Advies inzake het arrest van het gerechtshof Amsterdam
inzake Couturier/Dexia van 1 april 2014
Auteur: Prof. Dr. J. Koelewijn

Inleiding

Leaseproces B.V. te Amsterdam heeft mijn opinie als deskundige op het gebied van beleggen in het algemeen en het aanbieden van beleggingsproducten aan consumenten in het bijzonder gevraagd ten aanzien van overwegingen nr. 3.17 en nr. 3.18 in bovengenoemd arrest, voor zover deze betrekking hebben op mijn vakgebied (hierna: 'het arrest').

Ik heb daartoe kennis genomen van de volgende stukken:

- het bovengenoemde arrest;
- de in het arrest genoemde contracten AEX Plus Effect en Capital Effect, alsmede de daarbij behorende voorwaarden en informatiemateriaal;
- het in het arrest genoemde rapport van prof. dr. M. Damm d.d. 16 september 2013;
- het in het rapport van prof. Damm genoemde contract Winstverdriedubbelaar alsmede de daarbij behorende voorwaarden en informatiemateriaal;

Ik ben van mening dat ik als deskundige op bovengenoemd gebied over voldoende relevante kennis en ervaring beschik om een deskundig oordeel te kunnen geven over de overwegingen van het gerechtshof, voor zover deze mijn vakgebied betreffen. Ik verwijs in dit verband naar mijn CV dat aan dit rapport is gehecht (bijl. 1).

Voor zover er in het kader van mijn onderzoek relevante verschillen zijn tussen de in het arrest genoemde producten AEX Plus Effect en Capital Effect enerzijds en het in het rapport van prof. Damm genoemde product Winstverdriedubbelaar anderzijds, heb ik daarmee in het navolgende rekening gehouden.

De overwegingen van het hof

Ik beperk mijn Opinie tot de volgende overwegingen van het hof (zakelijk weergegeven):

1. Couturier meent dat aan de leaseovereenkomsten de volgende beleggingstechnische gebreken kleven:
   (i) de samenstelling van de portefeuille is onvoldoende gespreid; het zijn drie of vier fondsen, terwijl het tien tot twintig fondsen zouden moeten zijn;
   (ii) feitelijk is het onmogelijk de leaseovereenkomsten tussentijds te beëindigen of de aandelen om te wisselen;
   (iii) gezien de hoge rente op de lening bestaat een (zeer) geringe mogelijkheid om rendement te maken;
   (iv) de leaseovereenkomsten bieden geen mogelijkheid om koersverliezen af te dekken.

2. Dexia heeft vanaf medio 1992, rechtstreeks of door tussenkomst van tussenpersonen, verschillende soorten effectenleaseovereenkomsten aangeboden aan consumenten. De vóór medio 1998 gesloten overeenkomsten waren veelal (ook) voor de afnemers profijtelijk. Voor vele later gesloten overeenkomsten veranderde dat toen de koersen langdurig en sterk daalden. De AEX-index daalde van september 2000 tot mei 2003 van 700 tot 270 punten.

3. Het historische rendement op aandelen in de periode 1980 tot 2000 was 18,4% per jaar, zo volgt uit het rapport van prof. Damm. Afgemeten aan dat historische rendement was een profijtelijke uitkomst van de leaseproducten van Dexia niet zo onaannemelijk dat Dexia Couturier willens en wetens uit winstbejag een veel te riskant product heeft verkocht.

4. Voorts geldt dat van Dexia als aanbieder van leaseproducten in redelijkheid niet mag worden verwacht dat zij de zeer sterke koersdaling in 2001 en 2002 als gevolg van 9/11 en het uiteenspatten van de internetzeepbel voorzag.

5. Couturier beroept zich m.b.t. de beleggingstechnische gebreken integraal op de conclusies van prof. dr. M. Damm van 16 september 2013. Uit dat rapport volgt dat het gemiddelde rendement in de periode 1980 tot 2000 18,84% was. Damm schat voor de Winstverdriedubbelaar de kans dat de opbrengst van de aandelen onvoldoende is om de leasesom (aankoopbedrag en rente) terug te betalen op bijna 40%, uitgaande van een verwacht rendement van 8,87% per jaar, zijnde het gemiddelde rendement in de periode 1900-2000. Dit betekent dat ook bij het voorzichtige rendementspercentage van 8,87% dat Damm hanteert, de kans op winst ruim 60% was.

6. Het verschil tussen de Labouchere herbeleggingsindex en de AEX-index is dat in de Labouchere herbeleggingsindex de dividenduitkeringen worden verwerkt. De opbrengst (inclusief ontvangen dividenduitkeringen) van de aandelen bij de Capital Effect overeenkomsten bedroeg 91,1% van de oorspronkelijke aankoopbedragen en bij de AEX Plus 92,3%. Het geringe verschil van 1,2% biedt geen steun aan het betoog van Couturier dat de verliezen voor een belangrijk deel een gevolg zijn van de geringe spreiding, maar rechtvaardigt de conclusie dat deze het gevolg zijn van langdurige en verregaande koersdaling bij (vrijwel) alle beursfondsen.

7. De stelling van Couturier dat de Dexia producten veel meer risico in zich droegen dan het 'gewoon' beleggen met geleend geld wordt niet gevolgd. Bij de vaststelling van de mate van eigen schuld hoeft dan ook geen rekening te worden gehouden met een veel hoger risico dan een normaal beleggersrisico.

8. De door Couturier gestelde beleggingstechnische gebreken zijn volledig kenbaar uit de overeenkomsten.

9. Op Dexia rustte dan ook geen verdergaande informatie- en waarschuwingsplicht dan door de rechtspraak reeds is aangenomen (hiermee wordt bedoeld dat alleen gewaarschuwd hoefde te worden voor het risico van een restschuld). Dexia hoefde Couturier niet specifiek te wijzen op en te waarschuwen voor de genoemde "'beleggingstechnische gebreken'.

BEOORDELING

10. In het onderstaande zal ik enkele malen citeren uit het AFM-rapport 'Aandelenlease: niet bij rendement alleen', waarvan ik medeauteur was. Ik zal dit rapport hierna aanduiden als 'het AFM-rapport'. Ik sluit een kopie van het rapport als bijlage 2 bij. Ik meld voor alle duidelijkheid dat de AFM bij het onderzoek alleen publiek beschikbare informatie heeft gebruikt. De resultaten zijn bijgevolg volledig reproduceerbaar.

11. In het arrest worden door het hof verschillende uitspraken gedaan die ik als deskundige op het gebied van beleggen en het aanbieden van beleggingsproducten aan consumenten niet kan onderschrijven.

Om te beginnen wijs ik op de suggestie in randnummer 3 dat een positief rendement (van de betreffende Dexia-producten) niet geheel onaannemelijk was gezien het historische rendement op aandelen in de periode 1980 tot 2000.

12. Een gunstig koersverloop in een bepaalde periode heeft geen enkele voorspellende waarde voor een gunstige koersontwikkeling in de jaren daarna. Daar komt in dit geval nog bij dat er juist alle aanleiding was om rekening te houden met een sterke daling van de koersen. In de periode vanaf 1996, toen de aandelenleaseproducten in de markt werden gezet, waren de koersen van aandelen namelijk extreem overgewaardeerd geraakt en was er sprake van wat deskundigen 'irrational exuberance' noemen. De aandelenkoersen werden opgejaagd door een dalende rente en een groeiende economie. Vooral na 1995 steeg de waardering van aandelen zeer sterk. Er was een klassieke hype ontstaan.

    Door autoriteiten en deskundigen werd daarom in die tijd gewaarschuwd voor het verhoogde risico van een correctie en sterk dalende koersen. De crash van 1987, toen de koersen met 40 procent daalden, lag nog vers in het geheugen. Een dergelijke crash kan zich op ieder moment voordoen, zoals de geschiedenis leert. Ik wijs bijvoorbeeld op de crash in de VS in 1973 en 1974 toen de beurs met meer dan 50 procent daalde en de crash in Japan in 1990 toen de beurs met 44 procent daalde. De suggestie van het hof is dus bepaald onjuist, de feiten spreken voor zich.

13. De beantwoording van de vraag of Dexia Couturier willens en wetens uit winstbejag een veel te riskant product heeft verkocht valt m.i. buiten mijn opdracht. Wel kan ik op dit punt vermelden dat als mevrouw Couturier een gokje op de beurs had willen wagen, want anders ik kan de Dexia producten niet kwalificeren, Dexia haar beter call opties op de betreffende fondsen had kunnen aanbieden. De winst van Dexia was dan weliswaar lager geweest, maar de investering van mevrouw Couturier was dan eveneens lager geweest, terwijl haar kans op een positief rendement groter was geweest en de kans op een restschuld nihil.

14. Ook de stelling in randnummer 4 dat van Dexia als aanbieder van leaseproducten in redelijkheid niet mag worden verwacht dat zij de zeer sterke koersdaling in 2001 en 2002 als gevolg van 9/11 en het uiteenspatten van de internetzeepbel voorzag, kan ik niet onderschrijven.

    Van een professionele aanbieder van beleggingsproducten kan inderdaad niet worden verwacht dat zij een crash kan voorspellen, maar mag wel worden verwacht dat zij met de mogelijkheid van een crash rekening houdt en haar klanten, zeker als dat onervaren consumenten betreft, tegen de gevolgen van een crash een zo goed mogelijk bescherming biedt. Een crash kan zich immers op elk moment voordoen, zoals ik hierboven al heb aangegeven. En juist die bescherming heeft Dexia, gezien de structuur van haar producten, niet geboden, waardoor haar cliënten op volstrekt onverantwoorde wijze werden blootgesteld aan het risico van dalende koersen of een crash.

15. In randnummer 5 wordt gesteld dat ook bij het voorzichtige rendementspercentage van 8,87% dat Damm hanteert, de kans op winst ruim 60% was.[1] Voor het geval het hof hiermee wil suggereren dat een product met een 60% kans op winst nog niet zo slecht is, wijs ik erop dat deze kans op winst in geen enkele verhouding staat tot het risico waaraan de afnemer werd blootgesteld. Geen redelijk handelende professionele aanbieder van beleggingsproducten zou zijn klanten een dergelijk product aanbieden.

[1] Waar Damm op pagina 7, eerste alinea, een winstkans van 40% noemt is dat een kennelijke verschrijving.

Overigens is door Damm niet gesteld dat de kans op winst 60% was, maar dat er een kans van 40% was dat de aandelen op de einddatum minder waard waren dan bij de aanvang. Om van winst te spreken moet ook rekening worden gehouden met de in rekening gebrachte rente (zie rapport Damm, pagina 14 onder ii). De kans op verlies is dan volgens Damm 49% en de kans op winst slechts 51%. Ik merk daarbij nog op dat van werkelijke winst pas gesproken kan worden als een hoger rendement behaald wordt dan de 4% die indertijd op een spaarrekening werd gehaald. Als men met deze factoren rekening houdt, is de kans op een positief rendement kleiner dan 50%.[2]

Dit gegeven is geheel in lijn met de conclusie in het AFM-rapport dat als de leasebelegger leent tegen een rente van 12% en men uitgaat van een (realistisch) rendement voor aandelen op de lange termijn van 8%, hij weinig kans heeft op een positief resultaat (1.1, p. 5). De AFM geeft op pagina 11 ook nog aan dat als wordt gerekend met een rendement 9,9% en een goed gespreide portefeuille de kans op verlies nog steeds 42% is.

16. In randnummer 6 signaleert het hof dat de opbrengst van het Capital Effect contract dat de betreffende consument had afgesloten 91,1% was en de opbrengst van de AEX Plus contract 92,3%. Het hof concludeert daar uit dat het geringe verschil van 1,2% het gevolg is van langdurige en verregaande koersdaling bij (vrijwel) alle beursfondsen.

    Voor het geval het hof hiermee wil zeggen dat hieruit geconcludeerd kan worden dat een geringe spreiding over slechts vier fondsen (zoals bij het product Capital Effect) in het algemeen geen extra risico oplevert ten opzichte van een goede spreiding (zoals bij het product AEX Plus), wijs ik erop dat die conclusie onjuist is. Een dergelijke conclusie kan niet uit één specifieke situatie worden getrokken. Onder deskundigen is het communis opinio dat een geringe spreiding wel degelijk een extra risico oplevert. Ik verwijs naar het rapport Damm (4.2) en naar het AFM-rapport, waaruit ik het volgende citeer (p. 7):

    > Vrijwel alle in de praktijk bestaande elementaire leaseplannen beleggen het geld in een mandje met ten hoogste vijf aandelen. Een dergelijk mandje is minder goed gespreid dan een index waarin veel meer aandelen zijn opgenomen. Omdat deze mandjes minder goed gespreid zijn, ontstaat een groter risico. Als gevolg van dit grotere risico is de kans op niet-break-even hoger, ondanks het feit dat deze mandjes blijkens onze berekeningen in de onderzochte periode een hoger rendement hadden. Het extra rendement gaf onvoldoende compensatie voor het risico.

17. In randnummer 7 zegt het hof dat dat de stelling dat de Dexia producten veel meer risico in zich droegen dan het 'gewoon' beleggen met geleend geld niet wordt gevolgd. Ik kan hierover het volgende verklaren.

    Beleggen in aandelen is per definitie risicovol. Beleggen met geleend geld is extra riskant, vanwege onder meer de hefboomwerking en de rentekosten. Bij het klassieke beleggen met geleend geld wordt door de bank een effectenkrediet verstrekt, waarbij de gekochte aandelen als onderpand dienen. In het algemeen wordt de effectenportefeuille bevoorschot met (maximaal) 70% van de waarde van de effecten. Als ten gevolge van koersdalingen de dekkingswaarde beneden de kritische grens van 70% daalt, krijgt de klant een zogenaamde *margin call*. Hij moet het tekort dan aanvullen of een deel van de portefeuille liquideren. Hiermee wordt het risico voor zowel de bank als de klant beperkt.
    Ondanks deze risicobeperking blijft beleggen met geleend geld een uitermate speculatieve bezigheid die alleen maar geschikt is voor de belegger met verstand zaken, die tijd en interesse

[2] Ook in het AFM rapport is opgenomen dat de gederfde spaarrente bij het bepalen van het rendement als component moet worden meegenomen.

heeft om de markt te volgen, zodat hij bij dalende koersen snel kan ingrijpen, en die bereid en in staat is om in voorkomende gevallen zijn verlies te nemen.

18. Aandelenleaseproducten zijn nog weer aanzienlijk riskanter dan het klassieke beleggen met geleend geld, met name vanwege de volgende extra risicofactoren:

    a. de kans op verlies is veel groter vanwege de te geringe spreiding; als één aandeel crasht, en dat is een reëel risico waarmee altijd rekening moet worden gehouden, kan het verlies met de andere aandelen niet meer goedgemaakt worden en ontstaat per definitie additioneel verlies;
    b. bij dalende koersen is er geen mogelijkheid om het verlies te beperken vanwege de prohibitieve boete bij voortijdige beëindiging van het contract en het ontbreken van de mogelijkheid om koersverliezen af te dekken.
    Een gouden regel bij beleggen in aandelen is dat men bij koersdalingen zijn verlies op een bepaald moment moet beperken, omdat de verliezen anders onverantwoord kunnen oplopen. De koersdaling van fondsen zoals Ahold, KPN en Fortis van enkele jaren geleden spreken voor zich. Daarom werken professionele beleggers en de meeste niet-professionele beleggers doorgaans met zgn. stop-loss orders, d.w.z. dat een aandeel automatisch verkocht wordt als de koers onder een bepaald niveau daalt.
    c. de geringere kans op een positief rendement vanwege de hogere rente die in rekening werd gebracht (ca. 12% tegen over ca. 7%).

19. Iedere deskundige zal daarom bevestigen dat de Dexia producten fors riskanter zijn dan gewoon beleggen (al dan niet met geleend geld). Ik verwijs in dit verband met name ook naar het rapport van prof. Damm. Dat dit niet zo zou zijn, valt m.i. dan ook niet serieus vol te houden.

20. In randnummer 8 zegt het hof dat de in randnummer 1 genoemde beleggingstechnische gebreken (voor de consument) volledig kenbaar zijn uit de overeenkomsten.

    Alvorens hierop in te gaan wil ik wijzen op mijn kennis en ervaring op het gebied van aandelenlease. Ik heb de aandelenlease-affaire beroepshalve van nabij gevolgd. Van 1996 tot eind 1999 was ik hoofd beleggingsstrategie van IRIS, de joint-venture van de Rabobank en Robeco. Binnen de groep is zeer veel kennis en ervaring aanwezig op het gebied van de financiële geletterdheid van consumenten. Ook Robeco heeft geëxperimenteerd met een (overigens veel minder risicovol) aandelenleaseproduct, maar is daarmee gestopt na 200 contracten te hebben verkocht.

    Daarnaast verzorgde ik in die tijd een wekelijkse radiorubriek over beleggen en gaf ik frequent lezingen voor medewerkers van Rabobanken en andere professionele partijen en ook voor particulieren. Verder gaf ik trainingen aan tussenpersonen in de financiële branche. Bij deze activiteiten kreeg ik veelvuldig vragen voorgelegd over beleggen en beleggingsproducten en met name aandelenleaseproducten. Uit de frequente vragen over aandelenleaseproducten is mij in die tijd gebleken hoe weinig mensen de risico's van deze producten werkelijk snapten. Dat gold niet alleen voor particulieren maar ook voor personen die zich beroepshalve bezighielden met het adviseren over financiële zaken.

    Tot slot heb ik tijdens mijn dienstverband bij de AFM onderzoek gedaan naar aandelenlease en was ik mede-auteur van het AFM rapport 'Aandelenlease: niet bij rendement alleen'.

21. Op grond van mijn kennis en ervaring kan ik verklaren dat het een illusie is om te denken dat de doorsnee consument, die geen ervaring heeft met beleggen, deze risico's kan snappen, hoe hard hij ook op de contracten studeert. Bovendien ontbreken in de in het informatiemateriaal getoonde

scenario's slechte c.q. negatieve rendementen, terwijl de voorgespiegelde positieve rendementen gebaseerd waren op consistent hoge koersstijgingen, hetgeen niet realistisch is zoals de feiten uitwijzen.

22. Ik wijs in dit verband nogmaals op het fenomeen financiële ongeletterdheid. Uit een overweldigende hoeveelheid academische- en andere onderzoeken blijkt dat de kennis van de financiële consument zeer laag is. Ik verwijs naar de literatuur hierover, zoals bijvoorbeeld par. 2.10.2 in 'De geïnformeerde consument' van 't Hart en Du Perron, Kluwer 2006 (bijlage 3) en het essay 'De belegger door de ogen van de rechter' van Brugman en Schonewille en de daarin aangehaalde literatuur, Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2012, Kluwer 2012 (bijlage 4). Deze informatie en mijn eigen ervaring zoals genoemd in randnummer 20 leiden tot de conclusie dat het begripsvermogen van de afnemers van Dexia producten door het hof veel te hoog is ingeschat.

23. Als het hof bedoelt dat uit het contract Capital Effect kenbaar was dat in slechts vier fondsen werd belegd en dat men tussentijds de facto niet uit kon stappen, dan is dat op zich natuurlijk juist, maar daar gaat het niet om. Het gaat er om dat je moet weten dat een spreiding over slechts vier fondsen een extra risico inhoudt en dat je bij dalende koersen het verlies niet oneindig kunt laten oplopen maar bij een bepaald koersniveau de aandelen van de hand *moet* doen om grote verliezen te voorkomen. Die laatste mogelijkheid had de afnemer van leaseproducten niet en om het daaraan verbonden (extreme) risico te snappen moet men kennis van beleggen hebben, die de doorsnee consument niet heeft.

24. Tot slot ga ik nog in op randnummer 9, waar het hof zegt dat Dexia de klant niet specifiek hoefde te wijzen op en te waarschuwen voor de genoemde beleggingstechnische gebreken. Dit betreft een juridische uitspraak die niet onder mijn competentie valt. Ik wil er slechts (nogmaals) op wijzen dat deze beleggingstechnische gebreken voor consumenten zonder kennis van beleggen niet kenbaar waren.

Den Dolder, 14 juni 2015

Curriculum Vitae

Prof. dr. Jaap Koelewijn
Paltzerweg 297
3734 CM Den Dolder

Telefoon: 030 228 44 68 (zakelijk), 030 691 91 58 (privé)
Mobiel: 06 45 65 20 27
koelewijn@financieel-denkwerk.nl

Geboren 11 mei 1956 te Amsterdam

Financieel Denkwerk dr. Jaap Koelewijn BV
Zelfstandig adviseur (full-time in 2000 en sinds 1 april 2003, part-time (80%) vanaf januari 2001 tot 31 maart 2003). Part-time hoogleraar Corporate Finance aan Nyenrode Business Universiteit.

Profiel

Jaap Koelewijn studeerde algemene economie voordat hij promoveerde op bankentoezicht aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Vervolgens was hij werkzaam in de financiële dienstverlening, in verschillende onderzoeksfuncties. Bij MeesPierson werkte hij als vermogensbeheerder en beleggingsanalist voor de Europese financiële sector. Hij werd Hoofd Strategie/Onderdirecteur research bij IRIS, een samenwerkingsverband tussen de Rabobank en Robeco, en vervolgens Hoofd Onderzoek bij de Autoriteit Financiële Markten. Naast zijn vakkennis is hij bekwaam in het leiden van teams van professionals en het uitvoeren van verschillende managementtaken.

Sinds 2000 is hij actief als zelfstandig adviseur binnen zijn eigen bedrijf, genaamd Financieel Denkwerk. In zijn werk combineert hij zijn wetenschappelijke achtergrond met zijn kennis van de financiële praktijk en deskundigheid op het gebied van toezicht. Zijn expertise ligt voornamelijk op het terrein van corporate finance, beleggen en daaraan gerelateerde wet- en regelgeving, evenals integriteitsvraagstukken. Hij doet uitgebreid onderzoek, komt met goed onderbouwde meningen en voorziet zijn cliënten van advies.

Als zelfstandig adviseur geeft hij op hoog niveau trainingen aan professionals (postdoctoraalstudenten, compliance officers, beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders) en voert hij onderzoeken uit voor grote accountantskantoren, financiële instituties, advocatenkantoren, het Openbaar Ministerie en regulerende instanties. Ook voorziet hij deze partijen veelvuldig van managementadvies. Zelf heeft hij ook verschillende uitvoerende taken, als lid van een aantal visitatiecommissies en besturen. Daarnaast verschijnt vaak werk van zijn hand in de media, zoals zijn wekelijkse column in het Financieele Dagblad.

Jaap werd op 15 april 2007 benoemd tot hoogleraar Corporate Finance aan Nyenrode Business Universiteit (part-time, 0,2). Zijn deskundigheid ligt voornamelijk op corporate governance in

het algemeen, met speciale aandacht voor corporate governance bij financiële instellingen. Sinds september 2012 is hij managing professor (0,1) aan de Postgraduate School of Risk Management for Financial Institutions van de Vrije Universiteit.

Over professionele activiteiten:

- Lid raad van toezicht twee pensioenfondsen (DHV 2009 – 2015 en SPW 2008 - 2011)
- Visitatie pensioenfondsen TNO, VolkersWessels, Peek & Cloppenburg en Medewerkers Notarissen
- Lid van de raad van toezicht/advies van drie beleggingsmaatschappijen (Van Boom & Slettenhaar, Nederlandse Beleggingsmaatschappij voor Zeeschepen, Social Fiannce en The Index People)
- Lid adviescommissie beleggingen van Hoogovens Pensioenfonds Pensioenfonds en, Yarden Verzekeringen, en Bovemij Verzekeringen)
- Adviserend econoom bij Wealth Management Partners
- Lid bestuur Taxatie Management Instituut
- Commissaris/bestuurder bij Cardano Development

Overige activiteiten:

- Lid Auditcommissie Maag Lever Darm Stichting; 2008 -2014
- Hoofdredacteur VBA journaal, verenigingsblad van de beroepsvereniging voor beleggingsprofessionals

Specifieke ervaring als gerechtelijk/partijdeskundige

Sinds 2003 treed ik met enige regelmaat op als gerechtelijk c.q. partijdeskundige. Ik heb een kleine 60 zaken gedaan. Deze hadden betrekking op beleggen/zorgplicht; waardering van financiële activa; rentevergoedingen; complexe financiële producten, performancemeting, aanvaardbare kosten bij vermogensbeheer; goverance en voorwetenschap.
Ik sta ingeschreven bij het LRGD:

Dhr. prof. dr J. Koelewijn
Geregistreerd onder nummer D0074
Vakgebied: Financiële sector bedrijfsleven sinds 1986
Specialisaties: Financiering en belegging, financieel toezicht en corporate governance
Juridische opleiding(en): JPAO Universiteit Leiden, Gerechtelijke Deskundige (2006)
Kwalificerend: Deze deskundige is geregistreerd op basis van de Regeling Kleine

WERKERVARING

2001-april 2003 **Autoriteit Financiële Market, Amsterdam: Hoofd Onderzoek (80%)**
Onderzoek naar de strategische verandering binnen de financiële sector met betrekking tot regulering. Onderzoek naar vertrouwelijkheid en transparantie bij regulerende instanties, wetgeving op het gebied van beursgangen, effectenlease, in-house matching; het opzetten van een systeem voor kennisbeheer; publicaties over aflossingsvrije hypotheken en het maken van presentaties voor instellingen, hogescholen en universiteiten.

1996-1999 **IRIS BV / Robeco NV, Rotterdam: Hoofd Strategie en Onderzoek, Vice-President**
Verantwoordelijk voor zowel de inhoud van onderzoek als het onderhouden van externe contacten. Gaf leiding aan een team van professionals, reorganiseerde de afdeling en ontwikkelde nieuwe concepten en producten. Het onderhouden van aandelenportefeuilles.

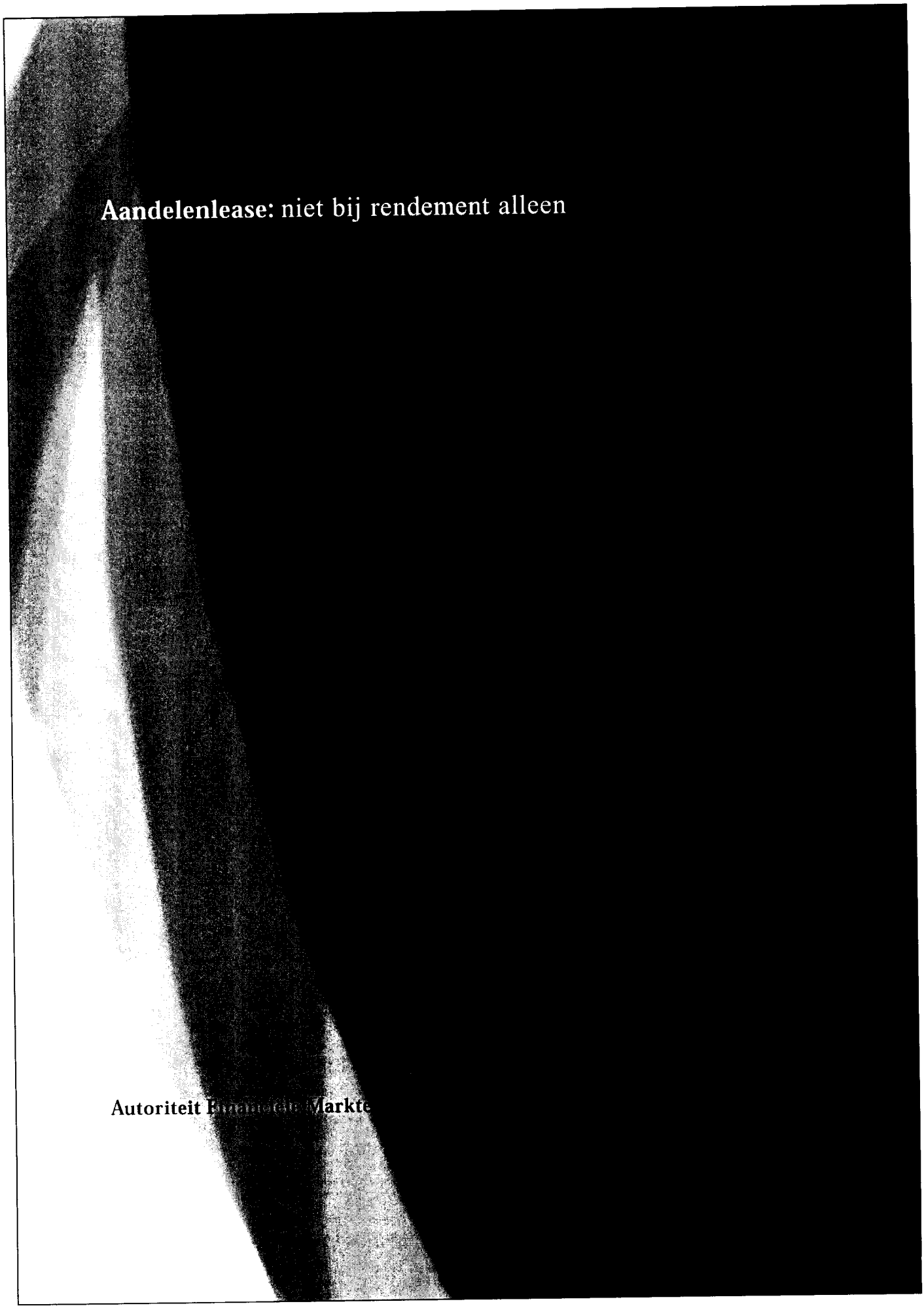
1992-June 1996 **Pierson, Heldring & Pierson / MeesPierson NV, Amsterdam**
Beleggingsanalist voor de Europese financiële markten: Nederlandse financiële instellingen, Duitse en Zwitserse banken. Het adviseren van de raad van bestuur over de heroriëntatie van MeesPierson na de fusering.

1985-1992 **Vrije Universiteit, Finance and Investment Group Amsterdam**
Onderzoeker (1985-1989) en universitair docent (1989- 1992). Deed onderzoek gerelateerd aan zien promotie (afgerond in 1992). Ondersteunde onderzoeksactiviteiten, gaf colleges en voerde verschillende administratieve werkzaamheden en managementtaken uit.

1983-1985 Leraar economie aan verschillende gymnasia en hogescholen.

Opleidingen

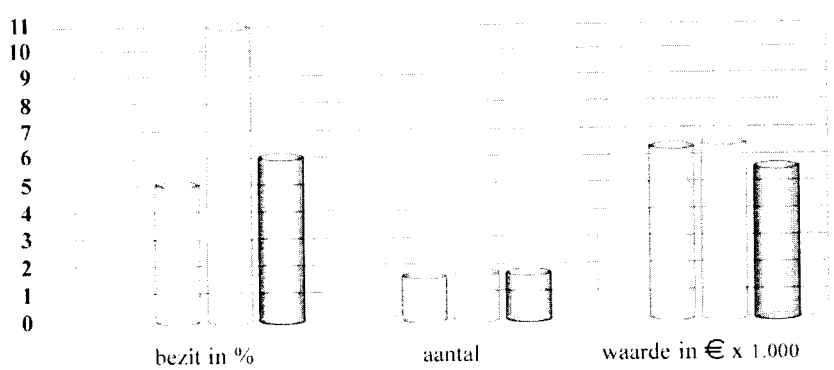
2009	Gevorderdencursus voor professionele toezichthouders
2005	Leiden University Law School, cursus voor getuige-deskundigen
1999	Mobilizing People – senior management course bij IMD Lausanne
1997	Managing Professionals, Boertien en Partners
1975-1983	Economie aan de Vrije Universiteit Amsterdam, met monetaire economie als hoofdvak en finance & investment als extra vak. Afstudeerstage bij De Nederlandsche Bank.
1968-1975	Gymnasium ß, Sweelinck College, Amsterdam


Aandelenlease: niet bij rendement alleen
Autoriteit

1 Inleiding

Aandelenlease populair door gunstige fiscaliteit en stijgende aandelenkoersen

Sinds het einde van de jaren tachtig is de markt voor aandelenlease sterk gegroeid. De gunstige ontwikkelingen op de aandelenmarkten stimuleerden het beleggen met geleend geld. De historisch lage nominale rente en de fiscale aftrekbaarheid van rente voor effectenkrediet gaven deze vorm van beleggen ook een impuls. Begin 2001, toen de markt zijn hoogtepunt bereikte, stonden er 700.000 contracten uit met een contractwaarde van € 6,5 miljard. Volgens gegevens van De Nederlandsche Bank had 6% van de gezinnen in 2001 één of meer aandelenleaseplannen in bezit. Aandelenleaseplannen blijken naar verhouding veel aangeschaft te worden door mensen met een laag inkomen. De plannen maken het mogelijk om zonder eigen geld mee te spelen op de aandelenmarkt.

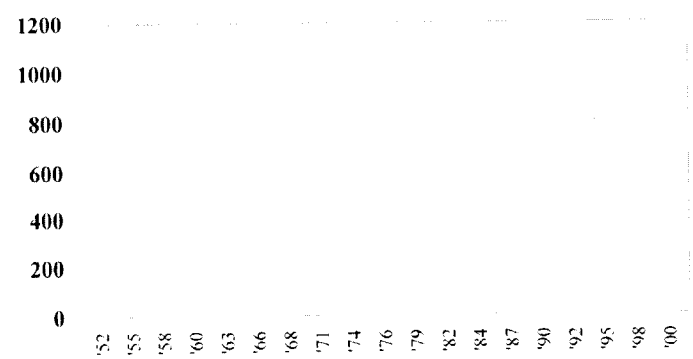


grafiek 1: bezit aandelenleaseplannen

bron: kwartaalbericht De Nederlandsche Bank, juni 2002, pagina 34

Beursklimaat is sterk verslechterd

De marktomstandigheden voor deze producten zijn inmiddels door twee factoren ingrijpend veranderd. In de eerste plaats sloeg het beleggingsklimaat om. Na maart 2000 verslechterde het klimaat op de aandelenmarkten na een relatief groot aantal jaren van hausse. Veel indexen daalden vanaf de top in augustus 2000 met 50% tot medio 2002. Het verloop van de CBS koersindex staat in onderstaande grafiek.



grafiek 2: koersverloop CBS koersindex

bron: Centraal Bureau voor de Statistiek

Fiscaal voordeel afgeschaft

In de tweede plaats werd het fiscale voordeel geschrapt. Begin 2001 verviel de fiscale aftrekbaarheid van rente op effectenkrediet, waardoor de financieringslasten van beleggen met geleend geld stegen. Hierdoor werd beleggen met geleend geld minder aantrekkelijk. Door de gedaalde aandelenkoersen en de hogere nettorentekosten behalen veel beleggers niet het rendement dat zij bij instappen verwachtten te maken. Veel beleggers vinden nu dat zij destijds onvolledig zijn voorgelicht. In de reclame-uitingen van de aanbieders of hun tussenpersonen zouden, zo menen zij, de aantrekkelijke kanten van de leaseplannen zijn overbelicht en kwamen de risico's, met name die van de kans op een restschuld, onvoldoende naar voren.

1.1 De reactie van de Autoriteit Financiële Markten

Autoriteit-FM onderzoekt effectenlease reclame-uitingen ...

De wijziging in het fiscale klimaat was voor de Autoriteit-FM mede aanleiding om op 9 mei 2001 aan te kondigen dat zij deze reclame-uitingen voor effectenlease zou onderzoeken [1]. Immers, de producten verloren door de nieuwe fiscale regels een deel van hun aantrekkelijkheid. De Autoriteit-FM was ook van mening dat de aanbieders teveel de nadruk legden op de in het verleden gerealiseerde rendementen en te weinig wezen op de risico's van de producten. Zo ontbraken in de advertenties echt negatieve scenario's die de klant duidelijk maken wat er kan gebeuren als de koersen aanzienlijk dalen. Een hoog verwacht rendement kan namelijk alleen maar behaald worden door meer risico te nemen. Bij verschillende vormen van aandelenlease bestaat het risico dat de belegger aan het einde van de contractperiode met een restschuld of een doorlopende rentelast blijft zitten.

... en publiceert haar conclusies

Naar aanleiding van de uitkomsten van dit onderzoek heeft de Autoriteit-FM zich begin december 2001 in de pers kritisch uitgelaten over de te verwachten prestaties van de aandelenleaseplannen. De kern van deze uitlatingen is als 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%.

[1] *De wettelijke grondslag voor dit onderzoek zijn de bepalingen in de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer '99, zoals opgenomen in bijlage 7 van deze Regeling. Deze bepalingen hebben betrekking op de reclame-uitingen voor effectenproducten, zoals de hier geanalyseerde aandelenleaseplannen*

» 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. Als uitgegaan wordt van langjarige aandelenrendementen van 10%, een variabiliteit van 17,5% en een rente op de lening van 12% dan is er volgens de Autoriteit-FM een reële kans dat de klant moet bijbetalen. Het begrip variabiliteit wordt in de appendix toegelicht.

1.2 Doel en reikwijdte van het rapport

Dit rapport onderzoekt de meest voorkomende vorm van effectenlease

Met dit rapport wil de Autoriteit-FM de hiervoor weergegeven uitlatingen nader onderbouwen en specificeren. Ook wil de Autoriteit-FM - als gedragstoezichthouder op de financiële marktpartijen - de consument informeren over de mogelijke rendements-ontwikkeling van effectenleaseproducten. Bij haar analyse heeft de Autoriteit-FM uitsluitend gebruik gemaakt van openbare informatie.

In dit rapport analyseert de Autoriteit-FM een elementaire vorm van effectenlease. Dit is de meest verkochte leasevorm in de periode 1989 - 2000, met een marktaandeel in volume van meer dan 50%. In hoofdstuk 2 wordt onderzocht welke kenmerken het product heeft en in hoofdstuk 3 wat de beleggers ervan kunnen verwachten in termen van risico en rendement. In hoofdstuk 4 staan de conclusies.

De Autoriteit-FM benadrukt dat zij zich in dit rapport niet specifiek wil richten op één product of één aanbieder. De Autoriteit-FM kiest voor het in detail uitwerken van een voorbeeld om in algemene zin te illustreren wat de kenmerken en de te verwachten prestaties zijn van leaseproducten. In dit rapport wordt afgezien van de mogelijke effecten van de vermogensrendementsheffing.

2 Kenmerken van de elementaire effectenlease

In dit hoofdstuk wordt beschreven wat verstaan wordt onder het product elementaire effectenlease.

Wat is een elementaire aandelenlease?

De klant neemt bij dit voorbeeld van een effectenlease een geldlening op waarmee de aankoop van een aandelenpakket wordt gefinancierd ter waarde van € 44.215,-. De klant betaalt gedurende de looptijd maandelijks € 250,- rente. De effectieve rente over de opgenomen lening varieert in de praktijk per product, maar is in dit voorbeeld 7%. Dit rentepercentage stemt overeen met de effectieve rente die in de praktijk voor de meest verkochte producten wordt berekend. De klant ziet af van zijn recht op dividenden, deze vallen toe aan de financiële instelling die het product aanbiedt.

Elementaire lease biedt geen bescherming tegen risico van bijbetalen

Aan het einde van de looptijd mag de klant het aandelenpakket tegen de vooraf bepaalde prijs kopen en moet de lening worden afgelost. In de praktijk zal de klant de aandelen verkopen en met de verkoopopbrengst de lening aflossen. Is de feitelijke waarde van de aandelen hoger dan de lening, dan is het verschil voor de klant. Is deze feitelijke waarde lager dan zal de klant moeten bijbetalen tenzij hij het contract kan en wil voortzetten. Het elementaire aandelenleaseproduct kent dus geen tussentijdse aflossing van de lening noch een bescherming tegen neerwaarts risico. Evenmin is het opwaarts potentieel gelimiteerd, want de klant krijgt de waardestijging van de gekochte portefeuille zonder beperkingen uitgekeerd. Er wordt verondersteld dat tussentijdse stopzetting niet mogelijk is.

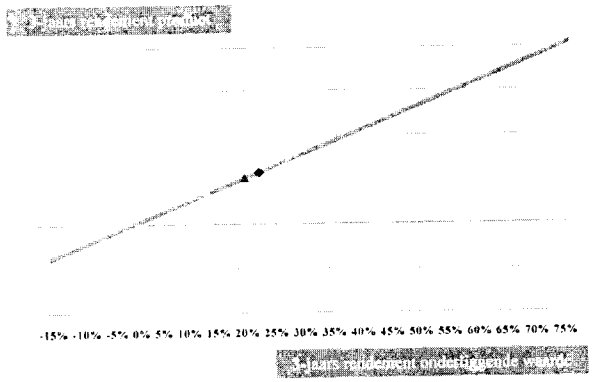
Vereenvoudigende veronderstellingen zorgen dat de conclusies conservatief zijn

In dit rapport wordt, om praktisch analytische redenen, ervan uitgegaan dat de belegger zijn geld steekt in een aandelenportefeuille die dezelfde kenmerken heeft als de CBS koersindex respectievelijk de AEX-index. Deze veronderstelling is niet in overeenstemming met de werkelijkheid. Vrijwel alle in de praktijk bestaande elementaire leaseplannen beleggen het geld in een mandje met ten hoogste vijf aandelen. Een dergelijk mandje is minder goed gespreid dan een index waarin veel meer aandelen zijn opgenomen. Omdat deze mandjes minder goed gespreid zijn, ontstaat er een groter risico. Door dit grotere risico is de kans op niet-break-even hoger, ondanks het feit dat deze mandjes blijkens onze berekeningen in de onderzochte periode een hoger rendement hadden. Het extra rendement gaf onvoldoende compensatie voor het risico. De in hoofdstuk 3 gepresenteerde berekeningen geven derhalve een gunstiger beeld met betrekking tot de te verwachten prestaties dan in werkelijkheid het geval zal zijn.

Hefboomwerking vergroot winsten en verliezen

Een van de belangrijkste kenmerken van beleggen met geleend geld is dat er een hefboomwerking wordt gerealiseerd. Het productrendement zal sterker stijgen naarmate het rendement van de aangekochte aandelenportefeuille hoger is dan de netto financieringskosten. Het omgekeerde geldt ook. Uit onderstaande grafiek blijkt wat de verhouding is tussen het productrendement enerzijds en het rendement van de aangekochte portefeuille anderzijds. De grafiek illustreert duidelijk dat niet alleen de winst van het leaseproduct door de hefboomwerking meer dan het onderliggende aandelenpakket kan stijgen. Het verlies neemt ook versneld toe als de aandelenkoersen dalen.

grafiek 3:
de hefboomwerking



3 Verwachte productprestaties: rendement en risico

In dit hoofdstuk komen twee vragen aan de orde met betrekking tot de hoogte van het break-evenrendement respectievelijk de kans op het niet halen van dit rendement.

Hoe hoog moet het break-evenrendement zijn?

De eerste vraag luidt: welk rendement heeft de belegger nodig om zonder verlies uit het product te kunnen stappen? Het geëiste rendement wordt aan twee maatstaven getoetst. Het blijkt dat beleggers, gegeven hun angst om geld te verliezen, een idee willen hebben van het rendement dat het geleasde aandelenpakket moet halen om zonder nominaal verlies uit te stappen. Dit is de maatstaf nominaal break-even. In dit geval is het doel van de belegger dat hij niet hoeft bij te betalen en dat de opbrengst zo hoog is dat de rente wordt terugverdiend. Er wordt alleen geen rekening gehouden met het feit dat de belegger gedurende een aantal jaren rente had kunnen ontvangen over de vooruitbetaalde rente. Hij had immers dit bedrag op een spaarrekening kunnen zetten. Er wordt ook bepaald wat het break-evenrendement is als er wel rekening wordt gehouden met het renteverlies. Dit is de maatstaf spaarrekening break-even.

Hoe groot is de kans op break-even?

Bij beleggen, en dat is de tweede vraag, speelt uiteraard de factor risico – gedefinieerd als de kans dat de opbrengst van een belegging lager is dan een vooraf gesteld doel – ook een grote rol. Het vaststellen van het risico is van belang, omdat de belegger niet alleen zal willen weten op welk niveau hij break-even speelt, maar hij ook een goede indicatie wil krijgen van de kans dat hij dat een break-evenniveau wel of niet haalt.

3.1 Break-evenanalyse

De maatstaven nader toegelicht

In deze paragraaf wordt nagegaan welk rendement de elementaire effectenlease moet halen om geen winst of verlies ten opzichte van een bepaalde maatstaf te behalen. Er wordt in dit rapport aan twee maatstaven getoetst. Het gaat om nominaal respectievelijk spaarrekening break-even. Dit betekent het volgende:

Maatstaf één: nominaal break-even

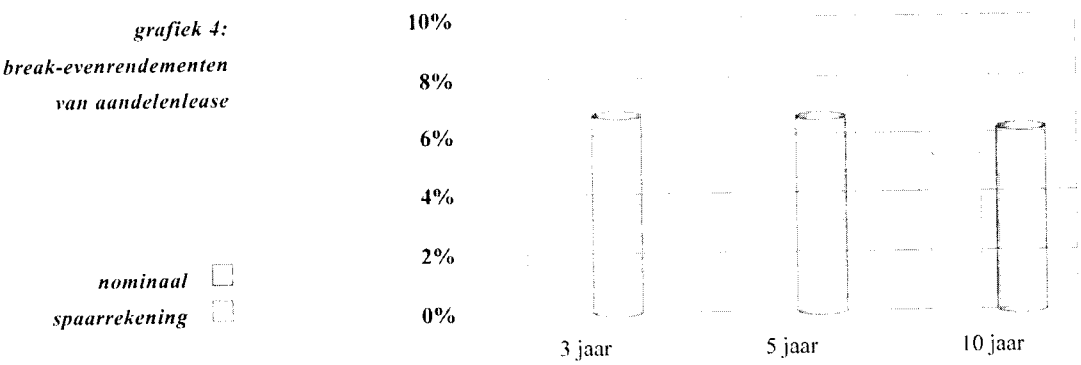
Deze maatstaf is vergelijkbaar met de hoofdsomgarantie, de belegger krijgt op zijn minst het totaal van zijn ingelegde maandbedragen terug. Voor een leaseproduct waarbij gedurende 3 jaar maandelijks € 250,- rente wordt betaald, is de nominale benchmark 36 x € 250,- = € 9.000,-.

Maatstaf twee: break-even ten opzichte van spaarrekening

De eerste benchmark houdt nog steeds een verlies in voor de belegger want hij had immers vrijwel risicoloos zijn geld op een spaarrekening kunnen zetten. Dit is de definitie van benchmark twee, de maandelijkse inleg van het leaseproduct wordt gespaard tegen een vaste spaarrente. Bij een maandelijkse rentebetaling van € 250,- gedurende 3 jaar en een spaarrente van 4% op jaarbasis is de spaarrekening maatstaf € 9.535,-.

In onderstaande grafiek worden deze break-evenrendementen gepresenteerd.

grafiek 4: break-evenrendementen van aandelenlease



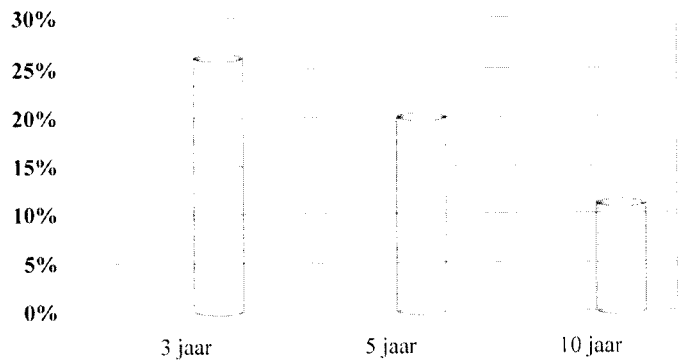
Bij een koersrendement van de index van 6,7% blijkt de belegger op een termijn van drie jaar break-even te draaien ten opzichte van een spaarrekening. Bij langere looptijden wordt het rendement lager en daalt het tot 5,3% bij tien jaar. Dit rendement is lager omdat bij een jaarlijkse stijging van 5% constant per jaar het rente-op-rente effect zich ten voordele van de belegger doet gelden.

3.2 Hoe groot zijn de kansen op break-even?

In de vorige paragraaf is vastgesteld wat de twee break-evenrendementen, gegeven bepaalde maatstaven, zijn. In deze analyse wordt geen rekening gehouden met de omstandigheid dat rendementen in de tijd fluctueren, waardoor er een kans ontstaat dat het geëiste rendement niet wordt gehaald. Het is mogelijk om met behulp van statistische technieken, die in de appendix worden toegelicht, te bepalen hoe hoog deze kans – gegeven een aantal veronderstellingen – is.

Kans op geen break-even uitgaande van de AEX in 1983 - 2001

Als wordt uitgegaan van de prestaties van de AEX in de steekproefperiode 1983 - 2001, deze index steeg toen 16,3% en had een variabiliteit van 20,3%, dan levert dat de in de grafiek weergegeven resultaten op. Het blijkt dat de kans dat er geen break-even wordt gerealiseerd ten opzichte van het aanhouden van spaargeld 25% is. Naarmate de looptijd van het contract langer wordt, neemt deze kans af tot 11% bij een looptijd van tien jaar. Langere looptijden leiden tot een demping van het risico en daardoor ook tot een lagere kans op niet break-even draaien. Bij lange looptijden zullen goede en slechte jaren elkaar compenseren, waardoor de variabiliteit van de resultaten afneemt.

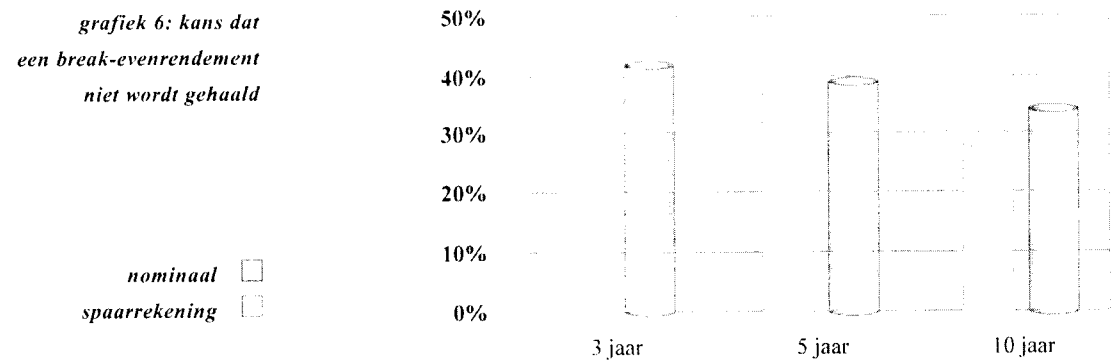


grafiek 5: kans dat een break-evenrendement niet wordt gehaald

Kans op geen break-even uitgaande van de CBS index 1952 - 2001

Omdat de periode 1983 tot en met 2000 een zeer gunstige was, is naar een meer representatieve periode gekeken. In de periode 1983 - 2000 daalde de rente zeer sterk, stegen de bedrijfswinsten en daalde de geëiste risicopremie. Bij het gebruik van data uit de periode 1952 - 2001 zijn de resultaten anders, omdat de goede en slechte resultaten elkaar compenseren. Als uitgangspunt is de CBS koersindex gebruikt met een rendement van 9,9% en een risico van 17,5%. De kans op niet break-even stijgt bij de elementaire lease aanzienlijk. In 42% van de gevallen haalt de belegger op een termijn van drie jaar minder rendement dan hij op een spaarrekening gekregen zou hebben. Het lagere risico in dit tijdvak compenseert het lagere rendement onvoldoende.

grafiek 6: kans dat een break-evenrendement niet wordt gehaald



4 Conclusies

Kans op bijbetalen is het grootste bij korte contracten

Het hier gepresenteerde onderzoek geeft aan dat er vooral bij de kortlopende lease-producten een aanzienlijk risico bestaat dat de belegger verlies lijdt. Zelfs als wordt uitgegaan van een periode, 1983 - 2001, waarin het rendement op aandelen veel hoger was dan het nominale break-evenrendement, bestaat er een kans op verlies van 25%. De oorzaak is dat de gerealiseerde rendementen een behoorlijk grote spreiding vertonen rondom het gemiddelde. Als uitgegaan wordt van een naoorlogs aandelenrendement van 9,9% op jaarbasis en een variabiliteit van de koersen van 17,5% is er bij kortlopende elementaire aandelenlease van drie jaar een kans van 40% op het niet realiseren van het nominale break-even rendement. Dit risico neemt af naarmate de looptijd langer wordt, maar het blijft ook bij lange looptijden bestaan.

Deze kans is groter dan voorheen wegens het wegvallen van het fiscale voordeel

Deze kansen op niet break-even spelen zijn toegenomen omdat de fiscale aftrek van rente verdwenen is. De afschaffing van de aftrekbaarheid van de rente voor aandelenlease leidt tot een sterke stijging van de vereiste break-evenrendementen. Bij een marginaal tarief van 50% moet de belegger nu minimaal 6,9% rendement op zijn portefeuille halen, terwijl dat vroeger 3,45% was.

Gemaakte veronderstellingen leiden tot conservatieve conclusies

Verder wordt opgemerkt dat de conclusies in dit rapport zijn getrokken op basis van analyses met goed gespreide aandelenpakketten. In de praktijk zijn de geleasde pakketten vaak veel minder goed gespreid, omdat ze uit maximaal 5 aandelen bestaan. Deze pakketten realiseerden weliswaar een hoger rendement dan de AEX maar dat ging gepaard met een groter risico. Deze pakketten hadden in de onderzochte periode 1983 tot 2001, een periode van aanzienlijke koersstijgingen, een hoger rendement dan de index. In 2001 en 2002 is het koersverloop van een aantal pakketten sterk achtergebleven bij de toch al gedaalde AEX. Ze presteren in een slechte markt dus nog slechter dan de index.

Kans op break-evenrendement zou nuttige extra informatie zijn

Aanbieders leggen in hun uitingen teveel nadruk op mogelijke positieve rendementen en de nominale break-evenrendementen. Zij baseren zich op een recente periode waarin de rendementen in vergelijking tot het verleden hoog waren. Zij nemen daarbij de factor risico, de kans dat dit rendement niet wordt gehaald, onvoldoende in hun externe uitingen mee. Dat is een eenzijdige benadering, want een hoog rendement kan alleen worden behaald als een groot risico wordt genomen. Beleggen met geleend geld resulteert per definitie in het accepteren van een groter risico ten opzichte van de onderliggende belegging. De berekeningen van de Autoriteit-FM illustreren dit risico. De recente ontwikkelingen op de aandelenmarkt, waardoor de index weer terug is op het niveau van medio 1997, spreken voor zich.

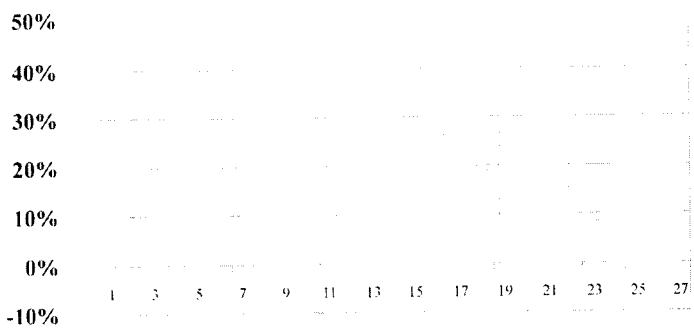
Appendix: de Value at Risk (VaR) toegelicht

Voor het maken van de berekeningen in hoofdstuk 3 is gebruik gemaakt van de VaR-maatstaf. De VaR geeft aan wat met een bepaalde zekerheid het maximale verlies is dat op een belegging geleden kan worden in een bepaalde periode. De meest gehanteerde zekerheid is 95%. Dat betekent het volgende. Als van een bepaalde belegging de VaR 95% een waarde heeft van € -25 miljoen, dan geeft dit aan dat met 95% kans (betrouwbaarheid) het verlies minder groot is dan € -25 miljoen. Met andere woorden, met een kans van 5% is het verlies € -25 miljoen of groter. De VaR is derhalve een maatstaf die het maximale verlies binnen zekere grenzen kwantificeert.

De VaR wordt veel gebruikt bij het managen van risico's. De VaR geeft een indicatie van het materiële risico dat de belegger neemt. Op een belegging van € 10.000,- kan in theorie hetzelfde bedrag worden verloren. Aan dat in juridische zin juiste antwoord heeft de belegger niet veel, want hij wil juist een realistische inschatting van het bedrag dat hij kan verliezen. Als hij weet dat op een termijn van bijvoorbeeld een maand met 99% betrouwbaarheid maximaal € 600,- op de ene belegging verloren kan worden en maximaal € 250,- op een andere, dan is dit voor hem een relevant gegeven bij het maken van keuzes. Hij kan de met de VaR geschatte verliezen afzetten tegen de verwachte opbrengsten en zijn optimum bepalen.

Aan de hand van onderstaande grafiek kan duidelijk worden gemaakt wat de VaR inhoudt. De grafiek geeft een overzicht van een aantal gerealiseerde maandrendementen van een belegging gedurende een bepaalde periode [1]. Deze rendementen zijn gerangschikt naar grootte, waarbij begonnen is met een daling. De gerealiseerde rendementen vertonen een spreiding (die uitgedrukt wordt als de standaarddeviatie) rond een bepaald gemiddelde. Als uitgegaan wordt van de veronderstelling dat de hier weergegeven rendementen normaal verdeeld zijn, dan zal dat 95% van de waarnemingen aan de linkerkant van de grafiek binnen een grens van 1,96 maal de standaarddeviatie vallen. Het is mogelijk om op basis van deze informatie uit te rekenen wat het maximale verlies van de belegger zal zijn, gegeven het gekozen betrouwbaarheidsinterval. Hoe hoog de verliezen buiten dit interval zullen zijn, valt niet te zeggen. Dat is een tekortkoming van de VaR methode.

[1] *De hier gepresenteerde rendementen zijn teruggeschaald naar de normale verdeling en kunnen dus niet zonder meer als een feitelijk gerealiseerd maandrendement worden beschouwd.*

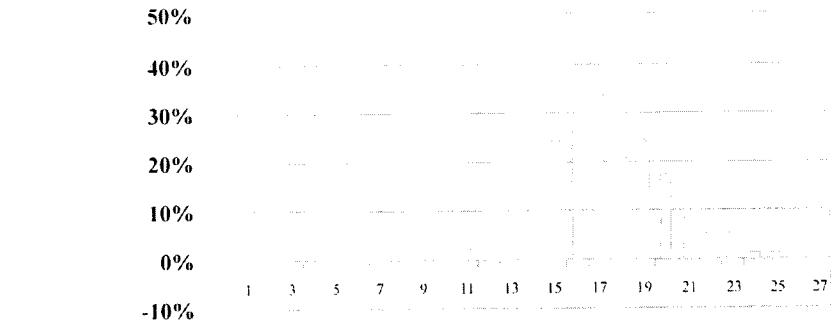


grafiek 7: voorbeeld van een normale verdeling van aandelenrendementen

Het berekenen van de VaR gebeurt in een aantal stappen. Als men van een bepaalde belegging in (bijvoorbeeld) aandelen de VaR voor een bepaalde periode wil berekenen, dan zal men zich een idee moeten vormen wat de toekomstige opbrengsten van deze aandelenbeleggingen en wat de spreiding van deze opbrengsten rond een bepaald verwacht gemiddelde zullen zijn. Deze opbrengsten zijn uiteraard onzeker, omdat de koersen van aandelen zich niet volgens een vaststaand patroon ontwikkelen. Men zal dus een model moeten hebben waarmee men de toekomstige ontwikkelingen van de aandelenprijzen probeert te voorspellen. Nu is het uiteraard zeer moeilijk om met zekerheid iets te zeggen over de toekomstige verdeling van de uitkomsten. Men zal zich, om toch uitspraken te kunnen doen, daarom op ervaringen uit het verleden baseren en de veronderstelling maken dat de belegging zich in de toekomst ontwikkelt conform de in het verleden gerealiseerde parameters. Dit is uiteraard ook een zwakke plek van de VaR.

Bij het bepalen van de VaR zal men dus moeten vaststellen wat de kenmerken zijn van de beleggingen in een bepaalde historische periode. In het kader van dit onderzoek zijn de karakteristieken van de CBS koersindex en de AEX-index bepaald. De parameters die deze karakteristieken bepalen, zijn het rendement op jaarbasis van deze indexen en de spreiding van dit rendement – gemeten als standaarddeviatie – rondom het gemiddelde. Het blijkt dat de verdeling van deze indices met behulp van de normale verdeling beschreven kunnen worden. Er is sprake van een klein aantal extreme waarnemingen, maar die hebben bij een betrouwbaarheidsinterval van 95% nauwelijks effect op de uitkomsten. De veronderstelling is dat deze normale kansverdeling ook in de toekomst zal gelden.

grafiek 8: spreiding maandrendementen AEX 1983 - 2001



Gegeven de historische reeksen, die de hiervoor weergegeven kenmerken hebben, kan men een simulatie maken voor de toekomst. Daarvoor zijn verschillende methoden. In dit onderzoek is gebruik gemaakt van de Monte Carlo methode. De werkwijze is dat voor een leasecontract dat drie jaar loopt 36 keer een maandrendement uit de historische datareeks wordt getrokken. De trekking gebeurt volstrekt willekeurig en daarmee is ook de naam van deze methode verklaard. Op basis van een dergelijke exercitie kan men uitrekenen wat het product oplevert in euro's. Door deze exercitie zeer vaak te doen, tot wel 10.000 keer, krijgt men de beschikking over evenveel mogelijke uitkomsten die normaal verdeeld zijn. De uitkomsten kunnen gebruikt worden om te bepalen wat bij het gekozen betrouwbaarheidsinterval het maximale verlies zal zijn.

In dit rapport wordt gewerkt met twee historische perioden. Tenzij dat anders wordt aangegeven, wordt gebruik gemaakt van de periode 1983 - 2001. Merk op dat er tussen beide perioden aanzienlijke verschillen bestaan voor wat betreft risico en rendement. In de eerste periode zijn zowel rendement als spreiding van de rendementen aanzienlijk lager. Bij de analyse is dat ter sprake gekomen.

tabel 1: kenmerken van de datasets

	1952 - 2001 CBS index	**1983 - 2001 AEX index**
Rendement	9,9%	17,5%
Volatiliteit/risico	16,3%	20,3%

Autoriteit
Financiële Markten

Autoriteit Financiële Markten
Postbus 11723
1001 GS Amsterdam
Tel.: (020) 5535200
Toezichtslijn: 0900 5400540
www.autoriteit-fm.nl

- zij worden nagekomen;
- de consument kennis neemt van de informatie;
- de consument de informatie begrijpt; en
- de consument op grond van de informatie handelt.[245]

Efficiënt zijn de verplichtingen pas indien
- zij effectief zijn;
- de baten van het effect de kosten te boven gaan; en
- er geen goedkoper alternatief is om het effect te bereiken.

Op het eerste punt, de naleving van de normen, zullen wij niet ingaan, hoewel ook dat problemen kan opleveren. Zo blijkt uit de evaluatie van de financiële bijsluiter dat consumenten die een complex product afnamen in 25% van de gevallen geen financiële bijsluiter hebben ontvangen. Hoewel dat antwoord niet behoeft te betekenen dat de betrokken tussenpersoon of aanbieder niet aan zijn verplichtingen heeft voldaan, valt uit de oorzaken die de consumenten noemden wel op te maken dat in een aantal gevallen niet conform de regels inzake de financiële bijsluiter is gehandeld.[246]

In het navolgende concentreren wij ons op het tweede en het derde punt van de effectiviteit: neemt de consument kennis van de informatie, en begrijpt hij deze ook? Wij zullen daarbij met het inzicht van de consument beginnen, omdat dit begripsmatig voorafgaat aan de vraag of de consument van de informatie kennis neemt. Als de consument de informatie niet kan begrijpen, is immers niet relevant of hij de informatie wel of niet tot zich neemt.

2.10.2 Het inzicht van de consument

Uit onderzoek blijkt dat het matig gesteld is met het financiële inzicht van consumenten. In een enquête kregen Nederlandse burgers vijf eenvoudige vragen voorgelegd over rente en inflatie (voorbeeld: stel dat uw inkomen in het jaar 2010 is verdubbeld en dat ook de prijzen van alle goederen zijn verdubbeld. Bent u dan in 2010 in staat om meer, hetzelfde of minder dan vandaag te kopen van uw inkomen?). Slechts 40% wist al deze vragen juist te beantwoorden.[247] De ondervraagden kregen verder acht vragen over beleggen voorgelegd (voorbeeld: Als de rente stijgt, wat zou er dan moeten gebeuren met de obligatiekoersen: stijgen, dalen of gelijk blijven?). Slechts 6% van hen had alle antwoorden goed, 13% gaf op zeven van de acht vragen het goede antwoord. Ook een vraag over de werkelijke economische groei en inflatie

245 Eventueel: of er desbewust voor kiest de informatie te negeren.

246 Millward Brown/Centrum, Eindrapport Evaluatie van de financiële bijsluiter, juni 2004, te vinden op *www.afm.nl*, p. 17.

247 Uit het FSA-rapport Levels of Financial Capability in the UK: Results of a Baseline Survey, Consumer Research 47, maart 2006, blijkt dat inzicht in de gevolgen van inflatie sterk afhankelijk is van leeftijd (p. 120).

wist slechts een klein deel van de Nederlanders goed te beantwoorden.[248] Brits onderzoek levert een wellicht nog treuriger beeld op: 25% van de ondervraagden had een dusdanig laag numeriek inzicht dat zij niet in staat waren zelfs maar een eenvoudige rekensom te maken. Van de ondervraagden vond maar liefst 66% dat financiële zaken voor hen te gecompliceerd waren en dat zij te weinig wisten om passende financiële producten uit te kiezen. Slechts 33% maakte regelmatig een overzicht van zijn of haar financiën en 7% van de ondervraagden bleef geheel buiten de markt voor financiële diensten.

Zowel in Nederland als in het Verenigd Koninkrijk zijn typeringen opgesteld op basis van het gedrag van consumenten bij het nemen van financiële beslissingen.[249] In het Nederlandse onderzoek wordt onderscheid gemaakt tussen Beheersten, Ambitieuzen, Adviesgevoeligen en Gemaksgeoriënteerden. Het Britse onderzoek onderscheidt *Controllers*, *Partners* en *Trusters*. Daarbij gaat het overigens niet alleen om kennis. Persoonlijkheidskenmerken als al dan niet impulsief zijn en al dan niet gevoelig zijn voor de omgeving, situationele omstandigheden (levensfase en financiële situatie) en productervaring bepalen in belangrijke mate de beslisstijl van consumenten.

Beheersten willen een weloverwogen beslissing nemen op grond van feiten en goede argumenten. Zij steken veel tijd in het beslissingsproces en menen dat zij grote financiële kennis hebben. Beheersten zoeken risico niet op, maar accepteren het als het nodig is. Zij zijn te vergelijken met de *Controllers* uit het Engelse onderzoek.

Ambitieuzen zijn avontuurlijk. Zij zijn meer dan de andere groepen bereid risico te nemen en zijn geïnteresseerd in nieuwe producten en nieuwe constructies. Anders dan Beheersten steken zij gemiddelde energie in het nemen van financiële beslissingen, maar ook zij vinden hun financiële kennis groot. Zij zien omgang met financiën als een soort spel. Het Engelse onderzoek kent geen duidelijke tegenhanger.

Adviesgevoeligen hebben weinig financiële kennis en zijn niet erg geïnteresseerd in financiële zaken. Zij laten hun beslissingen afhangen van anderen in wie zij vertrouwen stellen. Zij zijn weinig kritisch en snel tevreden: zij stoppen met zoeken zodra zij een product hebben gevonden dat voldoet.[250] De Engelse tegenhanger zijn de *Trusters*. Selectie van een adviseur door consumenten van dit type vindt vaak plaats op grond van diens bekendheid of bereikbaarheid. De consumenten hebben weinig kennis van het productaanbod.

248 Zie voor een uitgebreid verslag van het onderzoek: 'Financiële kennis Nederlandse huishoudens is beperkt, Kwartaalbericht DNB juni 2006.

249 Het navolgende is gebaseerd op het AFM-rapport Kennismaking met de consument, december 2004, en het FSA-rapport Consumer understanding of Financial risk, Consumer Research 33, november 2004. De rapporten zijn te vinden op de websites van de betrokken toezichthouders: *www.afm.nl en www.fsa.gov.uk*.

250 Hierdoor is de volgorde waarin de consument de producten leert kennen essentieel. Zie hierover meer in het algemeen Joep Sonnemans, *Beslissen of gewoon doen?* (oratie UvA 2005).

Gemaksgeoriënteerden willen zo min mogelijk tijd besteden aan financiële zaken. Zij willen weinig risico nemen en zijn niet zo gemakkelijk als Adviesgevoeligen in het vertrouwen van adviseurs. Zij achten hun kennis van financiële zaken niet groot, maar zijn niet bereid veel moeite te doen om die te vergroten. Het Engelse onderzoek kent geen duidelijke tegenhanger.

In het Engelse onderzoek worden nog de *Partners* onderscheiden. Deze consumenten hebben een gemiddeld financieel inzicht en zijn gemiddeld betrokken in het beslissingsproces. Zij hebben een behoorlijk goed inzicht in productkarakteristieken. Zij gebruiken adviseurs voor het gereedmaken van producten, voor het invullen van de documentatie en om verwarring door juridisch jargon te voorkomen. Vaak hebben deze consumenten zelf basaal onderzoek gedaan.

Van de bovengenoemde groepen zijn de Ambitieuzen en de Adviesgevoeligen het meest kwetsbaar, aldus het rapport van de AFM. De Ambitieuzen zijn kwetsbaar doordat zij bereid zijn risico te nemen zonder bereid te zijn veel tijd in het beslissingsproces te steken. Het gevaar van overmoed ligt op de loer. De Adviesgevoeligen zijn kwetsbaar doordat zij bijna naïef vertrouwen stellen in hun adviseur. Gemaksgeoriënteerden hebben weinig kennis van de financiën, maar zijn minder kwetsbaar doordat zij voor de veilige optie kiezen en bovendien een kritische houding heeft tegenover adviseurs, aldus het rapport. Daarbij moet wel de belangrijke kanttekening worden gemaakt dat het gevaar bestaat dat Gemaksgeoriënteerden zich te weinig op de financiële markt wagen.[251] Dat is gevaarlijk, doordat, zoals wij aan het begin van dit preadvies al opmerkten, maatschappelijke ontwikkelingen meebrengen dat steeds meer mensen zich op de financiële markt voor meer risicovolle en meer complexe producten (dan een gewone spaarrekening) zullen moeten begeven. Belangrijke factoren daarbij zijn de 'privatisering' van delen van het sociale zekerheidsstelsel, de vergelijkbare wijzigingen in het pensioenstelsel en de vergrijzing. Wij zouden daarom ook de Gemaksgeoriënteerden als kwetsbare groep willen aanmerken.

In een ander onderzoek van de FSA[252] is gekeken naar *Financial capability* op basis van vier deelgebieden: werken binnen een budget, plannen, producten kiezen, geïnformeerd blijven, en voorts op basis van een geldquiz. Het blijkt dat consumenten op het ene gebied goed kunnen scoren, en op het andere minder goed. Van de onderzochte consumenten had meer dan de helft (58%) maar één of zelfs geen zwak gebied. Een op de vijf (21%) had vier of vijf probleemgebieden en hetzelfde percentage twee of drie probleemgebieden. Dit wijst volgens de onderzoekers op een tweedeling tussen een belangrijk deel van de samenleving dat goed met geld kan omgaan, en een belangrijk deel dat dit niet goed kan.[253]

251 Zie ook het in de vorige noot aangehaalde FSA-rapport, par. 1.4.

252 FSA-rapport Levels of Financial Capability in the UK: Results of a Baseline Survey, Consumer Research 47, maart 2006.

253 De diverse onderzoeksrapporten op de site *www.nibud.nl* bevestigen dit beeld.

mr. G.J. Brugman en mr. W.M. Schonewille LL.M, MiF[1]

DE BELEGGER DOOR DE OGEN VAN DE RECHTER

De persoon en de persoonlijke capaciteiten van de belegger zijn belangrijke factoren in veel beleggingszaken. Zo vindt bijvoorbeeld de beoordeling of bepaalde aan de belegger verstrekte informatie duidelijk en niet misleidend is plaats langs de maatstaf van (het begripsvermogen van) de gemiddelde consument en dienen beleggingsondernemingen hun dienstverlening af te stemmen op de kennis, ervaring en risicobereidheid van hun cliënten. Voor een juiste beoordeling van beleggingszaken is het dan ook van belang dat de rechter een realistisch beeld heeft van de kennis en kunde van de (gemiddelde) belegger. Tegen de achtergrond van de opdracht van de redactie van deze bundel – schrijf wat je altijd al hebt willen schrijven over effectenrecht, maar nooit durfde – is onze stelling: de rechter overschat de gemiddelde belegger.

1. Inleiding

De achtergrond van onze speciaal voor deze bundel overwonnen huiver om te betogen dat rechters te vaak geen realistisch beeld hebben van de (gemiddelde) belegger was niet dat wij vreesden de rechterlijke macht met onze kritiek voor het hoofd te stoten. Zo er al sprake is van een de rechterlijke macht onwelgevallig standpunt – wat wij niet aannemen, aangezien het navolgende veeleer als opbouwende kritiek kan worden aangemerkt – behoort het tot het risico van het advocatenvak om de rechter zo nodig tegen de haren in te strijken. Onze ervaring is bovendien dat zakelijke, vakmatige kritiek op onderdelen van de rechtspraak advocaten door rechters niet wordt nagedragen.

Onze terughoudendheid was gebaseerd op het risico dat ons standpunt onsympathiek zou overkomen naar de beleggers zelf. Het beeld dat rechters hebben van particuliere beleggers is naar onze mening namelijk te vaak onrealistisch omdat de rechter de belegger op relevante punten te hoog inschat. De toevoeging *op relevante punten* is daarbij evenwel belangrijk. Onze stelling moet namelijk niet worden misverstaan door haar in die zin te veralgemeniseren dat wij zouden menen dat de gemiddelde belegger in zijn algemeenheid weinig ontwikkeld is. Dit is ook geenszins onze ervaring. Beleggers die niet of niet meer dan gemiddeld beschikken over bepaalde capaciteiten die voor het maken van adequate beleggingsbeslissingen

1 Mr. G.J. Brugman en mr. W.M. Schonewille LL.M, MiF zijn beiden partner bij BarentsKrans te Den Haag. Met bijzonder veel dank aan mr. J.W. de Jong, advocaat, BarentsKrans N.V.

relevant zijn, zoals taalbeheersing, financiële kennis of het kunnen maken van een reële risico-inschatting, kunnen op andere terreinen, zeker ook zakelijk, heel wel over bovengemiddelde capaciteiten beschikken.

Dit gezegd hebbende, gaan wij hierna eerst kort in op de belangrijkste wet- en regelgeving die belang toekent aan de persoon en persoonlijke capaciteiten van de (gemiddelde) belegger. Kort, omdat de desbetreffende regelgeving bij het gemiddeld geïnformeerde lid van de doelgroep van deze bundel naar onze inschatting op hoofdpunten bekend is. Het is evenwel van belang om helder te stellen dat ons pleidooi voor verbetering van het beeld dat de rechter van de belegger heeft niet 'slechts' voortkomt uit een naar onze mening maatschappelijk wenselijke verdeling van verantwoordelijkheden in beleggingskwesties. Het positieve recht eist eenvoudig dat de rechter zich bewust is van de kennis en kunde van (particuliere) beleggers.

2. Juridisch kader

Op grond van art. 4:19, tweede lid, Wet op het financieel toezicht, hierna: **"Wft"**, dient de door een beleggingsonderneming aan cliënten verstrekte informatie correct, duidelijk en niet misleidend te zijn. Wat de duidelijkheid van de informatie betreft mag een beleggingsonderneming in beginsel uitgaan van (het begrip van) de gemiddelde consument. Dit is een cliënt die bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen om aldus na te gaan wat de kenmerken en risico's van een financieel product zijn en om te achterhalen of het product voor hem geschikt is.[2] In art. 51a Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen, hierna: "Bgfo", is aan art. 4:19, tweede lid, Wft nader invulling gegeven door te eisen dat de door een beleggingsonderneming aan een niet-professionele belegger verstrekte informatie onder meer:

- accuraat is en niet wijst op de mogelijke voordelen van een beleggingsdienst of financieel instrument zonder dat ook een correcte en duidelijke indicatie van de mogelijke risico's wordt gegeven;
- toereikend is en door de presentatie ervan te begrijpen is voor het gemiddelde lid van de groep tot wie zij is gericht;
- belangrijke zaken, vermeldingen of waarschuwingen niet verhuld of afgezwakt weergeeft.

Voor de invulling van het criterium van art. 4:19, tweede lid, Wft is van belang de uitleg die de burgerlijke rechter geeft aan de artikelen 6:193c en verder en art. 6:194 BW inzake misleidende reclame. In dit kader dient de verstrekte informatie (even-eens) te worden getoetst aan de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument tot wie de informatie

2 *Kamerstukken II* 2005-2006, 29 708, nr. 19, p. 321.

zich richt of die zij bereikt.[3] In het bestanddeel "gemiddeld geïnformeerde" ligt besloten dat het – in beleggingszaken – gaat om een consument die niet beschikt over specifieke ervaring op beleggingsgebied.[4]

Vrijwel dezelfde maatstaf vinden we ook terug in art. 5:13 Wft ten aanzien van de eisen die aan een prospectus moeten worden gesteld. Voorgeschreven is dat de gegevens die in een prospectus verplicht moeten worden opgenomen worden gepresenteerd in een vorm die voor een redelijk geïnformeerd en zorgvuldig handelend persoon begrijpelijk is.

Op grond van art. 4:20, eerste lid, Wft dient voorts een beleggingsonderneming voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst of de totstandkoming van een overeenkomst inzake een financieel instrument de cliënt informatie te verstrekken voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor een adequate beoordeling van die dienst of dat product. In art. 58c, eerste lid, Bgfo is aan deze bepaling nader invulling gegeven door te eisen dat de te verstrekken informatie een algemene beschrijving omvat van de aard en risico's van financiële instrumenten die gedetailleerd genoeg is om de niet-professionele belegger in staat te stellen een beleggingsbeslissing te nemen.

Voorts bepaalt art. 4:23, eerste lid, Wft dat een beleggingsonderneming die een cliënt adviseert of diens vermogen beheert ten slotte informatie dient in te winnen over onder meer de kennis, ervaring en risicobereidheid van de cliënt. Zij dient haar advies of beheer vervolgens mede te baseren op de ingewonnen informatie. In art. 80a Bgfo is aan deze bepaling nader invulling gegeven door te eisen dat de aldus ingewonnen informatie van dien aard is dat de cliënt, gelet op diens kennis en ervaring, kan begrijpen welke beleggingsrisico's aan de transactie of aan het beheer van zijn portefeuille verbonden zijn. Art. 80c Bgfo schrijft voor dat de informatie over de kennis en ervaring van de cliënt onder meer gegevens bevat over de opleiding, het beroep en, voor zover relevant, vroegere beroepen van de cliënt. Hoewel art. 4:23 Wft niet zelf een verplichting tot informatieverstrekking inhoudt, brengt de samenhang met de informeringsplicht van art. 4:20 Wft mee dat ingeval van advies of vermogensbeheer er niet mee kan worden volstaan de informatieverstrekking af te stemmen op de gemiddelde cliënt (binnen de relevante doelgroep). Bij deze vormen van dienstverlening dient de informatieverstrekking afgestemd te worden op de individuele kenmerken en behoeften van de cliënt in kwestie.[5]

3 HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43, m.nt. KF (World Online); HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. Vranken (De Boer/TMF).

4 HR 5 juni 2009, *JOR* 2009/200, m.nt. Lieverse (GeSp/Aegon).

5 Grundmann-van de Krol (2012).

3. De gemiddelde belegger

Het begrip van de gemiddelde belegger van "hem aangeboden financiële producten of diensten", en daarmee zijn mogelijkheid om een adequate beleggingsbeslissing te nemen, is uiteraard afhankelijk van diverse factoren. Wij beperken ons hier tot een drietal. Ten eerste de taalbeheersing van de gemiddelde consument. Zeker waar informatie schriftelijk wordt verstrekt en dus de mogelijkheid om direct opheldering te vragen veelal ontbreekt, dient de verstrekker van de informatie rekening te houden met de verwachte taalbeheersing van de geadresseerde. Ten tweede de kennis van financiële zaken van de gemiddelde consument. Want ook al kan de consument de hem verstrekte informatie taalkundig begrijpen, dit wil nog niet zeggen dat hij daarmee de werking en de risico's van een hem aangeboden dienst of product doorziet. Dit is uiteraard wel een vereiste om een adequate beleggingsbeslissing te kunnen nemen. In het verlengde van het tweede punt besteden we vervolgens aandacht aan de waardering van verstrekte informatie door de gemiddelde consument, met name waar het de daaruit op zichzelf kenbare risico's betreft.

3.1 Taalbeheersing

Onderzoek naar de beheersing van de Nederlandse taal door in Nederland wonende volwassenen is veelal gericht op zogenoemde laaggeletterdheid. De omvang van dit fenomeen is uiteraard afhankelijk van de definitie ervan. Wordt laaggeletterdheid aldus ingevuld dat het daarbij gaat om mensen die grote problemen ondervinden bij het omgaan met alledaagse teksten (waarvan een deel daadwerkelijk analfabeet is), dan is in ons land ruim 11% van de mensen boven de zestien laaggeletterd.[6] Worden evenwel ook de volwassenen meegeteld die het risico lopen grote problemen te ondervinden als de (taal)vaardigheidseisen in hun werk of in de samenleving veranderen, dan beloopt het percentage laaggeletterden maar liefst 37,4%. De Nederlandse Taalunie spreekt ten aanzien van deze laatste groep van een latent probleem.[7] Aangenomen mag evenwel worden dat dit probleem zich onder meer manifesteert als de betrokkene zich moet begeven op voor hem onbekende taalgebieden. Zeker als die taalgebieden onderhevig zijn aan veranderingen en daarop veel nieuwe termen worden gebruikt, zoals de zich almaar door ontwikkelende financiële (consumenten)markten. Ook uit andere bronnen blijkt dat de geletterdheid van de Nederlandse bevolking een (economisch) probleem is.[8] Nu is het percentage laaggeletterden uiteraard niet op zichzelf bepalend voor het niveau van taalbeheersing van de gemiddelde (financiële) consument. Het legt vanwege zijn omvang echter wel een aanzienlijk gewicht in de schaal.

6 Recente gegevens ontleend aan www.rijksoverheid.nl en www.cbs.nl. Zie ook Bohnenn e.a. (2004).
7 Bohnenn e.a. (2004).
8 Groot/Maassen van den Brink (2006).

Voor een beeld van de taalbeheersing van de gemiddelde Nederlander is voorts illustratief de indeling in taalniveaus die is gebaseerd op het zogeheten Common European Framework. De niveaus variëren van A1 (het meest eenvoudig) tot C2 (het moeilijkst). Taalniveau B1 kan vrijwel iedereen nog begrijpen (ongeveer 95% van de bevolking). Hogere taalniveaus zijn voor een significant deel van de bevolking problematisch. Een kwart van de Nederlanders beheerst taalniveau B2 en slechts 15% van de Nederlanders kan teksten op niveau C1 makkelijk lezen. De AFM heeft daarom al enige tijd geleden besloten de teksten op haar website en haar brieven te (her)schrijven op taalniveau B1.[9] Een nuttig middel om inzicht te krijgen in de taalbeheersing van personen met taalniveau B1 zijn de woordenlijsten die Bureau Taal in samenwerking met taalkundigen heeft opgesteld. Via een zoekmachine op de website www.zoekeenvoudigewoorden.nl kan binnen deze lijsten worden gezocht. Een kort onderzoek leert dat een groot deel van de mensen met taalniveau B1 de volgende woorden niet kent: assurantietussenpersoon, bruto, certificaat, dividend, effectief, financiën, giraal, hypothecair, inleg, jargon, kapitaal, koers, kredietwaardig, laagdrempelig, maandlasten, nabetaling, opsomming, opteren, participatie, procentueel, prognose, quotum, rendement, restschuld, stijging, terugbetalen, uitbetalen, verrekenen, waardeloos, taxateur, dynamisch en zekerstellen.

3.2 *Financiële kennis*

Een andere indicator voor het vermogen van de gemiddelde consument om adequate beleggingsbeslissingen te nemen vormt diens kennis van financiële zaken. Onderzoek wijst uit dat het hiermee matig gesteld is. Vermeldenswaard is in dit verband nog steeds een onderzoek door DNB onder Nederlandse gezinnen, waarin de geënquêteerden onder meer de volgende vragen werden voorgelegd.[10] Wij vermelden achter de desbetreffende vraag het percentage ondervraagden dat de vraag *niet of onjuist* bleek te hebben beantwoord.

- Is de volgende uitspraak (...) waar of niet waar? 'Aandelen zijn normaal gesproken risicovoller dan obligaties.' (39,8%);
- Welke belegging geeft normaal gesproken over een lange periode (bijvoorbeeld tien of twintig jaar) het hoogste rendement: een spaarrekening, obligaties of aandelen? (52,8%);
- Welke belegging vertoont normaal gesproken in de loop van de tijd de grootste schommelingen: een spaarrekening, obligaties of aandelen? (31,5%);
- Is de volgende uitspraak (...) waar of niet waar? 'Een aandeel van een bedrijf geeft normaal gesproken een zekerder rendement dan een beleggingsfonds dat alleen in aandelen belegt.' (51,8%);

9 AFM (2007). Zie ook Wijnstekers, FR (2012).
10 DNB (2006).

- Wat gebeurt er met het risico om geld te verliezen als een belegger zijn geld spreidt over verschillende soorten beleggingen: stijgt, daalt of blijft hetzelfde? (36,7%);
- Als de rente stijgt, wat zou er dan moeten gebeuren met de obligatiekoersen: stijgen, dalen of gelijk blijven? (75,4%);
- Is de volgende uitspraak waar of niet waar? 'Als je een 10-jaars obligatie koopt, betekent dit dat je de obligatie niet na vijf jaar kunt verkopen zonder een flinke boete te betalen.' (70%);
- Is de volgende uitspraak waar of niet? 'Huizenprijzen in Nederland kunnen nooit dalen' (12,6%).

Ondanks deze resultaten blijkt dat in de jurisprudentie nog wel eens ten onrechte als feit van algemene bekendheid wordt aangenomen dat een belegging in vastrentende obligaties in het algemeen minder rendeert dan beleggingen in aandelen. En zelfs zou een feit van algemene bekendheid zijn dat vastrentende obligaties aanzienlijk minder risico's kennen dan beleggingen in aandelen.[11]

Mede naar aanleiding van het eerder genoemde onderzoek van DNB hebben 't Hart en Du Perron er naar onze mening terecht voor gepleit de financiële kennis van de gemiddelde Nederlander onder meer via het onderwijs te vergroten.[12] Voor zover ons bekend gebeurt dit tot op heden echter niet. Wellicht is dit er mede debet aan dat er geen aanwijzingen zijn dat de financiële kennis van de gemiddelde Nederlander sinds genoemd onderzoek wezenlijk is verbeterd (hoewel inmiddels wellicht wat meer mensen weten dat de huizenprijzen wel degelijk kunnen dalen). Integendeel. Een onderzoek in opdracht van Axa Investment Managers naar de beleggings (fondsen)kennis van de Nederlanders kwam in 2009 tot de volgende verdeling: 5% professioneel, 28% gevorderd, 48% beginner en 19% weet zo goed als niets van beleggingen.[13] In de ons omringende landen, afgezien van België (aanmerkelijk slechter), was de verdeling niet veel anders.

3.3 Waardering van informatie (risico-inschatting)

Een derde belangrijke vaardigheid voor een belegger om een adequate beleggingsbeslissing te kunnen nemen is het op basis van beschikbare informatie kunnen maken van een redelijke inschatting van de eventuele risico's en rendementen van een financieel instrument, met name ook in vergelijking tot andere producten. Uit onderzoek blijkt dat deze vaardigheid bij de meeste mensen zwak ontwikkeld is. Personen die op zichzelf over een goed analytisch vermogen beschikken vormen

11 Zie bijvoorbeeld Hof Leeuwarden 9 augustus 2006, *LJN* AY6106, *JOR* 2006/242.
12 't Hart/Du Perron (2006).
13 Barten (2009).

hierop geen uitzondering.[14] Wij concentreren ons in het navolgende op een drietal punten.

Ten eerste het vermogen om uit verschillende financiële scenario's het meest gunstige te kiezen. Veel mensen lukt dit niet of nauwelijks. Daarbij zal naast een geringe financiële kennis een rol spelen dat het rekenkundig vermogen van de gemiddelde volwassene weinig ontwikkeld is. Hoewel ook hier waarschijnlijk een tekort aan opleiding ter zake meespeelt, wijst de Amerikaanse wiskundige Paulos er op dat met name waar onzekerheid een relevante factor is ook psychologische factoren een rol spelen. Hij wijt een deel van de problematische wijze waarop mensen omgaan met cijfers en kansen aan "*quite natural psychological responses to uncertainty, to coincidence, or to how a problem is framed.*"[15] Maar ook als van onzekerheid geen sprake is blijft het behelpen. Illustratief in dit verband is een onderzoek aan de universiteit van Princeton naar het inzicht in het effect van inflatie. De ondervraagden werd de vraag voorgelegd in welke van de volgende drie scenario's de huizenbezitter het best af is: huizenbezitter A die zijn woning verkoopt met een nominaal verlies van 23% terwijl in de desbetreffende periode het prijsniveau daalde met 25%, huizenbezitter B die zijn woning verkoopt met een winst van 23% terwijl gedurende de desbetreffende periode het prijsniveau steeg met 25%, of huizenbezitter C die zijn woning verkoopt met een nominaal verlies van 2% gedurende welke periode het prijsniveau stabiel bleef. 60% van de ondervraagden meende dat huizenbezitter B het het beste had gedaan en dat huizenbezitter A er het slechtst vanaf kwam (terwijl uiteraard huizenbezitter A de enige is die een daadwerkelijke waardestijging van zijn woning realiseerde). In een ander onderzoek antwoordde de meerderheid van de ondervraagden onjuist op de vraag of het meer profijtelijk was om als pensioenvoorziening eerst gedurende acht jaar $ 50,- per maand te reserveren en vervolgens tot je vijfenzestigste niets meer, of om de eerste acht jaar niets opzij te zetten en vervolgens gedurende zevenendertig jaar $ 50,- per maand, één en ander bij een gemiddeld jaarlijks rendement van 10%. Het eerste is overigens meer profijtelijk.[16]

Een tweede belangrijk aspect is de mensen – om aan hun ongemak met onzekerheid te ontkomen – geneigd zijn zekerheid te vinden waar die er niet is. In dit verband is van belang het fenomeen dat bekend staat onder de naam *anchoring*. *Anchoring* wordt door Montier treffend omschreven met de woorden: "*When faced with uncertainty people will grasp at straws in order to find a basis for [their] view.*" Dit gebeurt zowel doordat mensen zich laten beïnvloeden door volstrekt irrelevante informatie, als doordat zij te veel waarde hechten aan bepaalde, op zichzelf relevante, gegevens. Een aardig voorbeeld van het laatste biedt de vraag aan een

14 Belsky & Gilovich (1999).
15 Paulos (1988).
16 Belsky & Gilovich (1999).

honderdtal fondsmanagers naar hun inschatting van de stijging van de Dow Jones Industrial Average Index (een capital index) tussen 1896 en 1998 indien de in die periode uitgekeerde dividenden werden meegenomen. Daarbij werd vermeld dat de DJIA-index in de desbetreffende periode in werkelijkheid (dus zonder rekening te houden met dividend) was gestegen van 40,94 punten naar 9.181,43 punten. De fondsmanagers met de hoogste schatting meenden – de werkelijke stijging tot uitgangspunt nemend – dat de index in dat geval twee á drie keer zo hoog zou hebben gestaan, dus maximaal op 27.544,29. De juiste stand zou echter 652.230,87 zijn geweest (dus ruim 71 keer zoveel). Een ander, algemeen bekend, voorbeeld van *anchoring* is het toekennen van te veel belang aan historische koersontwikkelingen om toekomstige koersen te voorspellen.[17] Bij de neiging om (te veel) belang te hechten aan bekende informatie komt voorts de neiging om, indien eenmaal een beeld is gevormd, daaraan vast te houden door aan informatie die dit beeld bevestigt te veel waarde toe te kennen en informatie die met dit beeld in strijd is te negeren. Dit fenomeen staat bekend onder de naam *confirmation bias*.[18] De *confirmation* kan bijvoorbeeld worden gevonden in een – aanvankelijk – positieve koersontwikkeling, maar ook in het gedrag van anderen die dezelfde investeringsbeslissing nemen.

Ten slotte zijn mensen over het algemeen meer optimistisch en schatten zij de informatie waarover zij beschikken én hun eigen vermogen die informatie te beoordelen hoger in dan gerechtvaardigd is.[19] Zo blijkt uit onderzoek dat mensen die verklaren ergens 100% zeker van te zijn slechts in 70% tot 80% van de gevallen gelijk hebben.[20] En ook als mensen weten dat er een kans bestaat dat hun inschatting onjuist is, schatten zij de kans daarop veelal lager in dan reëel in. Zo deden Lichenstein en Fischoff een experiment waarbij mensen analistenrapporten van twaalf aandelen werden verstrekt en hun de vraag werd voorgelegd of het desbetreffende aandeel in een bepaalde periode in waarde zou stijgen of dalen.[21] Aan hen werd vervolgens gevraagd hoe zeker zij van hun voorspelling waren. De gemiddelde zekerheid van de deelnemers was 65%. Van de voorspellingen bleek 47% correct. De neiging van veel beleggers om hun informatie én capaciteiten te overschatten leidt er onder meer toe dat beleggers te weinig spreiding in hun portefeuille aanbrengen. Dit komt omdat zij sterk (blijven) geloven in hun oordeel over bepaalde aandelen of fondsen, zich niet realiserend dat zij daardoor meer risico nemen dan zij normaal gesproken zouden accepteren. Dit fenomeen speelt vaak sterk bij beleggers die een bijzondere band hebben met de onderneming waarin zij beleggen, zoals (voormalig) werknemers of eigenaren.[22] Een aardig voorbeeld hiervan uit de Nederlandse praktijk biedt een zaak waarin een belegger zijn

17 Montier (2006).
18 Montier (2006), Pompian (2006).
19 Montier (2006), Pompian (2006).
20 Montier (2006), Pompian (2006).
21 Lichenstein en Fischoff (1977).
22 Pompian (2006).

voorspellende gaven ten aanzien van het aandeel Predictive volhardend bleef overschatten. De belegger was een voormalig directeur-eigenaar van Predictive. Zoals kenbaar is uit het desbetreffende arrest van de Hoge Raad,[23] stelde het Hof in dit verband vast dat de belegger tegenover de bank:

> "voortdurend uiting [is] blijven geven aan zijn vertrouwen in de aandelen Predictive, ook toen hem duidelijk was dat de koers daarvan een aanzienlijke daling bleef vertonen.
> Bovendien heeft hij herhaaldelijk verklaard dat hij als insider kennis droeg van ontwikkelingen binnen het bedrijf die de koersdalingen zouden ombuigen."

4. Voorbeelden uit de rechtspraak

Het voorgaande geeft enig inzicht in de vraag in hoeverre de gemiddelde (financiële) consument beschikt over kennis en vaardigheden die voor het verantwoord nemen van een beleggingsbeslissing relevant zijn. Het bestek van dit artikel leent zich niet voor een verdergaande exploratie van deze kennis en kunde. Dat geldt ook voor de mogelijkheid een representatief beeld te geven van de rechtspraak op dit punt. Niettemin is het interessant een aantal uitspraken te bezien waarin de rechter zich uitlaat over wat van een (gemiddelde) belegger verwacht mag worden. Het gaat ons daarbij niet om de uiteindelijke uitkomst in de desbetreffende zaak of om de beslissing op het desbetreffende standpunt of verweer, maar om die onderdelen van de motivering die een inzicht bieden in welke kennis en inzicht de rechter, al dan niet impliciet, aan de belegger toedicht.

Ten eerste een uitspraak van de Rechtbank Utrecht van 14 januari 2009. Daarin oordeelde de Rechtbank over aandelenleaseproducten ten aanzien waarvan in de begeleidende documentatie sprake was van een zogenoemd Break Even Rendement.[24] Dit rendement kwam overeen met de minimaal benodigde koersstijgingen van de aandelen om een positief resultaat te behalen. Uit de uitspraak waarnaar de Rechtbank verwijst[25] is kenbaar wat de desbetreffende documentatie ten aanzien van de berekening van dit Break Even Rendement inhield:[26]

> "2. Financiering en rente
> [Aanbieder] betaalt de Aankoopsom. De deelnemer betaalt de Aankoopsom terug aan [aanbieder] op de eerste beursdag na 5 jaar volgend op de Aankoopdatum. Gedurende de periode van de Aankoopdatum tot de Afloopdatum is de deelnemer rente

23 HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje).
24 Rb. Utrecht 14 januari 2009, *LJN* BH0732.
25 Rb. Utrecht 8 augustus 2007, *NJ* 2007/557.
26 De genoemde bedragen zijn afkomstig uit een in de documentatie gegeven rekenvoorbeeld.

verschuldigd ter hoogte van 1% per maand (12,68% effectief per jaar) over de Aankoopsom. (...) De deelnemer kan kiezen voor deelname zonder 0% Koersrisico-verzekering. Het deelnamebedrag bestaat uit:
Rente gedurende gehele looptijd (60 x fl 78,43) fl. 4.705,80
Korting op rentebedrag wegens betaling ineens; 15% fl. 705,87
Totaal vooruit te betalen rentebedrag fl. 3.999,93
Premie WinstVersneller (15,25% x Aankoopsom) fl. 1.196,06 +
A: totaal te betalen bedrag zonder 0% Koersrisicoverzekering fl. 5.195,99
0% Koersrisicoverzekering (15,0% x Aankoopsom) fl. 1.176,45 +
B: totaal te betalen bedrag met 0% Koersrisicoverzekering fl. 6.372,44
(...)
4. 0% Koersrisico verzekering
Indien de deelnemer opteert voor de keuze B genoemd in artikel 2 zal [aanbieder], ingeval de gezamenlijke waarde van de Aandelen op de Afloopdatum lager is dan de Aankoopsom, het verschil op de Afloopdatum aan de deelnemer uitkeren. De deelnemer is daarvoor een garantiepremie verschuldigd van 15,0% van de Aankoopsom.
(...)
5. De Winstversneller
(...)
De premie voor de Winstversneller is gelijk aan het totaal van alle bruto dividendopbrengsten uit de Aandelen gedurende de Contractperiode plus 15,25% van de Aankoopsom."

De genoemde Winstversneller keerde aan de belegger naast de waarde van de aandelen op de einddatum, nog een bedrag uit ter hoogte van het verschil tussen de laagste waarde van aandelen gedurende de looptijd en de waarde van de aandelen op de einddatum. De Rechtbank overwoog:

"De deelnemer had (...) kunnen en moeten begrijpen dat het uiteindelijk met de contracten te behalen resultaat afhankelijk was van de resultaten van de koersontwikkelingen gedurende de looptijd van het contract en dat er pas sprake zou zijn van een positief resultaat indien de uiteindelijke opbrengst van de aandelen hoger was dan wat hij aan [aanbieder] had betaald. Op basis van de door [aanbieder] in haar informatiemateriaal verstrekte gegevens had de deelnemer zelf kunnen berekenen hoe hoog dit "Break Even Rendement" was en had hij zelf de kansen op het behalen daarvan kunnen inschatten."

Laten wij aannemen dat de belegger in kwestie de verstrekte informatie taalkundig kon begrijpen. Wij nemen voorts ook aan dat de belegger – anders dan kennelijk de Rechtbank – begreep dat voor een positief resultaat een opbrengst van de voor hem aan te kopen aandelen was vereist die hoger was dan wat hij aan de aanbieder zou dienen te betalen verminderd met het belastingvoordeel over de rentecomponent

daarvan. Van de belegger wordt dan ten eerste gevergd dat hij de volgende stappen neemt om de totaal door hem te betalen kosten te berekenen:

1. bepalen welk bedrag overeenkomt met 12,68% van de aankoopsom van zijn aandelen;
2. vermenigvuldigen van dit bedrag met vijf (jaar);
3. hiervan 15% aftrekken indien hij de rente bij vooruitbetaling voldoet;
4. bepalen welk deel hiervan netto voor zijn rekening komt na aftrek voor de inkomstenstenbelasting;
5. bepalen welk bedrag overeenkomt met 15,25% van het aankoopbedrag van zijn aandelen;
6. zich realiseren dat hij dit bedrag niet met vijf moet vermenigvuldigen en niet fiscaal in mindering op zijn inkomen kan brengen;
7. bepalen welk bedrag overeenkomt met 15% van het aankoopbedrag van zijn aandelen;
8. zich bedenken dat hij ook dit bedrag niet met vijf moet vermenigvuldigen en het evenmin fiscaal in mindering kan brengen op zijn inkomen;
9. het optellen van de uitkomsten van de stappen 4, 5 en 7.

Stel dat de belegger destijds 50% inkomstenbelasting betaalde. Dan komt de voorgaande berekening er op neer dat de belegger die voor € 8.000,- aandelen laat aankopen een (netto) investering doet van € 4.576,- Het Break Even Rendement over vijf jaar is derhalve (4.576/8.000 x 100% =) 57,2%. Vervolgens dient de belegger dan de kans in te schatten dat een eventuele waardestijging van zijn aandelen tussen de aankoopdatum en de einddatum, plus een eventueel verschil tussen de laagste waarde van zijn aandelen en de waarde op de einddatum tezamen méér dan 57,2% over vijf jaar oplevert. Daarbij dient de belegger zich dan bovendien te realiseren dat hij in geval van een dergelijk rendement een zeer slechte belegging heeft gedaan en zijn netto investering van € 4.576,- veel beter voor vijf jaar op een depositorekening had kunnen plaatsen. Tegen de achtergrond van hetgeen wij hiervoor opmerkten over het vermogen van de gemiddelde belegger om een realistische inschatting te maken van verschillende (onzekere) financiële scenario's lijkt één en ander wat veel gevraagd.

Een bekende uitspraak van de Rechtbank Amsterdam van 7 juli 2004 betreft eveneens de veronderstelde vaardigheden van de gemiddelde aandelenlease-belegger.[27] In deze uitspraak beoordeelde de Rechtbank een advertentie in De Telegraaf voor de zogenoemde WinstVerdrieDubbelaar. In de advertentie, die integraal in het vonnis is weergegeven, werd vermeld dat de aanbieder zou beleggen in aandelen AEGON, KPN en Wolters Kluwer. Onder een overzicht van de verschillende uitbetalingen op het product in geval van verschillende koersstijgingen stond vermeld:

> "Over de laatste 7 periodes van 3 jaar bedroeg de stijging van het aandelenpakket gemiddeld 28% per jaar (...). In bovenstaand prognosevoorbeeld wordt uitgegaan van

27 Rb. Amsterdam 7 juli 2004, *JOR* 2004/239, m.nt. Lieverse.

> een gemiddelde koersstijging van 14% per jaar, dus de helft lager. Ter vergelijking: de AEX-Index, de officiële graadmeter van de beurs te Amsterdam, steeg sinds haar ontstaan begin 1993 met gemiddeld ruim 17% per jaar."

Namens de beleggers was onder meer aangevoerd dat de brochure misleidend was ten aanzien van de risico's, omdat deze niet wees op de beperkte spreiding van de aan te kopen effecten. De Rechtbank verwierp deze stelling met de volgende motivering:

> "De beperkte spreiding en het ontbreken van de mogelijkheid de samenstelling van de portefeuille te wijzigen worden genoemd in de advertentie en lijken kenmerken van het product te zijn. De daaraan verbonden specifieke risico's behoefden, bezien in het licht van de gehele inhoud van de advertentie, geen afzonderlijke vermelding, omdat dit risico's betreft die voor de gewone consument als hiervoor bedoeld kenbaar zijn. Ook indien juist is dat (...) taal wordt gebezigd die risicoversluiering in zich heeft, mag de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument worden geacht in de advertentie de voormelde risico's te kunnen lezen."

In de advertentie werd geen enkele aandacht besteed aan het *risico* van de beperkte spreiding. Dat de belegging plaatsvond in drie fondsen was op zichzelf uit de advertentie wel kenbaar. Het is echter de vraag of de gemiddelde belegger dit na de aanprijzing van deze drie fondsen in de advertentie als een risico zal hebben gezien, of meende dat hem juist de krenten uit de pap werden aangeboden. Verder lijkt het erop dat de opsteller van de advertentie zich beter dan de Rechtbank bewust was van het fenomeen *anchoring*.

Wij vermelden voorts een uitspraak van het Hof 's-Gravenhage van 26 maart 2008.[28] De zaak betrof beleggingsadvies. Het Hof stelde onder meer het volgende vast omtrent de kennis en ervaring van de belegger:

> "32. Uit het voorgaande [volgt] dat [de belegger] niet alleen al vele jaren vrij zelfstandig, na advisering door de Bank, belegde, maar ook dat hij mede door de gunstige beursontwikkelingen in de negentiger jaren (...) een aanzienlijk vermogen had opgebouwd, dat overigens tamelijk eenzijdig was belegd.
> (...)
> 35. Vast staat [voorts] dat [de belegger] al vele jaren belegde en daarmee een aanzienlijk vermogen had verworven, een behoorlijk draaiend eigen bedrijf had, universitair geschoold was en in 1999 een forse verplichting in de vorm van de aanschaf van een duur eigen huis (aanschafprijs *f* 2.400.000,=), waarvoor hij een tophypotheek had afgesloten, was aangegaan. Anders gezegd: hij was geen kleine jongen, was zakelijk actief en mocht geacht worden inzicht te hebben in geldstromen."

28 Hof 's-Gravenhage 26 maart 2008, *JOR* 2008/162, m.nt. Voerman.

Op basis van deze vaststellingen overweegt het Hof:

> "Niet in geschil is dat de portefeuille van [de belegger] bij de Bank weinig spreiding kende. De stelling van [de belegger] dat de Bank hem daar ten onrechte niet voor heeft gewaarschuwd wordt verworpen. Het hof wijst er in dit verband op dat een belegger met de ervaring van [de belegger] (zie r.o. 35) weet, althans dient te weten, dat een eenzijdig samengestelde portefeuille bepaalde risico's met zich meebrengt."

Waarom de ervaring van de belegger in eerdere jaren hem tot het inzicht had moeten brengen dat zijn portefeuille gevaarlijk eenzijdig was samengesteld valt niet goed in te zien. De belegger had in het verleden met deze wijze van beleggen juist goede resultaten geboekt. Het ligt dan ook veeleer voor de hand dat de belegger zich daardoor bevestigd heeft gezien in zijn wijze van beleggen. Ook de overige feiten en omstandigheden die het Hof noemt wijzen niet in de richting van inzicht in het gevaar van beperkte spreiding. De redenering van het Hof komt er in wezen op neer dat een persoon met zakelijk succes en een goede opleiding – in casu geen van beide op het gebied van beleggingen – zich van het risico van beperkte spreiding bewust *behoort* te zijn. Een dergelijk normatief oordeel past echter niet binnen de geldende wet- en regelgeving (zie hiervoor onder 2). Die vereist immers dat de rechter toetst aan de daadwerkelijke kennis van de belegger in kwestie, respectievelijk van de gemiddelde belegger.

Ten slotte een recente uitspraak van de Rechtbank Amsterdam, waaruit blijkt dat ook de belegger die beschikt over een goed ontwikkeld taalgevoel daarop niet zonder meer kan vertrouwen. De Rechtbank oordeelde in deze zaak over de informatieverstrekking omtrent door Lehman Brothers Treasury Co BV (LBTC) uitgegeven zogenoemde notes die in Nederland door een beleggingsonderneming waren aangeboden.[29] In de door de beleggingsonderneming opgestelde begeleidende brochure werd onder meer de inleg op de notes als gegarandeerd gepresenteerd:

> "Deze notes bieden u twee belangrijke zekerheden:
> 1. Aan het eind van de looptijd krijgt u uw inleg volledig terugbetaald.
> (...)
> De garanties (...)
> Op verzoek van [de beleggingsonderneming] zijn deze notes ontwikkeld en uitgegeven door Lehman Brothers Treasury Co. B.V. De zekerheden met betrekking tot de vaste, gegarandeerde rente en het volledig terugbetalen van uw inleg op de einddatum worden verstrekt door Lehman Brothers Holding Inc. (...) De[ze] bank beschikt met een A+ rating (...) over een uitstekende kredietwaardigheid.
> [De notes zijn] (...) met name geschikt voor beleggers die op zoek zijn naar een - op de einddatum – gegarandeerde belegging met uitzicht op een hogere rente."

29 Rb. Amsterdam 2 maart 2011, *JOR* 2011/123.

De Rechtbank overweegt ten aanzien van deze tekst:

> "De rechtbank is (...) van oordeel dat de brochures (...) ten aanzien van de (...) aan de notes verbonden risico's correct, duidelijk en niet misleidend zijn. Uit de daarin verstrekte informatie volgt zonder meer dat (...) ten aanzien van de terugbetaling van de inleg op de einddatum een garantie is afgegeven door LBH. (...) Dat aan de door LBH verstrekt garantie het risico verbonden is dat LBH kan failleren en dat zij in dat geval niet (geheel) zal kunnen uitkeren, behoeft geen uitdrukkelijke vermelding, maar spreekt voor zich. Weliswaar zou uit de aanduidingen "100% kapitaalsgarantie" en "gegarandeerd uw inleg terug" op de voorkant van de brochures op zichzelf genomen afgeleid kunnen worden dat de belegger steeds zijn inleg terug zou ontvangen, maar indien deze aanduidingen worden bezien in het licht van de rest van de in de brochures en termsheets opgenomen informatie, moet ook voor de niet professionele belegger duidelijk zijn geweest dat het een door LBH verstrekte garantie was, waarvan de aard en omvang van de daarmee verstrekte zekerheid één op één samenhing met de kredietwaardigheid van die bank."

De belegger die de brochure ontving werd aldus geconfronteerd met een drietal bij de notes betrokken partijen, waarvan twee buitenlandse (de beleggingsonderneming, LBTC en Lehman Brothers Holding Inc. (LBH)). Nu zal het de gemiddelde belegger al enige inspanning kosten om de onderlinge driehoeksverhouding tussen deze partijen te doorgronden. Als hem dat echter is gelukt - en hij daaruit bovendien heeft afgeleid dat de beleggingsonderneming zelf geen betalingsverplichting uit hoofde van de notes heeft – ligt het voor de hand dat de belegger meent dat primair LBTC, immers de uitgevende instelling, gehouden is tot terugbetaling van de rente en inleg. Vervolgens ligt het in de rede aan te nemen dat als LBTC ter zake in gebreke blijft de belegger een beroep kan doen op de (bank)garantie die LBH heeft verstrekt. Het woord "garantie" betekent immers (primair) "waarborg".[30] Zoals de in de financiële wereld geverseerde lezer weet, is van een dergelijke garantie in het onderhavige geval evenwel niet daadwerkelijk sprake. Omdat de rol van LBTC als financieringsmaatschappij van LBH in feite geen zelfstandige betekenis heeft. De Rechtbank acht dit klaarblijkelijk evident. Zij wijdt geen overweging aan de rol van LBTC. Haar oordeel komt er vervolgens op neer dat uit de verstrekte informatie zonder meer kenbaar is dat (slechts) LBH instaat voor de terugbetaling van de inleg op de einddatum en dat dus ook duidelijk had moeten zijn dat de zekerheid van terugbetaling volledig afhing van de kredietwaardigheid van (enkel) die bank.

30 Van Dale (2012).

5. Afronding

In het voorgaande zijn enige – naar wij menen - belangrijke aspecten van de daadwerkelijke kennis en kunde van de gemiddelde belegger aan de orde gekomen. De besproken uitspraken boden vervolgens enig inzicht in de naar onze mening bestaande kloof tussen deze kennis en kunde en de kennis en kunde die de rechter veelal aan de belegger toedicht. De oorzaken van deze kloof zijn in dit artikel niet aan de orde gekomen. Als *educated guess* kan in dit verband gedacht worden aan het feit dat de rechter zelf bepaald geen gemiddelde belegger is. De (op zichzelf begrijpelijke) vraag van de rechter aan zichzelf of hij de aan de belegger verstrekte informatie heeft begrepen, geeft daarmee een levensgroot risico op overschatting. Verder zijn rechters zich wellicht niet (genoeg) bewust van de leercurve die beleggers tijdens de (voorbereidingen van) de procedure meemaken. Kennis die een rechter tijdens zittingen meent waar te nemen is dan ook geen goede indicatie van de kennis die de belegger had ten tijde van de relatie met zijn beleggings-adviseur of vermogensbeheerder. Ook kan een rol spelen dat rechters per definitie oordelen met *the benefit of hindside*, waardoor zij wellicht geneigd zijn risico's die zich inmiddels hebben verwezenlijkt groter en duidelijker in te schatten dan deze destijds aan de gemiddelde belegger voorkwamen.

In ons artikel kwam evenmin aan de orde hoe de geconstateerde kloof kan worden overbrugd. Het antwoord op die vraag is overigens op zichzelf – even afgezien van de verwezenlijking ervan – eenvoudig: de rechter dient zich beter bewust te worden van de daadwerkelijke kennis en kunde van de gemiddelde belegger. Daartoe zullen in ieder geval rechters die veel beleggingszaken behandelen zich in de kennis en kunde van de gemiddelde belegger moeten verdiepen. Wellicht kunnen ons artikel en de hierin genoemde literatuur daarbij als een handvat dienen. Maar ook voor de advocatuur is op dit punt een belangrijke rol weggelegd. Waar de kennis en kunde van de belegger relevant is voor de beoordeling van de zaak, dient de advocaat de rechter daarover ter dege voor te lichten. De cliënt-belegger mag immers van zijn advocaat verwachten dat deze hem behoedt voor het risico dat de rechter hem beoordeelt op basis van te hooggespannen verwachtingen van wat de cliënt-belegger wist of kon.

Een verdere uitdieping van de oorzaken van en oplossing voor het geconstateerde probleem gaat het bestek van dit artikel te buiten. Wij ronden af met het uitspreken van de hoop dat de gemiddelde rechter zich in de toekomst wat meer zal verdiepen in wat nu werkelijk van de gemiddelde belegger verwacht mag worden.

Aangehaalde literatuur:

AFM (2007)
Autoriteit Financiële Markten, AFM in de Sp!ts – Ik begrijp het niet. Persbericht AFM van 17 september 2007

Barten (2009)
H. Barten, Fondsenkennis in Nederland. Representatief onderzoek onder de Nederlandse bevolking, Axa Investment Managers, 16 juni 2009

Belsky & Gilovich (1999)
G. Belsky & Thomas Gilovich, Why Smart People Make Big Money Mistakes and How to Correct Them. Lessons from the new science of behavioural economics, Simon & Schuster Paperbacks, New York 1999

Bohnenn e.a. (2004)
E. Bohnenn, Ch. Ceulemans, C. van de Guchte, J. Kurvers, T. Van Tendeloo, Laaggeletterdheid in de Lage Landen. Hoge prioriteit voor beleid, Nederlandse Taalunie, Den Haag 2004

Van Dale (2012)
Van Dale, Online woordenboek der Nederlandse Taal, www.vandale.nl

DNB (2006)
De Nederlandsche Bank N.V., Financiële kennis Nederlandse huishoudens is beperkt, kwartaalbericht juni 2006

Groot/Maassen van den Brink (2006)
W. Groot en H. Maassen van den Brink, Stil vermogen, een onderzoek naar de maatschappelijke kosten van laaggeletterdheid, Stichting Lezen & Schrijven, Den Haag 2006

Grundmann-van de Krol (2012)
C.M. Grundmann-van de Krol m.m.v. J.B.S. Hijink, Koersen door de Wet op het financieel toezicht. 4e druk, Boom Juridische uitgevers, Den Haag 2012

't Hart/Du Perron (2006)
F.M.A. 't Hart en C.E. du Perron, De geïnformeerde consument. Is informatieverstrekking een effectief middel om consumenten afgewogen financiële beslissingen te laten nemen? Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006, Serie vanwege het Van der Heijden instituut, Deel 90, Kluwer, Deventer 2006

Lichenstein en Fischoff (1977)
S. Lichenstein en B. Fischoff, Do those who know more also know more about how much they know? The calibration of probability judgements, in: Organizational Behavior and Human Performance, Volume 20, Issue 2, December 1977, p. 159-183

Montier (2006)
J. Montier, Behavioural Finance. Insights into Irrational Minds and Markets, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Chichester 2006

Paulos (1988)
J.A. Paulos, Innumeracy: Mathematical Illiteracy and Its Consequences, Hill and Wang, New York 1988

Pompian (2006)
M.M. Pompian, Behavioral Finance and Welth Management. How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Hoboken 2006

Wijnstekers, FR (2012)
N.G. Wijnstekers, Ik zie, ik zie wat jij niet ziet en het is ...? Transparantie bij financiële producten en diensten, FR (2012), nr. 3, p. 71-79