op de contractaanvraag kunnen plaats vinden of had deze kunnen worden vernietigd. En had de verantwoordelijke kunnen worden aangesproken. Van het toekennen van een provisie was in deze situatie vanzelfsprekend geen sprake meer;
- het niet ineens, maar gedurende de looptijd van het contract geleidelijk uitkeren van de provisie. Wanneer achteraf uit feiten mocht blijken dat een assurantietussenpersoon of call center medewerker onzorgvuldig was geweest bij het afsluiten van een aandelenlease contract was er aldus de mogelijkheid een gedeelte van de provisie niet uit te betalen. Door het per direct stop zetten van de periodieke uitkering.

Door voornoemde handelwijze zou de kwaliteit van de dienstverlening mijns inziens meer geborgd zijn geweest. Immers eventuele wanprestaties werden door assurantietussenpersonen en call center medewerkers direct hun portemonnee gevoeld.

Overigens zij hier nog opgemerkt, dat naast een goede voorlichting over een product, de kwaliteit van het verkoopondersteunend materiaal van cruciaal belang is bij een weloverwogen beslissing tot aanschaf. Bij Dexia Bank Nederland N.V. was de kwaliteit van dit materiaal op zijn minst discutabel.

Promotie

De informatie in de productfolders kenmerkte zich ondermeer door:

- onduidelijkheden over de verplichtingen die werden aangegaan;
- onduidelijkheden over de risico's die waren verbonden aan het product;
- onduidelijkheden over de eigenschappen van het product;
- onrealistische koerswinst prognoses;
- ontbreken van verliesscenario's;
- het gebruik van schijnzekerheden.

Het kwam er in de kern op neer dat de informatie niet toereikend was voor het nemen van weloverwogen beslissingen, waarbij alle risico's werden overzien. En waarbij niet duidelijk was welke verplichtingen werden aangegaan.

De productfolders hadden destijds in ieder geval op de volgende punten moeten worden aangepast:

- een duidelijke uiteenzetting van de kosten die waren verbonden aan het product. Het totale rentebedrag, het bedrag van de niet afgeloste hoofdsom en de eventuele optiepremies;
- de koersontwikkelingen waarbij breakeven werd gespeeld;
- het verwerken van actuele ontwikkelingen in de koerswinstprognoses. Het was destijds in de beleggers wereld bekend, dat de aandelen overgewaardeerd waren. De koerswinsten waren niet in overeenstemming met de bedrijfswinsten.
- het opnemen van verliesscenario's en hun financiële consequenties;
- indien van toepassing een duidelijk uitleg van de gebruikte instrumenten (opties). En de wijze waarop deze waren toegepast op het product.

De belangrijkste spelers in de aandelenlease affaire

De kern van de aandelenlease affaire betreft het feit, dat er door Dexia Bank Nederland N.V. op grote schaal uiterst risicovolle financiële producten aan klanten werden verkocht. En waarbij werd verzuimd deze risico's aan hen kenbaar te maken. Wanneer dit overigens wel zou zijn gebeurd zou de omzet van Dexia Bank Nederland N.V. zeer waarschijnlijk vele malen lager hebben gelegen.

Dexia Bank Nederland N.V. heeft mijns inziens door deze handelswijze duidelijk blijk gegeven van een korte termijnvisie. Zoveel mogelijk omzet genereren in een korte tijd. Vanuit haar expertise had zij kunnen weten dat aan de euforie op de aandelenbeurs op enig moment een einde zou komen. In de tweede helft van de jaren negentig was zij zich hier zelfs van bewust. Intern was bekend dat er sprake was van een overwaardering van de aandelenkoersen. Zij had toen stappen kunnen ondernemen. Bijvoorbeeld door de aandelenlease contracten van een klant te verzekeren (putoptie) tegen een koersdaling. De financiering had kunnen plaatst vinden uit de verkoopopbrengst van een winstgevend contract.

Echter had Dexia bank Nederland N.V. tot dergelijke acties besloten, dan had zij zeker slapende honden wakker gemaakt. Wat er dan zou zijn gebeurd is giswerk. Mogelijk dat de meerderheid van de klanten dan had besloten hun contracten en masse op de beurs te gelde te maken. Wat dan achteraf een goede beslissing zou zijn geweest. Ook zou dit mogelijk hebben geresulteerd in een groot aantal rechtszaken. De juridische perikelen die Dexia bank Nederland N.V. later zou ondervinden, zouden dan naar voren zijn geschoven.

De klanten gaan in het aandelenlease debacle ook niet geheel vrijuit. Ook zij hadden destijds acties kunnen ondernemen. Ondermeer door zich voor het afsluiten van een aandelenlease contract de noodzakelijke beleggingskennis toe te eigenen. En door het formuleren van kritische vragen. Zie pagina 32 paragraaf 4.2 voor een overzicht van deze vragen.

De acties die de minister van Financiën destijds heeft ondernomen, waren er met name op gericht de gevolgen van het aandelenlease debacle voor de klanten van Dexia Bank Nederland N.V. te beperken. Daarbij is de minister enigszins tekort geschoten. Zie het rekenvoorbeeld op pagina 35 (paragraaf 4.3 Minister van Financiën).

De DNB en AFM ten slotte hadden een louter registerende rol. Zie resp. par. 4.4 en 4.5.

2. Bronnen

Literatuur

- Van Baalen, S.B., Zorgplichten in de effectenhandel, 1^e druk, Deventer 2006*
- Cohen, A., Beleggen, het complete handboek, 2^e druk, Amsterdam/Antwerpen 2007
- Van Luyn, M., Effecten van de zorgplicht, 1^e druk, Deventer 2004
- Van Oostvoorn, M., Beleggen met opties, 2^e druk, Amsterdam 2007
- Ots, H.J., Aandelen, obligaties en derivaten, 1^e druk, Amsterdam 2005
- Rila, M., Het groot beleggers handboek, 11^e druk, Rijswijk 2007
- Rila, M., Beleggen in aandelen & obligaties, 1^e druk, Rijswijk 2004
- Roelofs, C., Schijnwerper op het bedrog van Legio-Lease en de rol van onze rechtspraak, 1^e druk, 2009*

* Wel bestudeerd, maar niet meegenomen mijn scriptie. Zie mijn inleiding.

Internetlinks

- www.afm.nl
- www.dexiabank.nl
- www.dnb.nl
- www.delorijn.com
- www.platformaandelenlease.nl
- www.wikipedia.nl

Daarnaast heb ik in grote mate gebruik gemaakt van de kennis die ik van de materie heb als ex-medewerker van Dexia Bank Nederland N.V.