



**Autoriteit  
Financiële Markten**

**Concept 28 september 2006**

**Deskundigenbericht AFM**

**Inzake Effectenleaseproducten - Dexia Bank  
Nederland N.V.**



## **CONCLUSIES**

### *Inleiding*

In zijn beschikking van 20 juni 2006<sup>1</sup> heeft het Gerechtshof Amsterdam (hierna: Gerechtshof) opdracht gegeven tot een deskundigenonderzoek door de Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM). De overweging van het Gerechtshof om dit deskundigenonderzoek te gelasten is gelegen in het verweer zoals naar voren gebracht in de juridische procedure betreffende de verbindend verklaring van de ‘Duisenberg-regeling’. Het verweer luidde dat, kort samengevat, Dexia Bank Nederland N.V. (hierna: Dexia<sup>2</sup>) de aandelen die zij aan beleggers heeft geleased, niet daadwerkelijk zelf heeft verworven en behouden. Dexia zou hierdoor geen nadeel hebben ondervonden door waardevermindering van die aandelen als gevolg van koersdalingen op de beurs.

### *Opdracht*

Het Gerechtshof heeft in zijn beschikking de AFM opdracht gegeven de vraag te beantwoorden of Dexia ten behoeve van de afnemers van de door haar aangeboden effectenleaseproducten<sup>3</sup> de aandelen waarop die producten betrekking hebben daadwerkelijk heeft aangekocht en, voorzover voor de nakoming van haar verplichtingen jegens die afnemers noodzakelijk, behouden.

Daarnaast verzoekt het Gerechtshof geïnformeerd te worden over verdere opmerkingen of bevindingen waarvan geldt dat het voor het Gerechtshof van belang is of kan zijn om er kennis van te nemen, in verband met de beoordeling van gegeven verweer<sup>4</sup>.

De AFM is op 17 juli 2006 gestart met haar onderzoek bij Dexia. Als gevolg van de vereiste diepgang van het door de AFM verrichte onderzoek en de door Dexia benodigde tijd voor de oplevering van alle voor het onderzoek relevante documenten, heeft het onderzoek tot en met 11 september 2006 geduurd. In dit deskundigenbericht zijn de uitkomsten van het onderzoek opgenomen.

Dit bericht strekt ertoe het Gerechtshof voor te lichten over de feitelijke gang van zaken met betrekking tot de vermeende aankoop van de betrokken aandelen en het behoud daarvan door Dexia voorzover noodzakelijk voor de nakoming van haar verplichtingen uit de met beleggers gesloten effectenleaseovereenkomsten. Aan de hand van deze voorlichting zal het Gerechtshof – en niet de deskundige – de gegrondheid van het in de inleiding genoemde verweer beoordelen.

Een specifieke categorie effectenleaseproducten zijn de zogenoemde certificaatproducten. Ongeveer 15 procent van het totaal aantal afgesloten effectenleaseovereenkomsten dat onder de Duisenberg-regeling valt, namelijk 104.537 overeenkomsten, kan als certificaatproduct worden aangemerkt. Zoals ook in de Duisenberg-regeling staat aangegeven, geven certificaatproducten recht op een vordering (van de cliënt op Dexia) waarvan de waarde afhankelijk is van koersontwikkelingen van al dan niet ter beurze genoteerde effecten. Bij certificaatproducten is Dexia, zo blijkt uit de bijzondere voorwaarden en het prospectus van de betreffende producten, met haar cliënten

---

<sup>1</sup> Rekestnummer 1783/05.

<sup>2</sup> Daar waar in dit deskundigenbericht wordt gesproken over Dexia wordt bedoeld Dexia Bank Nederland N.V. en haar rechtsvoorgangers, tenzij expliciet anders is aangegeven.

<sup>3</sup> Het Gerechtshof beperkt de reikwijdte van deze vraag tot die effectenleaseproducten waarop de overeenkomst van 23 juni 2005 ziet. Deze overeenkomst wordt de ‘Duisenberg-regeling’ genoemd.

<sup>4</sup> Naast de twee genoemde vragen heeft het Gerechtshof ook twee vragen gesteld met betrekking tot de uitvoering van het onderzoek. Dit betreft de vraag of feiten of omstandigheden zijn gebleken in het onderzoek met betrekking tot het verkrijgen van inzicht door de AFM in de feitelijke gang van zaken en de vraag op welke wijze en met welke methodiek de AFM het onderzoek heeft verricht en waarom voor deze wijze en methodiek is gekozen. De antwoorden op deze vragen zijn opgenomen in dit deskundigenbericht maar niet in de conclusie.



overeengekomen dat Dexia (slechts) de verplichting op zich heeft genomen aan het einde van de looptijd van het certificaatproduct het bedrag van de hoofdsom vermenigvuldigd met de procentuele stijging van (bijvoorbeeld) een index of één of meerdere effecten, onder aftrek van de door de cliënt terug te betalen restsommen van de lening, aan de cliënt uit te betalen. Dexia heeft bij certificaatproducten dus niet de verplichting op zich genomen om ten behoeve van haar cliënten aandelen te verwerven en te behouden<sup>5</sup>. Waar in dit deskundigenbericht gesproken wordt over ‘effectenleaseproducten’ worden uitsluitend niet-certificaatproducten bedoeld.

**Korte toelichting op de begrippen die in deze conclusie aan de orde komen:**

- Cliëntenadministratie: Dexia voert een cliëntenadministratie waaruit de gegevens van de afnemers van effectenleaseproducten blijken en de aandelen waarop zij contractueel recht hebben.
- Verzameldepot: In de Wet giraal effectenverkeer is bepaald dat een bij Euroclear Nederland aangesloten instelling voor iedere soort effecten een apart verzameldepot houdt. Hierin staat vermeld het totaal aantal effecten van een bepaalde soort die door de instelling voor eigen rekening en al haar cliënten in bewaring zijn gegeven bij een aangesloten instelling. Uit de administratie van de aangesloten instelling blijken vervolgens de aanspraken per cliënt.
- Custodian: Dit is een financiële partij, meestal een bank, die effecten voor beleggers bewaart alsmede de daarbij behorende administratieve handelingen verricht. De custodian van Dexia is RBC Dexia.
- Depotrekening: Een door de custodian uitgegeven (rekening)nummer waarop de effectenposities per cliënt worden geadmistreerd. Dexia heeft per effectenleaseproduct een depotrekening bij haar custodian RBC Dexia geopend.
- Euroclear Nederland: Euroclear Nederland is het centraal instituut zoals bepaald in de Wet giraal effectenverkeer en speelt een belangrijke rol in het effectenverkeer in Nederland. Zij beheert voor ieder soort effecten een girodepot. Hierin staan de aanspraken van de bij het centraal instituut aangesloten instellingen op de betreffende effecten vermeld. Dexia en RBC Dexia (de custodian van Dexia) zijn allebei een bij Euroclear Nederland aangesloten instelling.
- Securitatisatie: de overdracht van bezittingen van een onderneming aan een speciaal daarvoor opgericht bedrijf, meestal special purpose vehicle (SPV) genoemd. De SPV geeft verhandelbare effecten uit met genoemde bezittingen als een soort onderpand. Dexia heeft gedurende enkele jaren vorderingen op effectenleasecliënten overgedragen aan SPV's.

*Beantwoording vragen Gerechtshof*

1. Aankoop en behoud van aandelen

De eerste vraag van het Gerechtshof ziet op aankoop en behoud van aandelen. De AFM heeft ook levering van aandelen betrokken in haar onderzoek. Over het algemeen wordt een aankoop van aandelen namelijk gevolgd door de levering hiervan.

De AFM heeft derhalve onderzoekswerkzaamheden verricht naar de volgende onderwerpen:

- (1) Aankoop en levering van aandelen;
- (2) Behoud van aandelen.

---

<sup>5</sup> Zie prospectus Winstver10dubbeelaar Certificaten d.d. 19 september 2000. In dit prospectus staat op pagina 4 de volgende tekst: “De Certificaten geven geen recht van welke aard ook op de onderliggende aandelen (bijvoorbeeld: uitlevering van of dividend of enige andere betaling ter zake de aandelen)”.



*Ad (1) In hoeverre zijn aandelen aangekocht en op depotrekeningen geleverd?*

Dexia hanteerde de volgende systematiek voor de aankoop van aandelen voor effectenleasecliënten. Dexia telde alle orders voor effectenleasecliënten bij elkaar op tot een verzamelorder. Deze werd door de afdeling die deze verzamelorder diende uit te voeren vervolgens weer opgesplitst om in verschillende deelorders op de effectenbeurs uit te voeren. Hierdoor is het niet mogelijk gebleken om door Dexia op de effectenbeurs uitgevoerde transacties te herleiden tot orders voor individuele effectenleasecliënten.

Wel is het mogelijk te beoordelen of en hoe verzamelorders zijn samengesteld en of zij hebben geleid tot een bijboeking van aandelen op de depotrekeningen die Dexia ten behoeve van de betreffende effectenleaseproducten bij RBC Dexia Investor Services Netherlands N.V. (hierna: RBC Dexia<sup>6</sup>) aanhoudt. Een bijschrijving van aandelen op naam van Dexia op deze depotrekeningen in de administratie van RBC Dexia kwalificeert op grond van de Wet giraal effectenverkeer (hierna: Wge) als een levering van aandelen.

De AFM heeft op twee manieren vastgesteld dat aandelen voor effectenleasecliënten zijn geleverd op de depotrekeningen die Dexia ten behoeve van de betreffende effectenleaseproducten bij RBC Dexia aanhoudt.

Ten eerste heeft de AFM op basis van een deelwaarneming (26 effectenleaseovereenkomsten<sup>7</sup>) voor de periode 1997 tot en met 2005 vastgesteld dat aandelen voor effectenleasecliënten tijdig zijn geleverd. In alle beoordeelde gevallen hebben bijschrijvingen plaatsgevonden op de depotrekeningen, die Dexia ten behoeve van de betreffende effectenleaseproducten bij RBC Dexia aanhoudt, die overeenkomen met de omvang en samenstelling van de verzamelorders.

Ten tweede heeft de AFM vastgesteld voor de periode van december 2000 tot en met december 2005<sup>8</sup> dat de veranderingen in de aantallen aandelen waarop afnemers van effectenleaseproducten, volgens de cliëntenadministratie, recht hebben, hebben geleid tot vergelijkbare bij- en afschrijvingen op en van de depotrekeningen die Dexia ten behoeve van de betreffende effectenleaseproducten bij RBC Dexia aanhoudt. Deze conclusie geldt voor de veranderingen tussen de onderzochte 56 maandultimo's<sup>9</sup> en voor alle 22 aandelenfondsen die in de verschillende effectenleaseproducten zijn opgenomen.

---

<sup>6</sup> Daar waar in dit deskundigenbericht wordt gesproken over RBC Dexia wordt bedoeld RBC Dexia Investor Services Netherlands N.V. en haar rechtsvoorgangers, tenzij expliciet anders aangegeven. RBC Dexia voert de depotadministratie. RBC Dexia is een aangesloten instelling bij Euroclear Nederland zoals bedoeld in artikel 1 van de Wet giraal effectenverkeer en kan uit dien hoofde op de beurs aangekochte aandelen bijschrijven in haar verzameldepots en op haar depotrekeningen.

<sup>7</sup> De omvang van de deelwaarneming is beperkt ten opzichte van het aantal afgesloten effectenleaseovereenkomsten. De AFM heeft geen aanleiding gezien een grotere deelwaarneming uit te voeren. Hierbij zijn met name de volgende twee redenen van belang. De eerste reden is dat ook uit de uitkomsten van de onderzoekswerkzaamheden ten aanzien van het behoud van aandelen valt af te leiden dat (zie hoofdstuk 4) de voor cliënten benodigde aandelen tijdig op de daarvoor bestemde depotrekeningen zijn bijgeschreven oftewel geleverd en daarna behouden. De tweede reden om de deelwaarneming niet uit te breiden is dat de uitkomsten van de deelwaarneming hiertoe evenmin aanleiding geven.

<sup>8</sup> Dexia heeft aangegeven dat de beschikbare informatie voor de jaren 1997 tot en met 1999 afkomstig was van haar rechtsvoorganger Bank Labouchere N.V. Volgens Dexia is deze informatie onvoldoende bruikbaar, omdat niet meer kan worden beoordeeld of de betreffende historische informatie destijds adequaat tot stand is gekomen. De AFM heeft hierom de voor deze periode aanwezige reconciliaties niet verder betrokken bij haar onderzoek.

<sup>9</sup> Van de 61 maanden (december 2000 tot en met december 2005) waren voor 56 maanden reconciliaties op maandultimo aanwezig.



*Ad (2) In hoeverre zijn de aandelen behouden?*

De AFM heeft ook op twee manieren vastgesteld dat de aandelen die zijn bijgeschreven op de depotrekeningen van Dexia ten behoeve van effectenleaseproducten zijn behouden.

Ten eerste heeft de AFM vastgesteld voor de periode van december 2000 tot en met december 2005 dat, op de onderzochte 56 maandultimo's, het aantal aandelen op de depotrekeningen niet noemenswaardig afweek van het aantal aandelen dat volgens de cliëntenadministratie benodigd was. Dit betekent dat Dexia voor deze periode voldoende effecten op depotrekeningen ten behoeve van effectenleaseproducten heeft aangehouden om aan de verplichtingen jegens de effectenleasecliënten te kunnen voldoen. Deze conclusie geldt voor alle 22 aandelenfondsen die in de verschillende effectenleaseproducten zijn opgenomen.

Ten tweede heeft de AFM voor de ultimo's mei en december in de periode 2000 tot en met mei 2005 vastgesteld dat de effectenposities die RBC Dexia, ten behoeve van Dexia's effectenleaseproducten alsmede ten behoeve van haar andere cliënten, op haar depotrekeningen aanhield, overeenkomen met de effectenposities van RBC Dexia zoals zichtbaar in de administraties van Euroclear Nederland en andere custodians.

*Gevolgtrekking aankoop, levering en behoud van aandelen*

De AFM heeft vastgesteld dat Dexia in ieder geval gedurende de periode van december 2000 tot en met december 2005 ten behoeve van de afnemers van de door haar aangeboden effectenleaseproducten de aandelen waarop die producten betrekking hebben (1) tijdig zijn geleverd op de daarvoor bedoelde depotrekeningen bij RBC Dexia én (2) voorzover voor de nakoming van haar verplichtingen jegens die afnemers noodzakelijk, behouden. De AFM acht het aannemelijk, maar heeft dit niet feitelijk vastgesteld, dat aan de leveringen een aankoop is voorafgegaan.

Voor de periode periode 1997 tot en met 1999 heeft de AFM wel de levering van aandelen (op basis van de uitgevoerde deelwaarneming) maar niet het behoud van aandelen kunnen vaststellen. De reden hiervoor is dat zowel Dexia als Euroclear Nederland de door de AFM opgevraagde informatie niet volledig konden overleggen. De informatie die Dexia wel kon overleggen voor deze periode bleek niet voldoende bruikbaar<sup>10</sup>.

2. Verdere opmerkingen of bevindingen

Het Gerechtshof heeft verzocht geïnformeerd te worden over verdere opmerkingen of bevindingen waarvan geldt dat het voor het Gerechtshof van belang is of kan zijn om er kennis van te nemen.

In dit verband zijn de volgende onderwerpen onderzocht:

- (1) securitisatie;
- (2) opname van effecten op de balans;
- (3) de Ahold-claim;
- (4) bijzondere voorwaarden effectenleaseovereenkomsten.

*Ad (1) Securitatie*

Dexia heeft in de periode 1997 tot en met 2000 via zes transacties vorderingen gesecuritiseerd die zij uit hoofde van afgesloten effectenleaseovereenkomsten op haar cliënten had. Securitatie houdt in het overdragen van

---

<sup>10</sup> Zie hoofdstuk 6



bezittingen van een onderneming aan een speciaal daarvoor opgericht bedrijf, meestal special purpose vehicle (SPV) genoemd. De SPV geeft verhandelbare effecten uit met genoemde bezittingen als een soort onderpand.

De betreffende securitisatietransacties zijn in 2002 beëindigd waarna de SPV's zijn opgeheven. Ter extra waarborg voor de SPV's waren de aandelen die Dexia ten behoeve van haar effectenleasecliënten op bepaalde depotrekeningen bij RBC Dexia aanhield, aan de SPV's verpand.

Van overdracht van aandelen aan SPV's is geen sprake geweest, aldus Dexia. De door de AFM beoordeelde fondsenstaten bevestigen dat de aandelen op de depotrekeningen zijn blijven staan. Derhalve heeft de AFM geen aanleiding te veronderstellen dat de aandelen die onderdeel uitmaken van de zes securitisatietransacties niet zijn behouden.

#### *Ad (2) Opname van effecten op de balans*

De AFM heeft geconstateerd dat in diverse jaarrekeningen van Dexia op de balans effectenposities zijn opgenomen. Op grond van de richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving dienen effecten op de balans te worden opgenomen indien de rechtspersoon hierover de beschikkingsmacht heeft én de economische voordelen ervan naar de rechtspersoon toevloeien.

Dexia heeft aangegeven dat de effectenposities die op haar balans worden vermeld effectenposities betreffen waar zij juridisch en economisch eigenaar van is. Dit betreffen onder meer posities die Dexia aanhoudt om haar verplichtingen uit hoofde van certificaatproducten af te dekken.

De effectenposities die Dexia aanhoudt ten behoeve van niet-certificaatproducten staan niet op de balans. Het economisch eigendom van deze effecten ligt bij de effectenleasecliënt en niet bij Dexia. Dexia is alleen juridisch eigenaar van deze aandelen totdat de cliënt aan al zijn verplichtingen jegens Dexia heeft voldaan.

#### *Ad (3) Ahold-Claim*

Door Ahold is een schikking getroffen met verschillende partijen naar aanleiding van de boekhoudaffaire in 2003. In het kader hiervan heeft Dexia ten behoeve van haar gezamenlijke effectenleasecliënten (althans voor die groep met een overeenkomst waarvan Ahold-aandelen een onderdeel uitmaakten) een claim ingediend bij de zogenaamde 'claims administrator' in de Verenigde Staten.

Uit de ingediende claim en onderbouwing blijkt dat gedurende de periode juli 1999 tot en met april 2003, de periode waarop de ingediende claim betrekking heeft, het aantal aandelen Ahold op de depotrekeningen van Dexia ten behoeve van effectenlease niet noemenswaardig afweek van het aantal aandelen Ahold dat volgens Dexia's cliëntenadministratie benodigd was. Dit onderschrijft mede de conclusie van de AFM ten aanzien van het behoud van aandelen.

#### *Ad (4) Bijzondere voorwaarden effectenleaseovereenkomsten*

De AFM heeft vastgesteld dat in de bijzondere voorwaarden van de effectenleaseovereenkomsten tenminste vanaf april 1999 tot en met februari 2002 een clause was opgenomen die verwees naar een zogenoemde 'voorwaardelijke overdracht', overeenkomstig artikel 17 Wge. De AFM heeft, gegeven de reikwijdte van de beschikking, geen onderzoek verricht naar de vraag of voorwaardelijke levering conform artikel 17 Wge mogelijk is.



## **Autoriteit Financiële Markten**

De AFM heeft vastgesteld dat aandelen ten behoeve van effectenleasecliënten werden bijgeschreven op naam van Dexia in de administratie van de bij Euroclear Nederland aangesloten instelling RBC Dexia. Uit informatie van Dexia en van Euroclear Nederland blijkt evenwel dat óók Dexia vanaf november 1995 tot heden aangesloten instelling bij Euroclear Nederland is geweest. De AFM merkt op dat als gevolg van de Wge-systematiek – artikel 10 Wge juncto 17 Wge - en het feit dat Dexia aangesloten instelling van Euroclear Nederland is geweest, het mogelijk zou kunnen zijn dat geen voorwaardelijke, maar een ‘onvoorwaardelijke’ bijschrijving van de aandelen ten gunste van de effectenleasecliënten van Dexia heeft plaatsgevonden. De AFM heeft, gegeven de reikwijdte van de beschikking, geen onderzoek verricht naar de eventuele juridische implicaties van deze mogelijkheid.



## INHOUDSOPGAVE

<b>CONCLUSIES .....</b>	<b>2</b>
<b>HOOFDSTUK 1 INLEIDING.....</b>	<b>9</b>
1.1 BESCHIKKING .....	9
1.2 OPBOUW DESKUNDIGENBERICHT .....	10
1.3 WIJZE VAN ONDERZOEK .....	10
<b>HOOFDSTUK 2 CATEGORIEËN EFFECTENLEASEPRODUCTEN.....</b>	<b>14</b>
2.1 INLEIDING.....	14
2.2 AFLOSSINGSPRODUCTEN EN RESTSCHULDPRODUCTEN .....	14
2.3 CERTIFICAATPRODUCTEN.....	14
2.4 CONCLUSIE.....	15
<b>HOOFDSTUK 3 AANKOOP EN LEVERING VAN AANDELEN .....</b>	<b>16</b>
3.1 INLEIDING.....	16
3.2 PROCES VAN AANKOOP EN LEVERING .....	16
3.3 ONDERZOEK VAN AANKOOP EN LEVERING VAN AANDELEN VOOR CLIËNTEN .....	17
3.4 CONCLUSIE AANKOOP EN LEVERING VAN AANDELEN .....	19
<b>HOOFDSTUK 4 BEHOUD VAN AANDELEN .....</b>	<b>20</b>
4.1 INLEIDING.....	20
4.2 CLIËNTENPOSITIE VERSUS DEPOTPOSITIE.....	20
4.3 AANSLUITING TUSSEN DEPOTREKENINGEN EN EXTERNE BEWAARDERS.....	23
4.4 SHORTPOSITIES.....	23
4.5 CONCLUSIE BEHOUD AANDELEN .....	24
<b>HOOFDSTUK 5 OVERIGE ONDERWERPEN.....</b>	<b>25</b>
5.1 INLEIDING.....	25
5.2 SECURITISATIE .....	25
5.3 OPNAME VAN EFFECTEN OP DE BALANS .....	25
5.4 AHOLD-CLAIM.....	25
5.5 BIJZONDERE VOORWAARDEN EFFECTENLEASEOVEREENKOMSTEN.....	26
<b>HOOFDSTUK 6 VERDERE FEITEN OF OMSTANDIGHEDEN .....</b>	<b>27</b>
<b>BIJLAGE 1 BESCHEIDEN VAN HET GERECHTSHOF .....</b>	<b>28</b>
<b>BIJLAGE 2 HET RECONCILIATIEPROCES.....</b>	<b>29</b>
<b>BIJLAGE 3 EFFECTENTRANSACTIES EN DE AFWIKKELING HIERVAN.....</b>	<b>32</b>
<b>BIJLAGE 4 BEGRIPPENLIJST.....</b>	<b>35</b>
<b>BIJLAGE 5 PROSPECTUS WINSTVER10DUBBELAAR CERTIFICAAT .....</b>	<b>38</b>





## **Hoofdstuk 1 Inleiding**

### **1.1 Beschikking**

Op 20 juni 2006 heeft het Gerechtshof Amsterdam de Stichting Autoriteit Financiële Markten benoemd tot deskundige ter beantwoording van de volgende vragen:

- a. heeft Dexia ten behoeve van de afnemers van de door haar aangeboden effectenleaseproducten – waarop de overeenkomst van 23 juni 2005 waarvan in deze procedure de verbindendverklaring wordt verzocht, ziet - de aandelen waarop die producten betrekking hebben daadwerkelijk aangekocht en, voorzover voor de nakoming van haar verplichtingen jegens die afnemers noodzakelijk, behouden?
- b. zijn in het onderzoek ter beantwoording van de hierboven genoemde vraag verdere feiten of omstandigheden gebleken die van belang zijn of kunnen zijn voor het verkrijgen van inzicht in de feitelijke gang van zaken met betrekking tot de verwerving en het behoud van aandelen door Dexia in verband met de hierboven bedoelde effectenleaseproducten? zo ja, welke?
- c. op welke wijze of wijzen, met toepassing van welke methode of methoden, is het onderzoek ter beantwoording van de onder a vermelde vraag verricht? Waarom is juist voor deze wijze(n), respectievelijk methode(n), gekozen en waarom is, respectievelijk zijn, deze geschikt voor de beantwoording van die vraag?
- d. hebben de hierboven genoemde vragen en het naar aanleiding daarvan verrichte onderzoek aanleiding gegeven tot verdere opmerkingen of bevindingen waarvan geldt dat het voor het Gerechtshof van belang is of kan zijn om er kennis van te nemen, in verband met de beoordeling van het onder 2.2 weergegeven verweer?

Het onder 2.2 weergegeven verweer luidt als volgt:

“ 2.2 ..... overweegt het Gerechtshof als volgt. Het te gelasten deskundigenonderzoek vindt plaats naar aanleiding van het verweer van een aantal verweerders dat Dexia de aandelen die zij ingevolge door haar gesloten effectenleaseovereenkomsten aan beleggers heeft geleast, niet daadwerkelijk zelf heeft verworven en behouden, zodat zij geen nadeel heeft ondervonden door waardevermindering van die aandelen als gevolg van koersdalingen ter beurze. Het onderzoek strekt ertoe dat het Gerechtshof door een, van de partijen onafhankelijke, deskundige wordt voorgelicht omtrent de feitelijke gang van zaken met betrekking tot de – al of niet – aankoop van de betrokken aandelen en het behoud daarvan door Dexia voorzover noodzakelijk voor de nakoming van haar verplichtingen uit de met beleggers gesloten effectenleaseovereenkomsten. Aan de hand van deze voorlichting die, zoals gezegd, van feitelijke aard zal (moeten) zijn, dient het Gerechtshof – en niet de deskundige – de gegrondheid van het zojuist bedoelde verweer te beoordelen.”

Als uitgangspunt voor het onderzoek heeft het Gerechtshof de bescheiden beschikbaar gesteld zoals opgenomen in bijlage 1 bij dit bericht.

Van belang bij de verdere lezing van dit deskundigenbericht is dat de AFM is verzocht om voor de gehele periode waarop de Duisenberg-regeling van toepassing is een uitspraak te doen. De Duisenberg-regeling is van toepassing op alle overeenkomsten van effectenlease die na 1 januari 1997 zijn beëindigd of nog lopen (uitgezonderd contracten met minderjarigen en depotlease).



## **1.2 Opbouw deskundigenbericht**

In dit deskundigenbericht beantwoordt de AFM de vragen van het Gerechtshof Amsterdam. Hierbij heeft de AFM getracht dit bericht leesbaar en begrijpelijk te maken voor alle bij de juridische procedure(s) betrokken partijen, inclusief de afnemers van de effectenleaseproducten. Om dit doel te bereiken heeft de AFM in bijlage 3 nader toegelicht op welke wijze in zijn algemeenheid effectentransacties op Euronext Amsterdam worden uitgevoerd en daarna worden afgewikkeld. Ook is in bijlage 4 een begrippenlijst opgenomen.

In de hoofdstukken 3 en 4 beantwoordt de AFM de eerste vraag van het Gerechtshof. Hiertoe gaat de AFM in op de aankoop en het behoud van aandelen ten behoeve van de effectenleasecliënten.

De AFM beantwoordt de tweede vraag van het Gerechtshof in hoofdstuk 6. Dit betreft een beschrijving van de feiten of omstandigheden die gebleken zijn tijdens het onderzoek die naar de mening van de AFM van belang zijn of kunnen zijn voor het verkrijgen van inzicht in de feitelijke gang van zaken.

De derde vraag van het Gerechtshof beantwoordt de AFM in de volgende paragraaf, 1.3. Dit betreft een beschrijving van de wijze waarop het onderzoek is uitgevoerd.

In hoofdstuk 5 gaat de AFM in op de vierde en laatste door het Gerechtshof gestelde vraag. Dit betreft een beschrijving van de verdere opmerkingen of bevindingen waarvan de AFM van mening is dat het voor het Gerechtshof van belang is of kan zijn om er kennis van te nemen. De betreffende onderwerpen zijn securitisatie, opname van effecten op de balans, de Ahold-claim en de bijzondere voorwaarden effectenleaseovereenkomsten.

## **1.3 Wijze van onderzoek**

Het Gerechtshof heeft de AFM in zijn beschikking verzocht een toelichting te geven op de vraag “Op welke wijze of wijzen, met toepassing van welke methode of methoden, het onderzoek ter beantwoording van de onder a vermelde vraag is verricht? Waarom is juist voor deze wijze(n), respectievelijk methode(n), gekozen en waarom is, respectievelijk zijn, deze geschikt voor de beantwoording van die vraag?”.

Onderstaand gaat de AFM in op de volgende onderwerpen:

1. Namens de AFM bij het onderzoek betrokken personen;
2. Verwerven van kennis van de bedrijfsactiviteiten van Dexia;
3. Bepalen aard en omvang werkzaamheden;
4. Onderzoekswerkzaamheden.

### **1.3.1 Namens de AFM bij het onderzoek betrokken personen**

Op basis van de door het Gerechtshof overgelegde bescheiden is door de AFM beoordeeld hoe het onderzoeksteam samengesteld diende te worden. Hierbij is als uitgangspunt gehanteerd dat onderzoekers over voldoende ervaring en deskundigheid beschikken. Daarnaast gold als criterium dat onderzoekers in het verleden niet betrokken zijn geweest bij het door de AFM uitgevoerde toezicht op Dexia.

Het onderzoeksteam dat op locatie het onderzoek heeft uitgevoerd bestond uit drie Senior Toezichthouders en een Toezichthouder. Naar de mening van de AFM is het onderzoeksteam afdoende ervaren en beschikken de leden ervan over de juiste expertise om het onderzoek adequaat uit te kunnen voeren. Bij de voorbereiding, uitvoering en review van de werkzaamheden is ook een beroep gedaan op de binnen de AFM aanwezige kennis van wet- en



regelgeving en controleleer. In deze stadia zijn onder meer juristen en registeraccountants betrokken geweest bij het onderzoek.

Het onderzoeksteam en de onderzoekswerkzaamheden zijn binnen de AFM aangestuurd door een stuurgroep. Deze stuurgroep bestond uit een directeur alsmede een tweetal afdelingshoofden. Deze structuur is onderdeel van de getroffen maatregelen ter borging van de kwaliteit van het onderzoek. Daaronder valt ook de na afloop van de onderzoekswerkzaamheden door de interne accountantsdienst van de AFM uitgevoerde dossierreview.

Het onderzoek heeft voorts plaatsgevonden onder leiding van de daartoe door het Gerechtshof benoemde raadsheer-commissaris zoals in de beschikking bepaald. Hiertoe heeft het onderzoeksteam van tijd tot tijd werkoverleg met de raadsheer-commissaris gevoerd en heeft daarnaast waar opportuun mondeling nader overleg en afstemming plaatsgevonden omtrent de behandeling van de in de beschikking aan de AFM gestelde vragen.

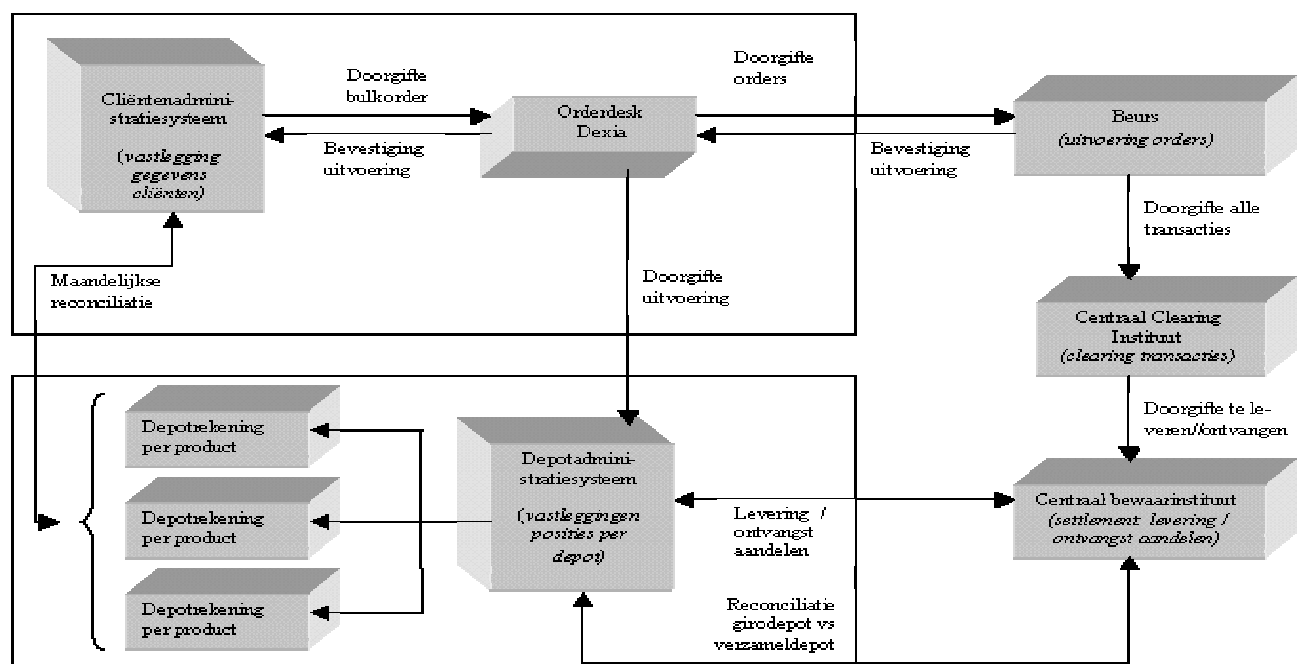
De AFM is op 17 juli 2006 gestart met haar onderzoek bij Dexia. Als gevolg van de vereiste diepgang van het door de AFM verrichte onderzoek en de door Dexia benodigde tijd voor de oplevering van alle voor het onderzoek relevante documenten, heeft het onderzoek tot en met 11 september 2006 geduurd.

### 1.3.2 Verwerven van kennis van de bedrijfsactiviteiten van Dexia

In de beginfase van het onderzoek heeft de AFM zich een beeld gevormd van de activiteiten en de structuur van Dexia in relatie tot de aankoop en administratie van aandelen ten behoeve van effectenleasecliënten.

In onderstaande figuur is, op grond van informatie die door Dexia is overgelegd, in hoofdlijnen aangegeven op welke wijze (1) de uitvoering van effectenorders ten behoeve van effectenleasecliënten geschiedde en (2) de levering en ontvangst van aandelen was ingericht. Dit betreft overigens alleen de aandelenstromen alsmede de hierop betrekking hebbende informatiestromen. Bijbehorende geldstromen zijn niet in deze figuur weergegeven. Dit zou de complexiteit van deze figuur vergroten en valt buiten de door het Gerechtshof gestelde onderzoeksvragen.

#### ***Dexia Bank Nederland N.V.***

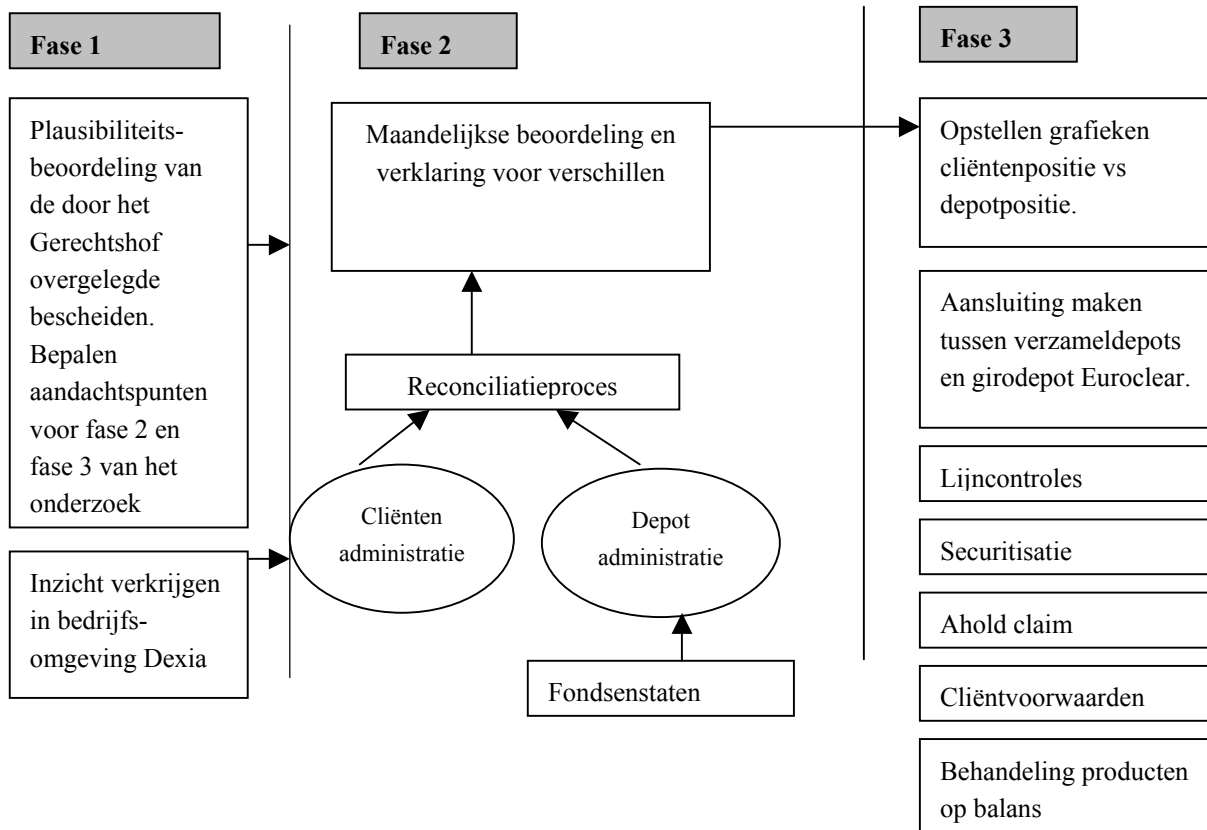


#### ***RBC Dexia Investor Securities Services Netherlands N.V.***



### 1.3.3 Fasering werkzaamheden

Naar aanleiding van de vragen van het Gerechtshof en de verkenning van de bedrijfsomgeving is het onderzoek in drie fasen onderverdeeld. Deze fasering is bij aanvang van het onderzoek kenbaar gemaakt aan het Gerechtshof en aan Dexia.



#### *Eerste fase*

De eerste fase bestond uit het bestuderen van de bescheiden die aan de AFM zijn overgelegd door het Gerechtshof. Uit deze beoordeling zijn aandachtspunten voor het onderzoek gedestilleerd. Daarnaast is in deze fase inzicht verkregen in de processen binnen Dexia die van belang zijn voor de beantwoording van de onderzoeksvragen.

#### *Tweede fase*

De tweede fase van het onderzoek heeft zich gericht op het verzamelen van gegevens (door de tijd heen) over enerzijds het aantal effecten waarop cliënten recht hebben op grond van de door hen aangegane overeenkomst (hierna: cliëntenpositie) en anderzijds het aantal effecten dat daadwerkelijk wordt aangehouden door Dexia (hierna: depotpositie). De gegevens zijn afkomstig uit het reconciliatieproces en de daarvoor relevante systemen.

Om de vraag te kunnen beantwoorden of Dexia ten behoeve van de afnemers van de door haar aangeboden effectenleaseproducten de aandelen waarop die producten betrekking hebben daadwerkelijk heeft aangekocht en, voorzover voor de nakoming van haar verplichtingen jegens die afnemers noodzakelijk, behouden, dient door de tijd heen inzage te worden verkregen in de cliëntenpositie en de depotpositie. Aangezien Dexia met haar cliënten is overeengekomen dat zij de in de overeenkomsten genoemde aantallen aandelen zou aankopen en bewaren, dient de depotpositie gelijk te zijn aan de cliëntenpositie. Indien zich om wat voor reden dan ook verschillen zouden voordoen tussen beide posities zouden deze verschillen verklaard dienen te worden.



### *Derde fase*

In de derde fase van het onderzoek zijn op basis van de gegevens en het verkregen inzicht uit fase 1 en 2 aanvullende werkzaamheden verricht ter zake van een aantal onderwerpen.

#### **1.3.4 Onderzoekswerkzaamheden**

In het kader van het onderzoek zijn diverse werkzaamheden verricht. Ten eerste heeft de AFM met diverse personen, zowel werkzaam bij Dexia als werkzaam bij aan Dexia gerelateerde partijen, gesprekken gevoerd teneinde inzicht te verkrijgen in de wijze waarop Dexia effecten ten behoeve van haar effectenleasecliënten zou hebben aangekocht en behouden. Op grond van de uitkomsten van deze gesprekken alsmede haar eigen deskundigheid ten aanzien van de werking van de Nederlandse effectenmarkt en de vereisten ten aanzien van de inrichting van bepaalde administratiesystemen, heeft de AFM een onderzoeksplan opgesteld die ertoe moet leiden dat de door het Gerechtshof aan haar voorgelegde vragen met voldoende zekerheid kunnen worden beantwoord.

In het kader van de uitvoering van de onderzoeksplan heeft de AFM diverse verzoeken bij Dexia neergelegd om bepaalde, al dan niet door Dexia bij derden te vergaren informatie, aan de AFM over te leggen.

Op basis van de ontvangen informatie zijn de onderzoekswerkzaamheden tijdens de drie fasen als gevolg van voortschrijdend inzicht beperkt of uitgebreid. Bij onderzoeksobjecten waarbij mogelijk op basis van een statistische steekproef onderzoek zou kunnen worden uitgevoerd is in alle gevallen gekozen voor een werkwijze waarbij eerst een deelwaarneming werd uitgevoerd. Indien de resultaten van de deelwaarneming de AFM daartoe geen aanleiding gaven is geen nader onderzoek verricht in de vorm van bijvoorbeeld een uitbreiding van de deelwaarneming of het uitvoeren van een statistische steekproef.

De AFM acht deze wijze van onderzoek geschikt voor de beantwoording van de vragen van het Gerechtshof vanwege de gewenste beperkte doorlooptijd van het onderzoek, het aantal jaren waar het onderzoek betrekking op heeft en de omvang van de te onderzoeken gegevens.

De AFM merkt op dat zij dit onderzoek niet heeft uitgevoerd in haar (normale) functie van gedragstoezichthouder op de financiële markten, maar in de functie van deskundige zoals benoemd door het Gerechtshof. Vanuit deze hoedanigheid heeft zij zich gehouden aan de normen en het toetsingskader zoals verwoord in de beschikking. Dit betekent onder meer dat de AFM geen andere onderzoekswerkzaamheden heeft uitgevoerd dan noodzakelijk is voor de beantwoording van de door het Gerechtshof aan haar gestelde onderzoeksvragen.

Onderzoeksbevoegdheden ingevolge toezichtwetgeving noch bij de AFM aanwezige toezichtinformatie zijn bij het opstellen van dit deskundigenbericht gebruikt.



## **Hoofdstuk 2   Categorieën effectenleaseproducten**

### **2.1   Inleiding**

De opdracht die de AFM van het Gerechtshof heeft gekregen richt zich op de door Dexia (en haar rechtsvoorgangers) afgesloten effectenleaseproducten die onderdeel uitmaken van de Duisenberg-regeling en waarvan de beëindigingsdatum op of na 1 januari 1997 ligt.

In de Duisenberg-regeling wordt onderscheid gemaakt tussen aflossingsproducten en restschuldproducten. Daarnaast wordt als specifieke categorie effectenleaseproducten de zogenaamde certificaatproducten onderscheiden die ofwel een aflossingsproduct ofwel een restschuldproduct zijn.

In dit hoofdstuk beschrijft de AFM de belangrijkste kenmerken van de hiervoor genoemde categorieën effectenleaseproducten en geeft de AFM weer in hoeverre het onderscheid van belang is voor de beantwoording van de onderzoeksvragen van het Gerechtshof.

### **2.2   Aflossingsproducten en restschuldproducten**

Aflossingsproducten zijn effectenleaseproducten waaruit na afloop van de reguliere looptijd geen restschuld voor de cliënt kan voortkomen. Dit wil feitelijk zeggen dat gedurende de looptijd dan wel aan het einde van de looptijd de hoofdsom (lening) van de cliënt geheel is afgelost.

Restschuldproducten zijn effectenleaseproducten waaruit na afloop van de reguliere looptijd wel een restschuld voor de cliënt kan voortkomen. Hierbij is aan het einde van de looptijd van het product nog niet de gehele hoofdsom afgelost en bestaat de mogelijkheid dat voor de cliënt als gevolg van de daling van de waarde van de geleasde aandelen een restschuld kan resteren.

Het onderscheid tussen aflossingsproducten en restschuldproducten is, zoals uit de Duisenberg-regeling blijkt, met name van belang ten behoeve van de hoogte van de vanuit de Duisenberg-regeling voortkomende vergoeding. Uit de Duisenberg-regeling en andere gegevens waarover de AFM uit hoofde van haar onderzoek beschikt, blijkt niet dat het al dan niet aankopen en aanhouden van aandelen een onderscheidend kenmerk is tussen aflossingsproducten en restschuldproducten.

### **2.3   Certificaatproducten**

Uit door Dexia overgelegde gegevens blijkt dat in totaal 715.311<sup>11</sup> effectenleaseovereenkomsten zijn afgesloten die onder de Duisenberg-regeling vallen.

Een specifieke categorie effectenleaseproducten zijn de zogenaamde certificaatproducten. Ongeveer 15 procent van het totaal aantal afgesloten effectenleaseovereenkomsten dat onder de Duisenberg-regeling valt, namelijk 104.537 overeenkomsten, kan als certificaatproduct worden aangemerkt. Het betreft in totaal 32 verschillende certificaatproducten, waarvan de belangrijkste (wat betreft aantallen afgesloten overeenkomsten) de producten WinstVer10Dubelaar, Allround Effect, SpaarExtra en verschillende varianten van AEX Plus Effect zijn.

---

<sup>11</sup> Dit getal is gebaseerd op bescheiden die door Dexia aan de AFM in het kader van het onderzoek zijn overgelegd. Het getal komt niet overeen met het totaal aantal verkochte contracten (713.540) in het verzoek tot verbindendverklaring. Naar de reden hiervan is, gegeven de kleine omvang, door de AFM geen nader onderzoek verricht.



Zoals ook in de Duisenberg-regeling staat aangegeven, geven certificaatproducten recht op een vordering (van de cliënt op Dexia) waarvan de waarde afhankelijk is van koersontwikkelingen van al dan niet ter beurse genoteerde effecten. Bij certificaatproducten is Dexia, zo blijkt uit de bijzondere voorwaarden en het prospectus van de betreffende producten, met haar cliënten overeengekomen dat Dexia (slechts) de verplichting op zich heeft genomen aan het einde van de looptijd van het certificaatproduct het bedrag van de hoofdsom vermenigvuldigd met de procentuele stijging van (bijvoorbeeld) een index of één of meerdere effecten, onder aftrek van de door de cliënt terug te betalen restsommen van de lening, aan de cliënt uit te betalen. In het prospectus Winstver10dubbelaar Certificaten d.d. 19 september 2000 staat op pagina 4 de volgende tekst: “De Certificaten geven geen recht van welke aard ook op de onderliggende aandelen (bijvoorbeeld: uitlevering van of dividend of enige andere betaling ter zake de aandelen)”. Dexia heeft bij certificaatproducten dus niet de verplichting op zich genomen om ten behoeve van haar cliënten aandelen te verwerven en te behouden. In bijlage 5 zijn ter illustratie de belangrijkste passages opgenomen uit het prospectus van de WinstVer10Dubbelaar Certificaat van 19 september 2000.

## **2.4 Conclusie**

Naar de mening van de AFM is, voor de beantwoording van de door het Gerechtshof aan haar gestelde onderzoeksvragen, het onderscheid tussen aflossingsproducten en restschuldproducten niet van belang. Beide categorieën effectenleaseproducten onderscheiden zich niet van elkaar op grond van het feit of al dan niet aandelen ten behoeve van cliënten aangekocht zouden moeten worden. In het vervolg van dit deskundigenbericht zal het onderscheid tussen aflossingsproducten en restschuldproducten dan ook niet meer gemaakt worden.

Het onderscheid tussen certificaatproducten en niet-certificaatproducten is naar de mening van AFM wel van belang. Certificaatproducten onderscheiden zich voor wat betreft de onderliggende aandelen sterk van de overige effectenleaseproducten. Bij certificaatproducten heeft Dexia, in tegenstelling tot de andere effectenleaseproducten (lees: de niet-certificaatproducten), niet de verplichting op zich genomen aandelen ten behoeve van haar cliënten te verwerven en te behouden.

Vanwege het feit dat Dexia voor certificaatproducten geen aandelen ten behoeve van haar cliënten heeft hoeven aankopen (en behouden) is de eerste door het Gerechtshof aan de AFM gestelde vraag voor wat betreft certificaatproducten dan ook niet relevant. Nadere onderzoekswerkzaamheden ten aanzien van certificaatproducten heeft de AFM ten aanzien van de eerste onderzoeksvraag dan ook niet uitgevoerd. Waar in het vervolg van dit deskundigenbericht gesproken wordt over effectenleaseproducten worden dan ook alleen de niet-certificaatproducten bedoeld.

Overigens merkt de AFM hier op dat het onderscheid tussen certificaatproducten en niet-certificaatproducten wel gevolgen heeft voor de wijze waarop uit deze producten voortvloeiende effectenposities (al dan niet) op de balans van Dexia worden verwerkt. Zie hiervoor hoofdstuk 5.3.



## **Hoofdstuk 3 Aankoop en levering van aandelen**

### **3.1 Inleiding**

De eerste vraag van het Gerechtshof heeft betrekking op de aankoop en het behoud van aandelen. In dit hoofdstuk beschrijft de AFM hoe in opzet het proces van aankoop verliep. Vervolgens heeft de AFM door middel van een lijncontrole vastgesteld of aandelen daadwerkelijk zijn aangekocht en geleverd.

### **3.2 Proces van aankoop en levering**

Uit de aan de AFM overgelegde informatie blijkt dat het proces van aankoop en levering van effecten ten behoeve van effectenleasecliënten op hoofdlijnen bestond uit de volgende stappen:

- (1) Potentiële cliënten vulden een bon in, stuurden deze aan Dexia toe en gaven daarmee aan geïnteresseerd te zijn in een bepaald effectenleaseproduct. Dexia verwerkte deze gegevens in haar cliëntenadministratie en bepaalde zo de totale interesse;
- (2) Op basis van een inschatting van de mate waarin met geïnteresseerden uiteindelijk een overeenkomst zou worden afgesloten, bijvoorbeeld 90% van de totale interesse, werd een order gegenereerd (een verzamelorder). Dexia heeft aan de AFM aangegeven dat men over het algemeen op basis van historische gegevens redelijk kon inschatten met welk percentage men rekening moest houden;
- (3) De verzamelorder werd doorgegeven aan de afdeling die orders voor Dexia uitvoerde. Deze afdeling voerde deze order verspreid over de dag en meestal samen met en/of als onderdeel van andere orders uit. Zij meldde de uitvoering van de orders, dat wil zeggen het aantal aangekochte aandelen en de totstandgekomen (gemiddelde) prijs, terug aan de afdeling die belast was met de cliëntenadministratie;
- (4) De op Euronext aangekochte aandelen doorliepen, zoals gebruikelijk is bij transacties die in beursgenoteerde effecten worden uitgevoerd, een proces van clearing en settlement en werden bijgeboekt op een zogenoemde omnibusaccount die RBC Dexia aanhoudt bij Euroclear Nederland. RBC Dexia draagt zorg voor de bewaring van effecten van cliënten van Dexia;
- (5) Vanuit de omnibusaccount werden de aangekochte posities bijgeboekt op de depotrekeningen die door Dexia ten behoeve van effectenleaseproducten werden aangehouden. Voor elk effectenleaseproduct hield (en houdt) Dexia hiertoe een depotrekening aan bij RBC Dexia;
- (6) Op basis van uitgevoerde transacties ten behoeve van een specifiek effectenleaseproduct werden effectenleaseovereenkomsten opgesteld. Deze overeenkomsten werden, inclusief de koersen zoals vermeld op de terugmelding van de orderuitvoerende afdeling, ter ondertekening toegestuurd aan geïnteresseerde cliënten;
- (7) Een bepaald aantal cliënten retourneerde vervolgens de door Dexia opgestelde overeenkomsten niet. Hier had Dexia al rekening mee gehouden door minder aandelen aan te schaffen via de verzamelorders (zie stap 2). Op basis van een gedragscurve werd in de weken na het uitsturen van de overeenkomsten regelmatig een nieuwe inschatting gemaakt van het aantal nog retour te ontvangen overeenkomsten;
- (8) Op basis van het aantal (ingeschatte) nog retour te ontvangen overeenkomsten van cliënten werd door Dexia beoordeeld of nog voldoende stukken op de depotrekeningen aanwezig waren om eveneens aan de verplichtingen jegens deze cliënten te kunnen voldoen;
- (9) Indien uiteindelijk minder overeenkomsten geretourneerd werden dan door Dexia vooraf ingeschat (en waarvoor men aandelen had aangekocht), werden de teveel aangekochte aandelen afgeboekt van de depotrekeningen. De aandelen werden dan niet direct (op de beurs) verkocht, maar werden van de depotrekeningen overgeboekt naar een zogeheten 'management account' op naam van Dexia. Indien meer





overeenkomsten geretourneerd werden dan Dexia vooraf had ingeschat, werden tekorten op de depotrekeningen vanuit de management account aangevuld.

Bovenstaande omschrijving van de verschillende stappen is bedoeld om op hoofdlijnen een weergave te geven van de verschillende stappen die Dexia heeft doorlopen om effecten ten behoeve van effectenleaseovereenkomsten aan te kopen en te behouden.

### **3.3 Onderzoek van aankoop en levering van aandelen voor cliënten**

De AFM heeft 26 lijncontroles<sup>12</sup> uitgevoerd met als doel vast te stellen of Dexia daadwerkelijk aandelen voor individuele cliënten heeft aangekocht en geleverd. Een lijncontrole houdt in het volgen van een transactie door het administratieve systeem heen.

Omdat de resultaten van de deelwaarneming én de overige bevindingen, met name de bevindingen die betrekking hebben op het behoud van aandelen, daartoe geen aanleiding gaven heeft de AFM de deelwaarneming, mede gegeven de gewenste beperkte doorlooptijd van het onderzoek, niet verder uitgebreid.

Voor de selectie van de te onderzoeken transacties is eerst een overzicht gemaakt van het aantal gesloten effectenleaseovereenkomsten over de jaren 1997 tot en met 2005. Zo is bijvoorbeeld 15% van het totaal aantal overeenkomsten in het jaar 1999 afgesloten. Dit betekent dat ook 15 % van de lijncontroles (3) betrekking had op dit jaar. Als laatste stap zijn daarna willekeurig transacties geselecteerd in elk jaar en is informatie opgevraagd om ten behoeve van de geselecteerde transacties vast te stellen of zij de in de vorige paragraaf beschreven eerste zes stappen, die betrekking hebben op aankoop en levering, hebben doorlopen.

Diverse effectenleaseproducten van Dexia kennen zogenaamde tranches, waarbij op verschillende momenten verschillende delen van de portefeuille zijn aangekocht. Gezien de beperkte tijd die de AFM heeft/had om het onderzoek bij Dexia uit te voeren, heeft de AFM zich bij de lijncontrole beperkt tot de beoordeling of de bij de eerste tranche aan te kopen aandelen daadwerkelijk zijn aangekocht en is niet naar de aankoop van vervolgtanches gekeken<sup>13</sup>.

De lijncontrole heeft zich gericht op het vaststellen of:

- a. *Cliëntenorders deel uitmaakten van de verzamelorders;*
- b. *De verzamelorders traceerbaar op de effectenbeurs zijn uitgevoerd;*
- c. *Uitvoering van de verzamelorder heeft geleid tot levering van aandelen op de depotrekeningen van effectenleaseproducten bij RBC Dexia.*

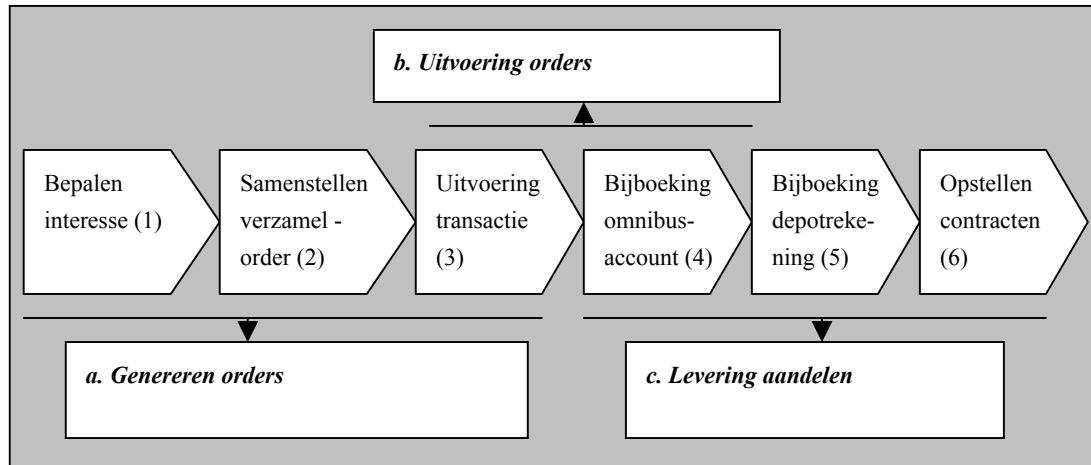
---

<sup>12</sup> De omvang van de deelwaarneming is beperkt ten opzichte van het aantal afgesloten effectenleaseovereenkomsten. De AFM heeft geen aanleiding gezien een grotere deelwaarneming uit te voeren. Hierbij zijn met name de volgende twee redenen van belang. De eerste reden is dat uit de uitkomsten van de onderzoekswerkzaamheden ten aanzien van het behoud van aandelen valt af te leiden dat (zie hoofdstuk 4) de voor cliënten benodigde aandelen tijdig op de daarvoor bestemde depotrekeningen zijn bijgeschreven oftewel geleverd en daarna behouden. De tweede reden om de deelwaarneming niet uit te breiden is dat de uitkomsten van de deelwaarneming hiertoe evenmin aanleiding geven.

<sup>13</sup> In productie 23 bij het verzoekschrift tot algemeen verbindend verklaring geeft Dexia het volgende aan: "Een aantal typen effectenleaseovereenkomsten – zoals de zogenaamde 'WinstVerdriedubbelaar Termijnbetaling' en de 'Triple Effect Maandbetaling' – verplichtte Dexia in drie opeenvolgende tranches aandelen aan de cliënt te leveren: de eerste tranche op de aankoopdatum, de tweede tranche één jaar daarna, de derde tranche twee jaar daarna. In geval van de bedoelde typen overeenkomsten werden alledrie de tranches in één keer besteld. Vervolgens werden alleen de aandelen van de eerste tranche aanstonds geleverd. De tweede en derde tranche werden één, respectievelijk twee jaar later aan de effectenlease-cliënt geleverd. Dexia was zeker van die leveringen, omdat zij ter zake van de tweede en derde tranche onderhandse (over the counter) termijntransacties aanging. (...)"



Hierna is grafisch weergegeven op welke stappen uit het in 3.1 beschreven proces van aankoop en administratie de lijncontrole zich met name heeft gericht.



*Ad (a) Is vast te stellen of cliëntenorders deel uitmaken van de verzamelorders die zijn gegenereerd?*

De AFM heeft in alle 26 gevallen vastgesteld dat uit de cliëntenadministratie de opbouw van gegenereerde verzamelorders, inclusief schattingspercentage, blijkt. Ook is vastgesteld dat in alle 26 gevallen de orders voor individuele cliënten deel uitmaken van de gegenereerde verzamelorders. Dit is mogelijk omdat uit de opbouw van iedere verzamelorder blijkt dat deze is samengesteld uit nummers van individuele effectenleaseovereenkomsten.

De AFM heeft niet kunnen vaststellen dat de gegenereerde verzamelorders zijn doorgegeven aan de afdeling die de verzamelorders uitvoerde, omdat Dexia geen bescheiden heeft overgelegd waaruit dit onomstotelijk blijkt.

*Ad (b) Is vast te stellen of verzamelorders zijn uitgevoerd?*

Het is de AFM niet mogelijk gebleken om op basis van de beschikbare gegevens een aansluiting te maken tussen de gegenereerde verzamelorders en door Dexia uitgevoerde transacties op Euronext Amsterdam.

Hiervoor zijn twee redenen. Ten eerste heeft Dexia niet alle gegevens kunnen overleggen die deel uitmaken van haar primaire orderregistratie. Dexia heeft aangegeven dat ordertickets niet allemaal aanwezig zijn. Indien de ordertickets wel aanwezig zijn, zou het teveel tijd kosten om deze aan te leveren. Dit betekent dat de AFM in geen enkel geval het traject van de aankoop van de effecten voor een individuele cliënt volledig heeft kunnen reconstrueren.

De tweede reden is dat gegenereerde verzamelorders, door de afdeling die orders voor Dexia uitvoerde, in gedeeltes, verspreid over de dag of als onderdeel van andere orders, werden uitgevoerd.

*Ad (c) Is vast te stellen of uitvoering van de verzamelorder heeft geleid tot levering van aandelen op de depotrekeningen van effectenleaseproducten?*

Op basis van de overgelegde bescheiden, afschriften van depotrekeningen van de custodian RBC Dexia en gegevens uit de cliëntenadministratie van Dexia, is het de AFM in alle 26 onderzochte gevallen gebleken dat de



bijschrijving van aandelen op de betreffende depotrekening(en) bij RBC Dexia overeenkomt met de omvang en samenstelling van de gegenereerde verzamelorders.

RBC Dexia is een aangesloten instelling bij Euroclear Nederland. Uit de Wge volgt dat de bijschrijving van aandelen ten name van Dexia op de depotrekeningen door RBC Dexia als aangesloten instelling kwalificeert als een levering van aandelen aan Dexia. Hoewel kan worden verondersteld dat in de meeste gevallen aan levering een aankoop vooraf gaat, heeft de AFM dit laatste – zoals hiervoor bij ad (b) beschreven - niet feitelijk vastgesteld.

### **3.4 Conclusie aankoop en levering van aandelen**

De AFM heeft op basis van een deelwaarneming van 26 effectenleaseovereenkomsten voor de periode 1997 tot en met 2005 vastgesteld dat aandelen voor effectenleasecliënten tijdig zijn geleverd op de depotrekeningen die Dexia ten behoeve van het betreffende effectenleaseproduct bij RBC Dexia aanhoudt. In alle beoordeelde gevallen hebben bijschrijvingen plaatsgevonden op de depotrekeningen die overeenkomen met de omvang en samenstelling van verzamelorders. Een bijschrijving van aandelen op naam van Dexia op deze depotrekeningen in de administratie van RBC Dexia kwalificeert op grond van de Wge als levering van aandelen.

De AFM acht het aannemelijk, maar heeft dit niet feitelijk vastgesteld, dat aan de leveringen een aankoop is voorafgegaan.

Het is de AFM niet mogelijk gebleken om op basis van de beschikbare gegevens een aansluiting te maken tussen de gegenereerde verzamelorders en door Dexia uitgevoerde transacties op Euronext Amsterdam.



## **Hoofdstuk 4 Behoud van aandelen**

### **4.1 Inleiding**

Naast het beantwoorden van de vraag of Dexia aandelen ten behoeve van effectenleasecliënten heeft aangekocht, heeft het Gerechtshof de AFM ook verzocht om de vraag te beantwoorden of deze aandelen door Dexia behouden zijn.

In dit hoofdstuk heeft de AFM de cliëntenposities vergeleken met de posities op de depotrekeningen. Vervolgens heeft de AFM beoordeeld of de posities op de depotrekeningen aansluiten op gegevens van Euroclear Nederland en andere externe bewaarders.

### **4.2 Cliëntenpositie versus depotpositie**

#### **4.2.1 Gegevens waaruit cliënten- en depotpositie zijn opgebouwd**

Om te kunnen beoordelen of door de tijd heen door Dexia voldoende aandelen ten behoeve van effectenleasecliënten werden aangehouden, maakt de AFM gebruik van gegevens die voortkomen uit het in het verleden door Dexia uitgevoerde reconciliatieproces. Bij Dexia bestond dit proces onder andere uit het maandelijks aansluiten van de cliëntenposities uit de cliëntenadministratie op de posities op de depotrekeningen ten behoeve van effectenleaseproducten bij RBC Dexia.<sup>14</sup>

De door Dexia in de afgelopen jaren opgestelde reconciliaties hebben als basis gediend voor de AFM om de cliëntenposities en de depotposities door de tijd heen te inventariseren.

De wijze waarop de reconciliaties tot stand zijn gekomen, alsmede de systemen waaruit gegevens worden gedestilleerd voor de reconciliatie zijn geen object van onderzoek geweest. De AFM heeft in het kader van het onderzoek zich op hoofdlijnen een beeld gevormd van de cliëntenadministratie, de depotadministratie, het reconciliatieproces en de aansluiting van gegevens uit dit proces op fondsenstaten (zie bijlage 2).

De AFM heeft Dexia verzocht om de in het verleden opgestelde reconciliaties aan te leveren voor alle maandultimo's gedurende de Duisenberg-periode (1997 tot en met 2005). Dexia heeft de maandelijkse reconciliaties aangeleverd voor de jaren 2000 tot en met 2005, waarbij enkele maanden ontbreken. De AFM heeft de aanwezige reconciliaties voor de periode 1997 tot en met 1999 niet betrokken bij haar onderzoek<sup>15</sup>.

#### **4.2.2 Grafische weergave cliëntenpositie en depotpositie**

De AFM heeft voor 22 aandelenfondsen<sup>16</sup> die zijn opgenomen in effectenleaseproducten een vergelijking gemaakt tussen het aantal aandelen dat op grond van de cliëntenadministratie aanwezig zou moeten zijn en het aantal aandelen dat op grond van de depotadministratie daadwerkelijk aanwezig was. In onderstaande figuren geeft de AFM op basis van de gegevens uit de reconciliaties voor vier aandelenfondsen grafisch de cliëntenposities en depotposities weer. De vier aandelenfondsen betreffen de aandelenfondsen met de grootste posities door de tijd heen, namelijk: ABN AMRO, Aegon, Ahold en ING. Uit de grafieken blijkt dat de cliëntenposities en

---

<sup>14</sup> Dexia is op grond van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 wettelijk verplicht om maandelijks deze aansluiting te maken.

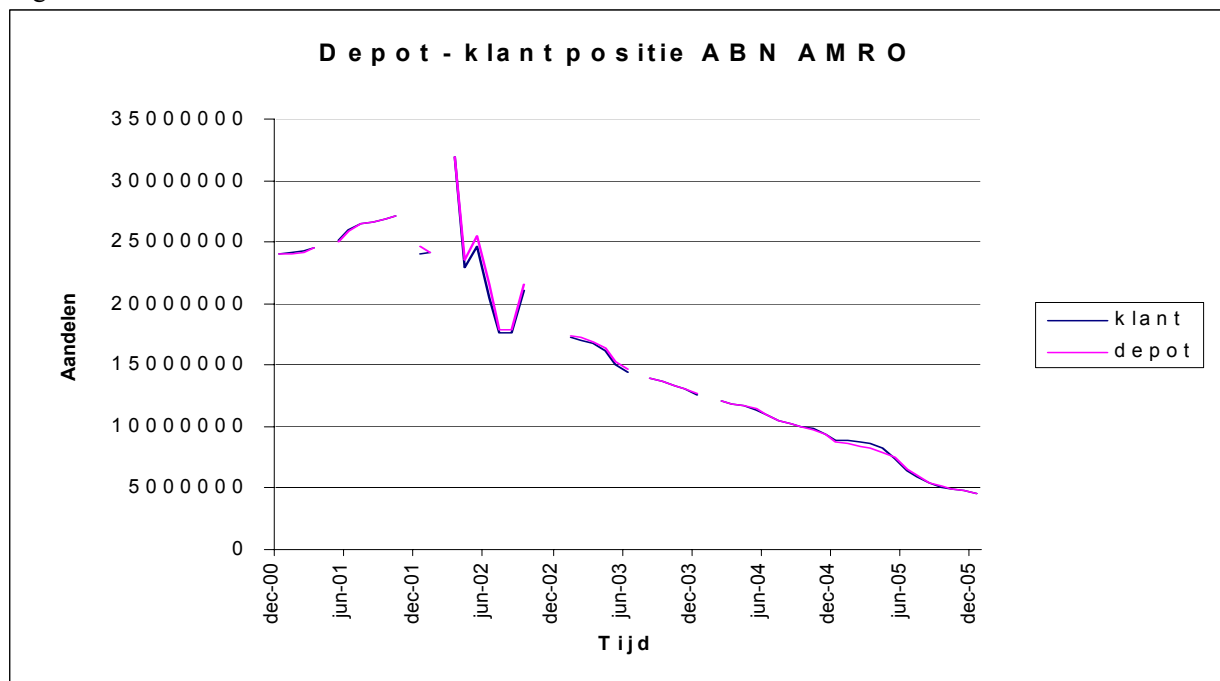
<sup>15</sup> Zie hoofdstuk 6

<sup>16</sup> ABN AMRO, AEGON, Ahold, ING, Akzo Nobel, D-Telekom, Fortis, KLM/Air France, Koninklijke Olie, KPN, Nokia, Numico, Philips, TPG, Uni-Invest, Unilever, Unilever pefs, Wolters Kluwer, AXA-UAP, BBVA, Deutsche Bank en Dexia.

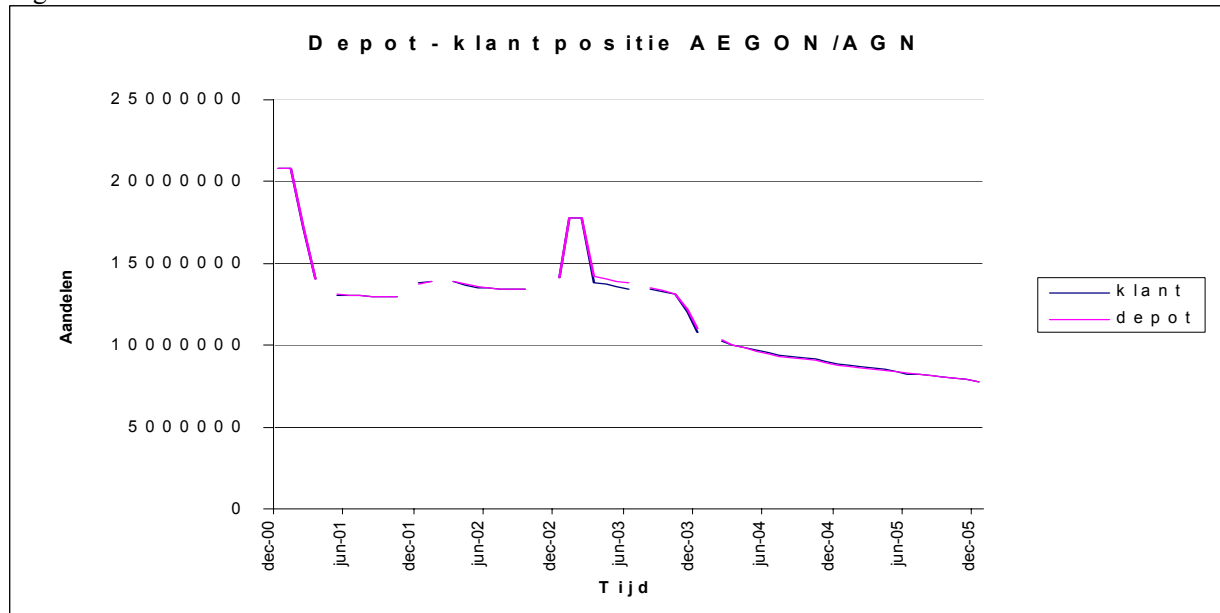


depotposities gedurende de periode december 2000 tot en met december 2005 niet noemenswaardig van elkaar afwijken. Dit betekent dat gedurende deze periode voldoende effecten op de depotrekeningen, die ten behoeve van effectenleaseproducten bij RBC Dexia werden aangehouden, aanwezig waren om aan de verplichtingen jegens de effectenleasecliënten, zoals deze uit de cliëntenadministratie bleken, te voldoen. Dit betekent ook dat de veranderingen in de aantallen aandelen waarop afnemers van effectenleaseproducten, volgens de cliëntenadministratie, recht hebben, vergelijkbaar zijn met de bij- en afschrijvingen op en van de depotrekeningen die Dexia ten behoeve van de betreffende effectenleaseproducten bij RBC Dexia aanhoudt. De AFM heeft ook voor de overige 18 aandelenfondsen grafieken opgesteld. Uit deze grafieken blijkt eveneens dat de cliëntenposities en depotposities niet noemenswaardig van elkaar afwijken. Deze grafieken zijn omwille van de leesbaarheid niet opgenomen in dit deskundigenbericht. Omdat niet voor alle maanden gegevens zijn overgelegd zijn de lijnen in onderstaande figuren niet aaneengesloten.

Figuur 1: ABN AMRO

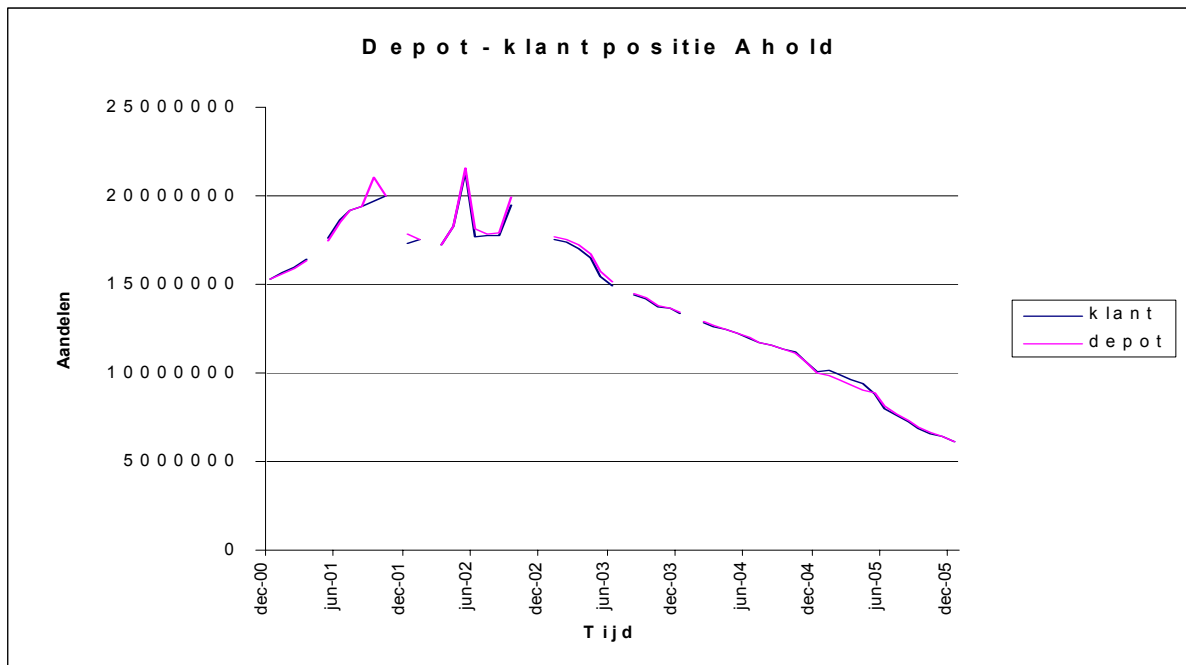


Figuur 2: AEGON

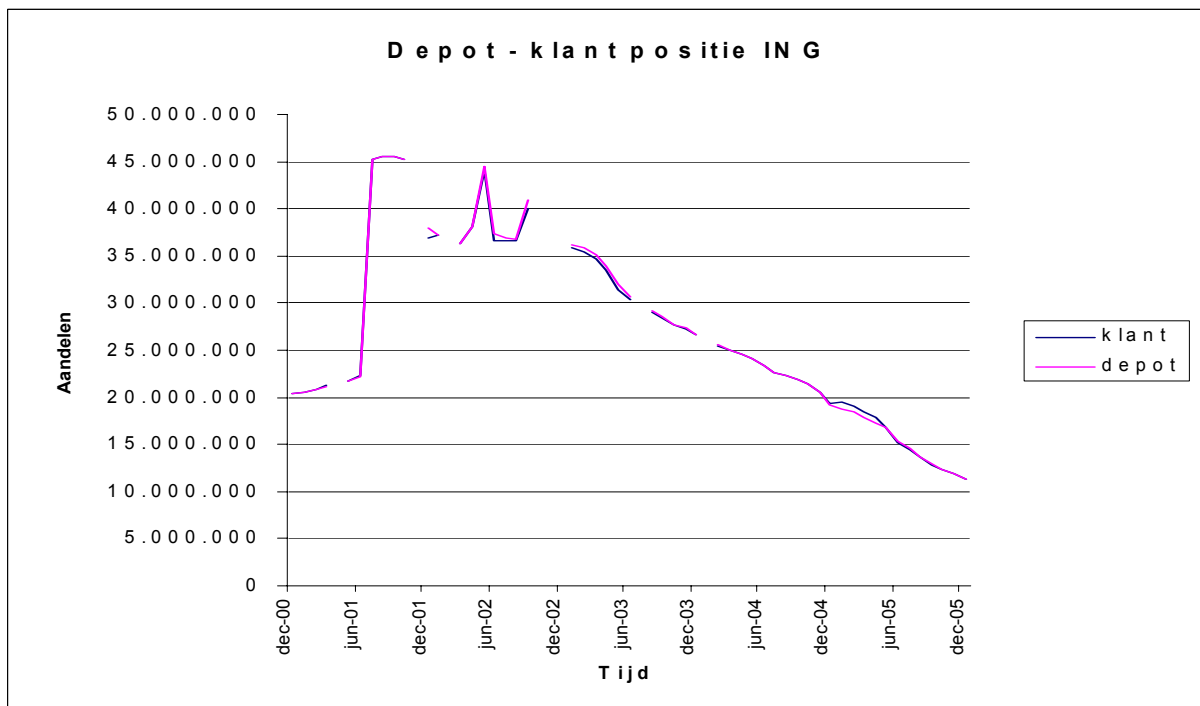




Figuur 3: Ahold



Figuur 4: ING



De verklaring voor de plotselinge sprong in de grafiek is een aandelensplitsing van ING van 2:1 in 2001.



#### **4.2.3 Conclusie**

De AFM heeft vastgesteld dat voor de periode van december 2000 tot en met december 2005 het aantal aandelen op de depotrekeningen bij RBC Dexia niet noemenswaardig afweek van het aantal aandelen dat volgens de cliëntenadministratie benodigd was. Dit betekent dat Dexia voor deze periode op de onderzochte 56 maandultimo's, voldoende effecten op depotrekeningen ten behoeve van effectenleaseproducten heeft aangehouden om aan de verplichtingen jegens de effectenleasecliënten te voldoen.

Dit betekent ook voor de onderzochte periode de veranderingen in de aantallen aandelen waarop afnemers van effectenleaseproducten, volgens de cliëntenadministratie, recht hebben, hebben geleid tot vergelijkbare bij- en afschrijvingen op en van de depotrekeningen die Dexia ten behoeve van de betreffende effectenleaseproducten bij RBC Dexia aanhoudt.

Deze conclusie geldt voor alle 22 aandelenfondsen die in de verschillende effectenleaseproducten zijn opgenomen.

#### **4.3 Aansluiting tussen depotrekeningen en externe bewaarders**

De AFM heeft de door Dexia overgelegde gegevens met betrekking tot de posities op de depotrekeningen vergeleken met gegevens uit de administratie van Euroclear Nederland en buitenlandse custodians.

Euroclear Nederland is het centraal instituut in de zin van de Wet giraal effectenverkeer en beheert per afzonderlijk fonds een zogeheten girodepot. Per girodepot worden de aanspraken op aandelen van de bij Euroclear Nederland aangesloten instellingen, zoals RBC Dexia, geadministreerd. RBC Dexia houdt tevens een beperkt aantal aandelen aan bij enkele buitenlandse custodians.

RBC Dexia heeft in haar administratie opgenomen voor welke cliënten de bij Euroclear Nederland en buitenlandse custodians aangehouden aandelen worden bewaard. Het totaal aantal door RBC Dexia geadministreerde aandelen dient per fonds aan te sluiten op hetgeen Euroclear Nederland en buitenlandse custodians ten behoeve van RBC Dexia hebben geadministreerd.

De AFM heeft voor de ultimo's mei 2000 tot en met 2005 en de jaarultimo's 2000 tot en met 2004 vastgesteld dat een aansluiting kan worden gemaakt tussen de aandelenposities op de depotrekeningen van RBC Dexia en de posities zoals Euroclear Nederland en buitenlandse custodians ten behoeve van RBC Dexia hebben geadministreerd.

Omdat RBC Dexia en Euroclear Nederland niet in staat waren overzichten over de jaren 1997 tot en met 1999 aan te leveren, kan de AFM over deze periode geen uitspraken doen.

#### **4.4 Shortposities**

Ten behoeve van het maken van een aansluiting zoals bedoeld in paragraaf 4.3 heeft RBC Dexia aan de AFM overzichten van depotrekeningen overgelegd. Uit deze overzichten blijken short-posities. Dit betreffen zowel short-posities op depotrekeningen op naam van Dexia als short-posities op rekeningen van andere cliënten van RBC Dexia. De AFM heeft nader onderzoek gedaan naar de achtergrond van deze short-posities.



#### *Shortposities derden*

De AFM heeft op basis van haar onderzoek geen aanleiding te veronderstellen dat de short-posities van derden een relatie hebben met depotrekeningen die ten behoeve van effectenleaseproducten worden aangehouden.

#### *Shortposities management account*

De AFM heeft vastgesteld dat twee depotrekeningen van Dexia een directe relatie hadden met de depotrekeningen die werden aangehouden ten behoeve van de effectenleaseproducten. Dit betreffen de zogeheten 'management accounts'<sup>17</sup>. Deze rekeningen hadden tot doel tijdig te anticiperen op overschotten of tekorten op de depotrekeningen (zie beschrijving van proces aankoop en levering in 3.2). Overschotten of tekorten ontstonden doordat Dexia aandelen aankocht op basis van een inschatting van het aantal effectenleaseovereenkomsten dat zou worden geretourneerd. Deze inschatting was niet in alle gevallen accuraat.

De AFM heeft nader onderzoek verricht naar de management accounts. De AFM heeft geconstateerd dat op sommige momenten, met name rondom het jaartijdstip van 2000, omvangrijke shortposities aanwezig waren op de management accounts van Dexia. Uit het door de AFM verrichte onderzoek blijkt dat deze short-posities geen permanent karakter hadden en voortkwamen uit verkooptransacties van aandelen. Uit de overgelegde bescheiden blijkt dat Dexia eind 2000 de response op uitgestuurde overeenkomsten in eerste instantie te hoog had ingeschat. Hierdoor bleken teveel aandelen voor de depotrekeningen ten behoeve van de effectenleasecliënten te zijn aangekocht. Overeenkomstig de systematiek van de management accounts zijn daarom, tegenover de te hoge posities op de depotrekeningen voor effectenleaseproducten, aandelen verkocht waardoor short-posities ontstonden.

Het is de AFM op basis van haar onderzoek niet gebleken dat het gebruik van de management accounts afwijkend is geweest van de door Dexia geschetste systematiek.

#### **4.5 Conclusie behoud aandelen**

De AFM heeft op twee manieren vastgesteld dat Dexia de aandelen die zijn bijgeschreven op de depotrekeningen voor de effectenleaseproducten heeft behouden.

Ten eerste heeft de AFM voor de periode van december 2000 tot en met december 2005 vastgesteld dat het aantal aandelen op de depotrekeningen niet noemenswaardig afweek van het aantal aandelen dat volgens de cliëntenadministratie benodigd was. Dit betekent dat Dexia voor deze periode voldoende effecten op depotrekeningen ten behoeve van effectenleaseproducten heeft aangehouden om aan de verplichtingen jegens de effectenleasecliënten te voldoen. Deze conclusie geldt voor alle 22 aandelenfondsen die in de verschillende effectenleaseproducten zijn opgenomen.

Ten tweede heeft de AFM voor de ultimo's mei en december in de periode 2000 tot en met mei 2005 vastgesteld dat de effectenposities die RBC Dexia, ten behoeve van Dexia's effectenleaseproducten alsmede ten behoeve van haar andere cliënten, op haar depotrekeningen aanhield, overeenkomen met de effectenposities van RBC Dexia zoals zichtbaar in de administraties van Euroclear Nederland en andere custodians.

De uitkomsten van de beoordeling van de achtergronden van de short-posities zijn niet van invloed op de hiervoor genoemde conclusies.

---

<sup>17</sup> De 'managementaccounts' hebben niets van doen met eventuele aandelentransacties van het management van Dexia.





## **Hoofdstuk 5 Overige onderwerpen**

### **5.1 Inleiding**

In zijn beschikking verzoekt het Gerechtshof de AFM tevens verslag te doen van verdere opmerkingen of bevindingen waarvan geldt dat het voor het Gerechtshof van belang is of kan zijn om er kennis van te nemen.

In dit hoofdstuk gaat de AFM in op de volgende onderwerpen: (1) securitisatie, (2) de opname van effectenposities op de balans van Dexia, (3) de door Dexia ingediende Ahold-claim en (4) bijzondere voorwaarden effectenleaseovereenkomsten.

### **5.2 Securitatie**

Dexia heeft in de periode 1997 tot en met 2000 via zes transacties vorderingen gesecuritiseerd die zij uit hoofde van afgesloten effectenleaseovereenkomsten op haar cliënten had. Securitatie houdt in het overdragen van bezittingen van een onderneming aan een speciaal daarvoor opgericht bedrijf, meestal special purpose vehicle (SPV) genoemd. De SPV geeft verhandelbare effecten uit met genoemde bezittingen als een soort onderpand.

De betreffende securitatie-transacties zijn in 2002 beëindigd waarna de SPV's zijn opgeheven. Ter extra waarborg voor de SPV's waren de aandelen die Dexia ten behoeve van haar effectenleasecliënten op bepaalde depotrekeningen bij RBC Dexia aanhield, aan de SPV's verpand.

Van overdracht van aandelen aan SPV's is geen sprake geweest, aldus Dexia. De door de AFM beoordeelde fondsenstaten bevestigen dat de aandelen op de depotrekeningen zijn blijven staan. Derhalve heeft de AFM geen aanleiding te veronderstellen dat de aandelen die onderdeel uitmaken van de zes securitatie-transacties niet zijn behouden.

### **5.3 Opname van effecten op de balans**

De AFM heeft geconstateerd dat in diverse jaarrekeningen van Dexia op de balans effectenposities zijn opgenomen. Op grond van de richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving dienen effecten op de balans te worden opgenomen indien de rechtspersoon hierover de beschikkingsmacht heeft én de economische voordelen ervan naar de rechtspersoon toevloeien.

Dexia heeft aangegeven dat de effectenposities die op haar balans worden vermeld effectenposities betreffen waarvan zij juridisch en economisch eigenaar is. Dit betreffen onder meer posities die Dexia aanhoudt om haar verplichtingen uit hoofde van certificaatproducten af te dekken.

De effectenposities die Dexia aanhoudt ten behoeve van niet-certificaatproducten staan niet op de balans. Het economisch eigendom van deze effecten ligt bij de effectenleasecliënt en niet bij Dexia. Dexia is alleen juridisch eigenaar van deze aandelen totdat de cliënt aan al zijn verplichtingen jegens Dexia heeft voldaan.

### **5.4 Ahold-claim**

Door Ahold is een schikking getroffen met verschillende partijen naar aanleiding van de boekhoudaffaire in 2003. In het kader hiervan heeft Dexia ten behoeve van haar gezamenlijke effectenleasecliënten (althans voor die groep



met een overeenkomst waarvan Ahold-aandelen een onderdeel uitmaakten) een claim ingediend bij de zogenaamde ‘claims administrator’ in de Verenigde Staten.

Uit de ingediende claim en onderbouwing blijkt dat gedurende de periode juli 1999 tot en met april 2003, de periode waarop de ingediende claim betrekking heeft, het aantal aandelen Ahold op de depotrekeningen van Dexia ten behoeve van effectenlease niet noemenswaardig afweek van het aantal aandelen Ahold dat volgens Dexia’s cliëntenadministratie benodigd was. Dit onderschrijft mede de conclusie van de AFM ten aanzien van het behoud van aandelen.

## **5.5 Bijzondere voorwaarden effectenleaseovereenkomsten**

### *Clausule effectenleaseovereenkomst*

De AFM heeft vastgesteld dat in de bijzondere voorwaarden van de effectenleaseovereenkomsten tenminste vanaf april 1999 tot en met februari 2002 de volgende clausule in de overeenkomsten was opgenomen:

“2. De Bank<sup>18</sup> en lessee komen overeen dat het eigendom van de waarden op lessee overgaat door vervulling van de opschortende voorwaarde dat lessee aan al zijn verplichtingen uit hoofde van de overeenkomst heeft voldaan. Teneinde te bewerkstelligen dat lessee alsdan van rechtswege eigenaar van de waarden wordt, worden de in de overeenkomst genoemde waarden voorwaardelijk overgedragen aan lessee en wel onder de opschortende voorwaarde dat lessee aan al zijn verplichtingen uit hoofde van de overeenkomst heeft voldaan. Deze voorwaardelijke overdracht geschiedt doordat genoemde waarden onverwijld na verkrijging ervan door de Bank ten name van lessee worden bijgeschreven in de administratie van de Bank, overeenkomstig artikel 17 van de Wge, ter uitvoering van de in de eerste zin van dit artikel omschreven verbintenis tot voorwaardelijke overdracht. [onderstreping door de AFM]. De Bank behoudt de eigendom van de waarden totdat lessee aan al zijn verplichtingen uit hoofde van de overeenkomst heeft voldaan en blijft als zodanig bevoegd over de waarden te beschikken zonder dat dit ten nadele van lessee werkt. Lessee kan niet over de waarden beschikken, behoudens met voorafgaande schriftelijke toestemming van de Bank. De Bank draagt het risico van het verloren gaan van de waarden totdat deze eigendom van lessee zijn geworden. “

De clausule verwees naar een zogenoemde ‘voorwaardelijke overdracht’, overeenkomstig artikel 17 Wge. De vraag of voorwaardelijke levering conform artikel 17 Wge mogelijk is wordt buiten beschouwing gelaten.

### *Bijschrijving van aandelen*

De AFM heeft vastgesteld dat aandelen ten behoeve van effectenleasecliënten werden bijgeschreven op naam van Dexia in de administratie van de bij Euroclear Nederland aangesloten instelling RBC Dexia. Uit informatie van Dexia en van Euroclear Nederland blijkt evenwel dat óók Dexia vanaf november 1995 tot heden aangesloten instelling bij Euroclear Nederland is geweest. De AFM merkt op dat als gevolg van de Wge-systematiek – artikel 10 Wge juncto 17 Wge - en het feit dat Dexia aangesloten instelling van Euroclear Nederland is geweest, het mogelijk zou kunnen zijn<sup>19</sup> dat geen voorwaardelijke, maar een ‘onvoorwaardelijke’ bijschrijving van de aandelen ten gunste van de effectenleasecliënten van Dexia heeft plaatsgevonden. De AFM heeft, gegeven de reikwijdte van de beschikking, geen onderzoek verricht naar de eventuele juridische implicaties van deze mogelijkheid.

---

<sup>18</sup> De ‘bank’ verwijst naar Bank Labouchere N.V. of Dexia Bank Nederland N.V. In ‘oude’ contracten wordt soms ook gesproken over Legio-Lease, waarmee in alle gevallen wordt verwezen naar Bank Labouchere N.V. (dan wordt in de overeenkomst gesproken over “Bank Labouchere N.V.”, ten deze handelende onder de handelsnaam “Legio-Lease”, hierna te noemen “Legio-Lease” of de “Bank”).

<sup>19</sup> Zie C. AE. Uniken Venema, Effectengiro-recht in beweging, Boom Juridische Uitgeverij, 2003, p. 56 e.v.



## **Hoofdstuk 6 Verdere feiten of omstandigheden**

De tweede vraag van het Gerechtshof luidde of in het onderzoek ter beantwoording van de vraag van het Gerechtshof verdere feiten of omstandigheden zijn gebleken die van belang zijn of kunnen zijn voor het verkrijgen van inzicht in de feitelijke gang van zaken met betrekking tot de verwerving en het behoud van aandelen door Dexia in verband met de hierboven bedoelde effectenleaseproducten en zo ja, welke?

De AFM merkt allereerst in dit verband op dat, gelet op de vraagstelling van het Gerechtshof, de AFM getracht heeft een beeld te krijgen van de situatie over de periode 1997 tot en met 2005. Het is echter zeer beperkt gelukt de naar het oordeel van de AFM voor het onderzoek noodzakelijke informatie te verkrijgen over de feitelijke gang van zaken over de periode 1997 tot en met 1999. De oorzaken hiervoor zijn vooral de verschillende fusies, overnames en opsplitsingen van entiteiten betrokken bij het afsluiten en afhandelen van effectenleaseovereenkomsten en de (mede als gevolg hiervan) wijzigingen in administratieve systemen en processen. Dexia heeft aangegeven dat de beschikbare informatie voor de jaren 1997 tot en met 1999 afkomstig was van haar rechtsvoorganger Bank Labouchere N.V. Volgens Dexia is deze informatie onvoldoende bruikbaar, omdat niet meer kan worden beoordeeld of de betreffende historische informatie destijds adequaat tot stand is gekomen. De AFM heeft hierom de voor deze periode aanwezige reconciliaties niet verder betrokken bij haar onderzoek.

Evenmin konden door RBC Dexia, de huidige custodian en Euroclear Nederland, het centraal instituut zoals bedoeld in de Wet giraal effectenverkeer, gegevens worden verstrekt over de periode 1997 tot en met 1999. Hierdoor konden de door Dexia over deze periode wel (beperkt) aangeleverde gegevens niet worden aangesloten met de administraties van RBC Dexia en Euroclear Nederland.

Tenslotte kon Dexia niet alle door de AFM opgevraagde gegevens betreffende de periode 2000 tot en met 2005 verstrekken. Aan de AFM konden onder andere geen ordertickets worden verstrekt, met daarop de vastlegging van de opdracht tot aankoop van aandelen door de afdeling die de cliëntenadministratie verzorgde aan de afdeling die de orders voor Dexia uitvoerde.



**Bijlage 1 Bescheiden van het Gerechtshof**

Rekestnummer 1783/05

KOPIEËN GEDINGSTUKKEN  
ten behoeve van  
DESKUNDIGENONDERZOEK  
door  
DE STICHTING AUTORITEIT FINANCIËLE MARKTEN

Uitgangspunten onderzoek

- 1 productie 23 bij het verzoekschrift, met bijbehorende producties 23A t/m 23M
- 2 verzoekschrift tegen het reconventionele verzoek van J. Zweiphenning, met bijbehorende producties 1 t/m 4

Overige relevante passages

van de zijde van verzoeksters:

- 3 pagina 21-22 verzoekschrift

van de zijde van verweerders:

- 4 pagina 3 en 6 t/m 8 verzoekschrift Beursklacht c.s.
- 5 pagina 4 en 5 verzoekschrift H.D. Aquilera c.s.
- 6 pagina 49 en 50 verzoekschrift R.H.C. Akkers c.s.
- 7 pagina 5 verzoekschrift J. Aarendonk c.s.
- 8 pagina 61 en 62 verzoekschrift stichting PAL c.s.
- 9 reconventioneel verzoek J. Zweiphenning



## **Bijlage 2 Het reconciliatieproces**

### Inleiding

Bij haar onderzoek bij Dexia heeft de AFM veel gebruik gemaakt van door Dexia samengestelde bescheiden. Om te kunnen beoordelen of door de tijd heen door Dexia voldoende aandelen ten behoeve van effectenleasecliënten werden aangehouden, heeft de AFM ervoor gekozen om gebruik te maken van gegevens die voortkomen uit het in het verleden door Dexia uitgevoerde reconciliatieproces. Reconciliatie is een veelomvattende term waarmee in algemene zin veelal wordt bedoeld dat bepaalde (soortgelijke) informatie die in twee verschillende gegevensbronnen staat vermeld met elkaar wordt vergeleken.

In deze bijlage wordt weergegeven wat de AFM onder het reconciliatieproces bij Dexia verstaat en welke werkzaamheden de AFM heeft uitgevoerd om zich een beeld te vormen van dit reconciliatieproces.

### Reconciliatieproces bij Dexia

Bij Dexia vinden meerdere reconciliatieprocessen plaats. Het ten behoeve van het onderzoek van de AFM belangrijkste reconciliatieproces is de maandelijkse aansluiting die wordt gemaakt tussen enerzijds de cliëntenposities zoals blijkt uit de cliëntenadministratie van Dexia en anderzijds de depotposities zoals blijkt uit gegevens van RBC Dexia. Deze reconciliatie vindt plaats om vast te stellen of het aantal aandelen zoals aanwezig is op de depotrekeningen van RBC Dexia overeenkomt met het aantal aandelen dat volgens de afgesloten verschillende effectenleaseovereenkomsten benodigd is.

Vanuit de applicatie waarin de cliëntenadministratie wordt gevoerd wordt maandelijks een bestand gegenereerd waaruit per effectenleaseproduct de aantallen aandelen blijken die op grond van lopende effectenleaseovereenkomsten benodigd zou zijn. Daarnaast wordt door RBC Dexia een bestand aangeleverd waaruit de aandelenposities blijken die per depotrekening voor de effectenleaseproducten worden aangehouden. De gegevens van beide bestanden worden in een spreadsheet met elkaar vergeleken.

Om verschillende redenen kunnen zich, meestal kleine, verschillen voordoen tussen de cliëntenpositie en de depotpositie. Een verschil op zich hoeft niet ernstig te zijn, maar dient wel in alle gevallen makkelijk verklaard te kunnen worden. Een veel voorkomend verschil is bijvoorbeeld dat aandelen die volgens de cliëntenadministratie benodigd zijn, wel zijn aangekocht, maar nog niet op de depotrekening zijn geleverd. Levering van effecten vindt in de regel namelijk pas drie werkdagen na de aankoop op de beurs plaats.

Het reconciliatieproces bij Dexia vindt om verschillende redenen maandelijks plaats. Het frequenter uitvoeren hiervan vergt veel tijd en capaciteit. Minder frequent reconciliëren zou kunnen betekenen dat verschillen te lang onopgemerkt blijven waardoor ze te groot zijn geworden of niet meer goed verklaard kunnen worden.

Uitgevoerde reconciliaties worden bij Dexia door een tweede persoon gecontroleerd. Daarnaast voert de Interne Accountants Dienst (IAD) van Dexia twee keer per jaar een onderzoek uit op het reconciliatieproces. Het reconciliatieproces wordt door de directie van Dexia namelijk beschouwd als een zogenoemde 'key control'. Vanwege deze reden heeft ook de externe accountant van Dexia aandacht voor het reconciliatieproces.

### Beeldvorming reconciliatieproces

Alvorens gebruik te kunnen maken van de gegevens die uit de historische reconciliaties van Dexia voortkomen, heeft de AFM diverse werkzaamheden uitgevoerd om zich een beeld te vormen van de werking van dit proces.



Nadat eerst een gesprek is gevoerd met het hoofd van de IAD van Dexia heeft de AFM onderzoek gedaan naar vier onderwerpen:

1. Cliëntenadministratie
2. Depotadministratie
3. Reconciliatieproces
4. Aansluiting reconciliaties en fondsenstaten

#### Cliëntenadministratie

Ten aanzien van de cliëntenadministratie heeft de AFM zich beperkt tot de beoordeling of de IAD en de externe accountant in het verleden zwaarwegende opmerkingen hebben gemaakt over de betrouwbaarheid van de gegevens die in de cliëntenadministratie zijn vastgelegd. Hiertoe zijn onderzoeksrapportages van de IAD die betrekking hadden op de cliëntenadministratie alsmede de managementletters van de externe accountant over de jaren 1999 tot en met 2005 beoordeeld.

Uit de beoordeling van de voornoemde bescheiden blijkt dat, hoewel zich in het jaar 2000 technische problemen hebben voorgedaan ten aanzien van de applicatie waarin de cliëntenadministratie wordt gevoerd, de IAD en de externe accountant geen zwaarwegende opmerkingen hebben gemaakt ten aanzien van de betrouwbaarheid van de gegevens uit deze administratie.

#### Depotadministratie

De depotadministratie wordt niet door Dexia gevoerd, maar door haar custodian RBC Dexia Investor Services Netherlands N.V. RBC Dexia is de rechtsopvolger van verschillende andere vennootschappen die vanaf 1998 de depotadministratie voor onder andere Dexia hebben gevoerd.

De groep waar RBC Dexia deel van uitmaakt is een joint venture tussen Royal Bank of Canada en Dexia Groep waarin een aantal voormalige dochterondernemingen van beide partijen zijn opgegaan. RBC Dexia is een zelfstandige rechtspersoon die beschikt over eigen interne controle organen alsmede een vergunning op grond van de Wet toezicht kredietwezen. RBC Dexia stelt jaarlijks een jaarrekening op die wordt gecontroleerd en voorzien van een verklaring door een externe accountant.

Uit het voorafgaande blijkt dat RBC Dexia gelieerd is aan de Dexia Groep en daarmee ook aan Dexia Bank Nederland N.V. Vanwege deze relatie tussen RBC Dexia en Dexia heeft de AFM Dexia verzocht bij RBC Dexia te informeren over door de IAD van RBC Dexia uitgevoerde onderzoeken op het gebied van de depotadministratie. Dexia heeft aan de AFM aangegeven dat geen relevante onderzoeken zijn uitgevoerd ten aanzien van deze administratie die relevant zijn in het kader van dit onderzoek.

Andere onderzoekswerkzaamheden ten aanzien van de depotadministratie heeft de AFM niet uitgevoerd.

#### Reconciliatieproces

Ten aanzien van het reconciliatieproces heeft de AFM kennis genomen van een tweetal onderzoeksrapportages van de IAD van Dexia. Daarnaast heeft de AFM de managementletters van de externe accountants van Dexia over de jaren 1999 tot en met 2005 beoordeeld.

Hoewel zowel de IAD als externe accountants opmerkingen hebben die betrekking hebben op onderdelen van het reconciliatieproces, blijkt uit de rapporten niet dat het reconciliatieproces in de betreffende jaren niet goed heeft gefunctioneerd.



Fondsenstaten

Om een indruk te krijgen van de juistheid van de gegevens zoals die zijn gebruikt bij de reconciliatie, heeft de AFM door RBC Dexia opgestelde fondsenstaten aangesloten met gegevens uit de depotadministratie zoals uit de reconciliatieoverzichten blijken.

Over de periode 2000 tot en met 2004 is veertig keer een aansluiting gemaakt tussen de posities op een fondsenstaat en de posities die volgens de reconciliatie-overzichten op een depotrekening geadmineistreerd zouden moeten staan. In alle gevallen sloten de posities aan.

Hieruit kan geconcludeerd worden dat de positiegegevens van de depotrekeningen zoals in de reconciliaties in de periode 2000 tot en met 2004 zijn gebruikt niet afwijken van de depotgegevens zoals blijken uit de externe fondsenstaten.



### **Bijlage 3 Effectentransacties en de afwikkeling hiervan**

In deze bijlage legt de AFM op hoofdlijnen uit op welke wijze effectentransacties op effectenbeurzen tot stand komen en op welke wijze deze worden afgewikkeld. Daarbij licht de AFM de belangrijkste begrippen toe die ook in de hoofdtekst van het deskundigenbericht terugkomen.

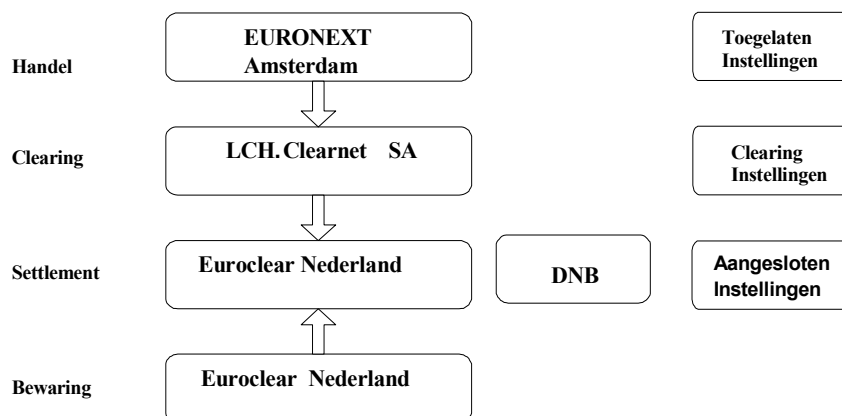
Vanzelfsprekend kan een bijlage als deze niet volledig zijn en wordt voorbij gegaan aan een grote hoeveelheid complicerende details. Desondanks heeft de AFM getracht zo juist en volledig mogelijk het kader te schetsen dat ons inziens noodzakelijk is voor een goed begrip van dit deskundigenbericht.

Als eerste wordt een algemene schets gegeven van de werking van het effectenverkeer in Nederland. In bijlage 4 worden de definities gegeven van in dit deskundigenbericht veel gebruikte termen.

#### Schets werking effectenmarkten

1. Effectenbeurzen zijn marktplaatsen waar vraag en aanbod in effecten bij elkaar worden gebracht. Tot voor kort waren deze marktplaatsen daadwerkelijk in een gebouw ondergebracht waar handelaren elkaar fysiek tegenkwamen, maar tegenwoordig kennen deze marktplaatsen steeds meer een elektronische vorm. Op effectenbeurzen vindt handel plaats in aandelen en obligaties, maar ook in beleggingsfondsen, warrants, futures, opties, kortom een veelzijdig assortiment aan financiële instrumenten.
2. Effectenbeurzen vervullen een belangrijke rol in het financiële stelsel. Allereerst maken ze de uitgifte van effecten mogelijk. Dat wil zeggen dat bedrijven via de effectenbeurs aandelen of obligaties kunnen uitgeven en op die manier eigen of vreemd vermogen kunnen aantrekken. Hierbij stellen beleggers in feite direct geld beschikbaar aan de onderneming. Dit is de zogenaamde primaire markt. Overigens heeft de effectenbeurs hierop niet het monopolie. Het is ook mogelijk om buiten de effectenbeurs om effecten uit te geven.
3. Als effecten eenmaal zijn uitgegeven, maakt de effectenbeurs de zogenaamde secundaire markt mogelijk. Hiermee worden beleggers in staat gesteld eerder uitgegeven effecten te verhandelen.

## **Afwikkeling effectentransacties**







4. Om de handel in effecten mogelijk te maken worden een groot aantal verschillende partijen ingeschakeld (zie schema). Bovenin het schema staat de effectenbeurs Euronext, waar de uitgifte (primaire markt) en handel in genoteerde effecten (secundaire markt) plaatsvindt.
5. Niet iedereen mag zelf handelen op de effectenbeurs. Dat is voorbehouden aan door de effectenbeurs tot diezelfde beurs Toegelaten Instellingen. In het algemeen zijn dat banken en effecteninstituten. Veel van deze Toegelaten Instellingen mogen zowel voor eigen rekening als voor rekening van hun cliënten handelen (dat is transacties uitvoeren) op de effectenbeurs.
6. Teneinde ervoor te zorgen dat na een gedane transactie alle betrokken partijen datgene krijgen waar ze recht op hebben, is een systeem opgezet dat er uiteindelijk toe leidt dat de verkoper van effecten geld krijgt van de koper tegen uitlevering van zijn effecten aan diezelfde koper.
7. Het afwikkelproces om de uiteindelijke levering van effecten tegen betaling van het corresponderende bedrag mogelijk te maken én daarbij de risico's voor alle deelnemers zoveel mogelijk te beperken bestaat uit twee componenten: clearing (administratie- en garantiesysteem) en settlement (leverings- en betalingssysteem). Hierbij zijn 3 instituten van groot belang. Dat zijn voor op Euronext Amsterdam verrichte transacties LCH.Clearnet SA, Euroclear Nederland en De Nederlandsche Bank.
8. LCH.Clearnet SA is het centrale clearinginstituut. LCH.Clearnet SA kent drie kerntaken, zijnde (a) het administreren en salderen (ook wel netting genoemd) van effectentransacties waarvan de effecten en het geld nog niet zijn uitgewisseld; (b) het garanderen van betalings- en leveringsverplichtingen door de overname van het tegenpartijrisico; en (c) het bewaken van de risico's die gepaard gaan met de afwikkeling van transacties. LCH.Clearnet SA vervult als centrale tegenpartij tegenover de koper de functie van verkoper en tegenover de verkoper die van koper. Het nettingproces bestaat eruit dat per aangesloten instelling alle aan- en verkooptransacties in een bepaald effect zoveel mogelijk met elkaar worden verrekend. Als uitkomst hiervan komt een bedrag in geld en een aantal in effecten dat uiteindelijk door Euroclear Nederland met andere aangesloten instellingen moet worden afgewikkeld. Na het nettingproces zijn op de beurs uitgevoerde transacties niet meer individueel te herleiden.
9. Bij LCH.Clearnet SA aangesloten instellingen zijn de zogenaamde clearinginstellingen (of clearing members). Om transacties te kunnen afwickelen op Euronext moeten de Toegelaten Instellingen cliënt zijn van een bij LCH.Clearnet SA aangesloten clearinginstelling, dan wel zelf clearinginstelling zijn. Zoals LCH.Clearnet SA bewaakt dat de aangesloten clearinginstellingen aan hun verplichtingen uit hoofde van gedane transacties kunnen voldoen, zo bewaken de clearinginstellingen hun cliënten (de Toegelaten Instellingen). De clearinginstelling neemt namelijk de verplichtingen uit hoofde van gedane transacties door hun cliënten richting LCH.Clearnet SA over.
10. Euroclear Nederland is aangewezen als centraal instituut als bedoeld in artikel 1 Wet giraal effectenverkeer (Wge). De functie van de Wge is om bescherming te verlenen tegen het risico van faillissement van de aangesloten instelling en tevens om een efficiënt werkend systeem te bieden voor levering van effecten (behoorlijk giraal effectenverkeer). Voor de goederenrechtelijke bescherming van effecten van cliënten tegen faillissement van Euroclear Nederland en/of haar aangesloten instellingen dient (a) een instelling aangesloten te zijn bij Euroclear Nederland en (b) de effecten door Euroclear Nederland toegelaten te zijn tot het Wge-systeem. Daarnaast is een behoorlijk giraal effectenverkeer mogelijk doordat het grootste deel van de effectenvoorraad aan Nederlandse effecten bij Euroclear Nederland is gedeponerd. Hiermee is giraal effectenverkeer enorm vereenvoudigd, want hiermee kunnen effecten worden overgeboekt door middel van



een administratieve overboeking tussen partijen in de administratie van Euroclear Nederland, zonder dat er iets hoeft te gebeuren met eventuele achterliggende fysieke effecten.

11. Zodra transacties zijn verricht op Euronext Amsterdam tussen Toegelaten Instellingen en deze transacties zijn genot en zijn 'overgenomen' door de clearinginstellingen van de betrokken Toegelaten Instellingen dient er levering en betaling plaats te vinden. De levering van de effecten (settlement) en de corresponderende betaling vindt in de regel plaats op de derde werkdag na de transactiedatum. Op deze dag wordt het eigendomsrecht finaal en onomkeerbaar overgeboekt op naam van de koper. Een administratieve overboeking van effecten moet uiteraard leiden tot een tegenboeking in geld. Hier komt vervolgens De Nederlandsche Bank in beeld. Betrokken instellingen houden daar een geldrekening aan. Teneinde een transactie volledig af te kunnen wikkelen draagt Euroclear Nederland er zorg voor dat stukken worden overgeboekt tussen de betrokken aangesloten instellingen in de effectenbewaaradministratie van Euroclear Nederland om het eigendomsrecht van de effecten over te schrijven met daar tegenover een tegengestelde boeking in geld op de rekening van de betrokken aangesloten instellingen bij DNB. De procedure die Euroclear Nederland volgt bij de afwikkeling van de effectentransacties garandeert dat geld en effecten gelijk worden overgestoken.
12. Veelvuldig worden in dit bericht de termen girodepot en verzameldepot gebruikt. Een girodepot wordt gehouden door het centraal instituut zoals bedoeld in de Wge, dus uitsluitend door Euroclear Nederland. Ten aanzien van iedere soort effecten bestaat een afzonderlijk girodepot. Met andere woorden, Euroclear Nederland houdt een afzonderlijk girodepot in aandelen Ahold, een afzonderlijk girodepot in aandelen KPN, etc.
13. Het totaal aantal effecten in een girodepot behoort (meestal) toe aan meerdere bij Euroclear Nederland aangesloten instellingen. Welk deel van een girodepot toebehoort aan een individuele aangesloten instelling wordt berekend naar evenredigheid van de hoeveelheid van de door de aangesloten instelling ingebrachte effecten en dit deel staat ook op naam van diezelfde aangesloten instelling. Een voorbeeld: stel het aantal aandelen XXX in het girodepot bij Euroclear Nederland bedraagt in totaal 100 miljoen stuks en aangesloten instelling AB heeft hiervan 30 miljoen ingebracht, dan staat op naam van aangesloten instelling AB 30 miljoen aandelen XXX geadmistreerd in het betreffende girodepot bij Euroclear Nederland.
14. Alleen een aangesloten instelling van Euroclear Nederland kan een verzameldepot in de zin van de Wge houden (zie artikel 9 Wge). Ten aanzien van iedere soort effecten bestaat een afzonderlijk verzameldepot. De cliënt die Wge effecten aanhoudt bij een aangesloten instelling wordt deelgenoot in de verzameldepots van de aangesloten instelling en verkrijgt een goederenrechtelijke mede-eigendomsrecht (zijn stukken worden namelijk bijgeschreven in de administratie van de aangesloten instelling (zie artikel 17 Wge).
15. Conform het bepaalde in de Wge dient een aangesloten instelling over een administratie te beschikken waaruit de aanspraken van de cliënten op de in het verzameldepot opgenomen effecten blijken. Aangesloten instellingen vullen deze plicht veelal in door een rekeningensysteem op te zetten waarbij iedere cliënt over een rekening beschikt. Deze rekening wordt meestal effectendepot, effectenrekening of depotrekening genoemd.



#### **Bijlage 4 Begrippenlijst**

Hoewel is getracht dit deskundigenbericht te schrijven in een voor iedereen begrijpelijke taal, heeft de AFM er niet aan kunnen ontkomen bepaalde termen te gebruiken die voor sommige lezers enige toelichting behoeven. Hieronder wordt deze toelichting gegeven. Benadrukt wordt dat deze toelichting alleen bedoeld is ter verduidelijking van bepaalde termen. Getracht is te uitgebreide en te juridische definities te voorkomen.

Aandelenfonds	De verschillende aan de effectenbeurs genoteerde (certificaten van) aandelen worden ook wel aandelenfondsen genoemd. Philips is een aandelenfonds, net als Ahold, KPN, etc.
Aangesloten instelling	Een financiële partij, meestal een bank, die is toegelaten tot het centraal instituut zoals bedoeld in de Wge. Dexia en RBC Dexia (de custodian van Dexia) zijn allebei aangesloten instelling bij Euroclear Nederland.
Aansluiting	Begrip uit de accountantswereld die gebruikt wordt indien verschillende administratieve gegevens die betrekking hebben op hetzelfde bedrijfsproces met elkaar worden vergeleken. Dit betekent niet dat de verschillende gegevens per definitie exact met elkaar overeenkomen. Van een aansluiting kan pas sprake zijn als eventuele verschillen adequaat verklaard kunnen worden.
Bijzondere voorwaarden	Als bijlage bij de effectenleaseovereenkomst heeft Dexia steeds bijzondere voorwaarden bijgevoegd. Deze hadden meestal als naam 'Bijzondere Voorwaarden Effecten Lease' of een hierop gelijkende naam. In deze bijzondere voorwaarden staan diverse bepalingen opgenomen ten aanzien van de verplichtingen van de cliënt enerzijds en van Dexia anderzijds.
Clearing	Clearing is een stap die gemaakt wordt in het afhandelen van een effectentransactie. Aan het eind van een handelsdag op de effectenbeurs worden alle transacties van de verschillende op de beurs handelende partijen (zoals banken) bij elkaar opgeteld en gesaldeerd ('netting'). Tijdens de clearing wordt uitgerekend welke partij per saldo hoeveel geld krijgt en van wie en welke partij per saldo effecten moet leveren. Alleen de betreffende saldi worden afgehandeld tijdens de settlement
Cliëntenadministratie	Dit betreft de administratie van een effecteninstituting waarin gegevens van de cliënten zijn vastgelegd. Bij Dexia is in de cliëntenadministratie onder meer per cliënt vastgelegd welke effectenleaseproducten men heeft afgenomen en op hoeveel aandelen en van welke ondernemingen de betreffende effectenleaseovereenkomsten betrekking hebben.
Cliëntenpositie	De cliëntenpositie is het totaal aantal aandelen, onderverdeeld per aandelenfonds, waarop de effectenleasecliënten op een bepaald moment gezamenlijk recht hebben. Deze positie komt voort uit de door Dexia afgesloten effectenleaseovereenkomsten en blijkt uit de cliëntenadministratie.
Custodian	Dit is een financiële partij, meestal een bank, die effecten voor beleggers bewaart alsmede de daarbij behorende administratieve handelingen verricht. De custodian van Dexia is RBC Dexia.
Deelwaarneming	Het waarnemen van een beperkt aantal eenheden van een te onderzoeken populatie met het doel een of meer typische eigenschappen hiervan te leren kennen.



## **Autoriteit Financiële Markten**

Depotpositie	De depotpositie is het totaal aantal aandelen, onderverdeeld per aandelenfonds, zoals door de custodian op depotrekeningen ten behoeve van effectenleaseproducten zijn geadministreerd en dus worden bewaard.
Depotrekening	Een door de custodian uitgegeven (rekening)nummer dat er toe dient de effectenposities per cliënt te administreren. Dexia heeft per effectenleaseproduct een depotrekening bij haar custodian RBC Dexia geopend.
Economisch eigenaar	Economisch eigenaar is diegene die het risico draagt voor de verandering van de waarde van een bepaald goed. De economisch eigenaar hoeft niet per definitie ook juridisch eigenaar te zijn.
Effectenleaseovereenkomst	In deze overeenkomst, bij Dexia meestal kortweg Lease-overeenkomst genoemd, zijn de belangrijkste afspraken opgenomen tussen Dexia en de effectenleasecliënt. In deze overeenkomst staat onder meer opgenomen op hoeveel aandelen en van welke ondernemingen de overeenkomst betrekking heeft. Daarnaast staat aangegeven tegen welke koers de effecten zijn aangekocht. Dexia deed de effectenleaseovereenkomst vergezeld gaan met bijzondere voorwaarden.
Euroclear Nederland	Euroclear Nederland is de handelsnaam van Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V. (Necigef). Euroclear Nederland is het centraal instituut zoals bepaald in de Wet giraal effectenverkeer en speelt een belangrijke rol in het effectenverkeer in Nederland. Zij beheert voor ieder soort effecten een girodepot. Hierin staan de aanspraken van de bij het centraal instituut aangesloten instellingen op de betreffende effecten vermeld. Dexia en RBC Dexia (de custodian van Dexia) zijn allebei een bij Euroclear Nederland aangesloten instelling.
Fondsenstaat	Dit is een periodiek door de custodian naar haar cliënten toegestuurd overzicht waarin alle effectenposities worden vermeld die door de cliënten bij haar in bewaring zijn gegeven. De custodian van Dexia stuurde periodiek per depotrekening een dergelijk overzicht naar Dexia.
Girodepot	In de Wge is bepaald dat het in de wet genoemde centraal instituut voor iedere soort effecten een apart girodepot beheert. Hierin staan de aanspraken van de door de bij het centraal instituut aangesloten instellingen op de betreffende effecten vermeld.
Levering van effecten	Een levering is een vast onderdeel van een eigendomsoverdracht. Indien effecten op de beurs zijn aangekocht dienen effecten aan de koper geleverd te worden om het (juridisch) eigendom te doen overgaan. Van een levering van effecten is volgens de Wge sprake indien effecten worden bijgeboekt op het verzameldepot van een bij het centraal instituut aangesloten instelling.
Lijncontrole	Een controle die tot doel heeft meerdere transacties te volgen door het administratieve systeem heen.
Omnibusaccount	Een rekening bij een custodian waarop (aangekochte) effecten na settlement gezamenlijk worden geleverd. Deze effecten worden vervolgens overgeboekt naar de depotrekeningen.
Ordertickets	Fysieke of elektronische formulieren waarin een aantal gegevens worden vermeld die betrekking hebben op uit te voeren of uitgevoerde effectenorders. Deze gegevens kunnen bijvoorbeeld zijn: de tijdstippen van orderontvangst, doorgifte van de order aan de beurs en uitvoering op de beurs, het aantal effecten waarop de order betrekking heeft en de vermelding van de cliënt ten behoeve van wie de order wordt uitgevoerd.



## Autoriteit Financiële Markten

Primaire orderregistratie	Administratie van een effecteninstelling waarin alle openstaande aan- en verkooporders voor effecten zijn opgenomen, met vermelding van de datum waarop zij verstrekt zijn, de aantallen effecten waar het om gaat, eventuele limieten en de tijdstippen tot wanneer de orders geldig zijn.
Reconciliatie	Reconciliatie is het aansluiten op elkaar van (tenminste) twee overzichten die voortkomen uit verschillende gegevensbronnen. Bij Dexia worden onder andere maandelijks de cliëntenposities uit de cliëntenadministratie aangesloten op de depotposities van haar custodian RBC Dexia.
Securitisatie	De overdracht van bezittingen van een onderneming aan een speciaal daarvoor opgericht bedrijf, meestal special purpose vehicle (SPV) genoemd. De SPV geeft verhandelbare effecten uit met genoemde bezittingen als een soort onderpand. Dexia heeft gedurende enkele jaren vorderingen op effectenleasecliënten overgedragen aan SPV's.
Settlement	Tijdens het settlementproces vindt een uitwisseling plaats tussen financiële partijen van aangekochte effecten en het op de aankoop betrekking hebbende geld. Voorafgaand aan de settlement vindt de clearing plaats. Bij settlement worden daarom alleen posities die 'genet' zijn geleverd. Settlement vindt over het algemeen drie werkdagen nadat de effecten op de beurs zijn verhandeld plaats.
Statistische steekproef	Een steekproefmethode waarbij sprake is van een aselechte trekking en waarbij gebruik wordt gemaakt van een waarschijnlijkheidsrekening ten aanzien van de 'juistheid' van de uitkomsten van de steekproef.
Verzameldepot	In de Wet giraal effectenverkeer is bepaald dat een bij Euroclear Nederland aangesloten instelling voor iedere soort effecten een apart verzameldepot houdt. Hierin staat vermeld het totaal aantal effecten van een bepaalde soort die door de instelling voor eigen rekening en al haar cliënten in bewaring zijn gegeven bij een aangesloten instelling. Uit de administratie van de aangesloten instelling blijken vervolgens de aanspraken per cliënt.
Verzamelorder	Een totaalorder voor de aan- of verkoop van een bepaalde hoeveelheid effecten die is opgebouwd uit een verzameling van een aantal kleinere orders voor meerdere cliënten. Bij Dexia waren de meeste orders die voor effectenleasecliënten werden uitgevoerd verzamelorders.
Wet giraal effectenverkeer	Wet uit 1977 waarin bepalingen staan voor de girale levering van op de beurs verhandelde effecten die per soort in een girodepot van het in de wet benoemde centraal instituut liggen. In de wet (meestal afgekort tot Wge) benoemde termen zijn onder andere girodepot, verzameldepot, centraal instituut en aangesloten instelling.
Wet toezicht effectenverkeer '95	Wet die het toezicht regelt op de in Nederland actieve effectenbeurzen en andere financiële markten in Nederland. In de wet (meestal afgekort tot Wte 1995) staan onder meer bepalingen opgenomen ten aanzien van het uitgeven van effecten alsmede voor de bemiddeling in (al dan niet beursgenoteerde) effecten. Effectenbemiddelaars zoals Dexia dienen in beginsel over een vergunning op grond van de wet te beschikken. Aangezien Dexia echter beschikt over een vergunning op grond van de Wet toezicht kredietwezen (Wtk) is zij van rechtswege vrijgesteld van een separate vergunning op grond van de Wte 1995. Diverse bepalingen die van toepassing zijn op effectenbemiddelaars zijn echter wel op vrijgestelde partijen van toepassing.



## **Bijlage 5 Prospectus WinstVer10Dubelaar Certificaat**

Hieronder zijn enkele relevante punten uit het prospectus van het WinstVer10Dubelaar Certificaat d.d. 19 september 2000 kort samengevat opgenomen:

- **De Certificaten**

De Certificaten zijn niet-beursgenoteerde vorderingen op naam, welke worden uitgegeven door Labouchere N.V. aan Bank Labouchere N.V. Een en ander blijkt uit het prospectus. Bank Labouchere N.V. leest deze Certificaten aan de beleggers (Lessees) met wie Bank Labouchere N.V. een effectenleaseovereenkomst heeft gesloten.

Certificaten zijn effecten in de zin van de Wet toezicht effectenverkeer 1995.

- **Uitbetaling**

De Certificaten geven recht op een kontante uitkering van een bedrag in Nederlandse guldens of Euro's waarvan de hoogte afhankelijk is van de koersontwikkeling van een tiental verschillende Europese aandelen.

In formulevorm ziet de uitbetaling er als volgt uit:

$$Uitbetaling = hoofdsom \times \frac{verkoopkoers}{beginkoers}$$

De beginkoers van een Certificaat zal worden afgeleid van de koersen van de aandelen in het onderliggende mandje gedurende de dag, waarop dit Certificaat wordt uitgegeven.

De verkoopkoers van de Certificaten zal worden vastgesteld op de Dag van Verkoop: dit is de eerste werkdag volgend op de dag waarop Labouchere N.V. heeft kennis genomen van de mededeling van Bank Labouchere N.V., dat zij het Certificaat wenst te verzilveren. De verkoopkoers zal worden afgeleid van de koersen van de aandelen in het onderliggende mandje gedurende de Dag van Verkoop.

- **Effectenleaseovereenkomst**

De Certificaten hebben een maximale looptijd van 20 jaar en kunnen door Bank Labouchere N.V. tussentijds worden verzilverd. Certificaten worden uitsluitend uitgegeven in combinatie met een met betrekking tot het Certificaat door Bank Labouchere N.V. te sluiten effectenleaseovereenkomst.

*Uit de effectenleaseovereenkomst blijkt vervolgens dat deze wordt aangegaan voor een ononderbroken periode van 120 maanden, te rekenen vanaf de dagtekening van deze overeenkomst, behoudens tussentijdse opzegging. Lessee kan de effectenleaseovereenkomst na 60 maanden dagelijks met onmiddellijke ingang en zonder annuleringskosten beëindigen, onder betaling of verrekening van de hoofdsom. [cursief omdat deze passage niet uit het prospectus maar uit de effectenleaseovereenkomst afkomstig is]*

- **Geen recht op onderliggende aandelen**

De Certificaten geven geen recht van welke aard ook op de onderliggende aandelen (bijvoorbeeld: uitlevering van of dividend of enige andere betaling ter zake de aandelen).



- **Tijdstip van uitbetaling**

De uitbetaling op ieder Certificaat vindt plaats zo spoedig mogelijk na de Dag van Verkoop. Betaling vindt plaats aan Bank Labouchere N.V. die vervolgens binnen één week op basis van de effectenleaseovereenkomst tot verdere afwikkeling met de Lessee zal overgaan. De verplichtingen van de Lessee om zijn bovengenoemde rechten te kunnen uitoefenen bestaan uit het betalen van de in de gesloten effectenleaseovereenkomst genoemde hoofdsom plus de daarover verschuldigde rente en het voldaan hebben aan al zijn overige verplichtingen uit hoofde van de gesloten effectenleaseovereenkomst. De uitbetaling op ieder Certificaat door Labouchere N.V. geschiedt middels cash-settlement.

- **Waarborg**

Dexia zal door middel van het aanhouden van beleggingen en/of het aangaan van optietransacties waarborgen dat zij te allen tijde haar financiële verplichtingen uit hoofde van de Certificaten kan nakomen.

-o0o-