



**Autoriteit
Financiële Markten**

9 november 2006

Definitief deskundigenbericht AFM

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



CONCLUSIES

Inleiding

In zijn beschikking van 20 juni 2006¹ 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: Dexia²) 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 effectenleaseproducten³ 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 verweer⁴.

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 concept-deskundigenbericht is op 28 september 2006 door de AFM voorgelegd aan het Gerechtshof en alle bij de verbindend verklaring van de Duisenberg-regeling betrokken partijen. Een aantal partijen heeft op het concept-deskundigenbericht gereageerd. De inhoud van vragen en verzoeken van partijen alsmede de reactie van de AFM hierop zijn in dit deskundigenbericht opgenomen.

¹ Rekestnummer 1783/05.

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

³ 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.

⁴ 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.



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 de uitgevende instelling) 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 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 behouden⁵. 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.

⁵ 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)”.



De AFM heeft derhalve onderzoekswerkzaamheden verricht naar de volgende onderwerpen:

- (1) Aankoop en levering van aandelen;
- (2) Behoud van 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 Dexia⁶) 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 effectenleaseovereenkomsten⁷) 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 2005⁸ 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

⁶ 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.

⁷ 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.

⁸ 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.



conclusie geldt voor de veranderingen tussen de onderzochte 56 maandultimo's⁹ en voor alle 22 aandelenfondsen die in de verschillende effectenleaseproducten zijn opgenomen.

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 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 bruikbaar¹⁰.

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.

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

¹⁰ Zie hoofdstuk 6



Ad (1) Securitiserings

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. Securitiserings 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 securitiseringstransacties 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 securitiseringstransacties 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.

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

CONCLUSIES	2
HOOFDSTUK 1 INLEIDING.....	9
1.1 BESCHIKKING	9
1.2 OPBOUW DESKUNDIGENBERICHT	9
1.3 WIJZE VAN ONDERZOEK	10
HOOFDSTUK 2 CATEGORIEËN EFFECTENLEASEPRODUCTEN	14
2.1 INLEIDING.....	14
2.2 AFLOSSINGSPRODUCTEN EN RESTSCHULDPRODUCTEN	14
2.3 CERTIFICAATPRODUCTEN.....	14
2.4 CONCLUSIE.....	15
HOOFDSTUK 3 AANKOOP EN LEVERING VAN AANDELEN	16
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
HOOFDSTUK 4 BEHOUD VAN AANDELEN	20
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
HOOFDSTUK 5 OVERIGE ONDERWERPEN.....	25
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
HOOFDSTUK 6 VERDERE FEITEN OF OMSTANDIGHEDEN	27
HOOFDSTUK 7 VRAGEN EN VERZOEKEN VAN PROCESPARTIJEN.....	28
7.1 INLEIDING.....	28
7.2 GELIJKSOORTIGE VRAGEN EN VERZOEKEN PROCESPARTIJEN.....	29
7.3 OVERIGE VRAGEN EN VERZOEKEN PROCESPARTIJEN	36
7.4 TEKSTUELE AANPASSINGEN	41
BIJLAGE 1 BESCHIEDEN VAN HET GERECHTSHOF	42
BIJLAGE 2 HET RECONCILIATIEPROCES.....	43
BIJLAGE 3 EFFECTENTRANSACTIES EN DE AFWIKKELING HIERVAN.....	46
BIJLAGE 4 BEGRIPPENLIJST.....	49
BIJLAGE 5 PROSPECTUS WINSTVER10DUBBELAAR CERTIFICAAT	52



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.

Een concept-deskundigenbericht is op 28 september 2006 door de AFM voorgelegd aan het Gerechtshof en alle bij de verbindend verklaring van de Duisenberg-regeling betrokken partijen. Het Gerechtshof heeft in zijn beschikking onder punt 3.7 bepaald dat de deskundige bij het onderzoek partijen in de gelegenheid zal stellen opmerkingen te maken en verzoeken te doen. Een aantal partijen heeft op het concept-deskundigenbericht gereageerd. De inhoud van vragen en verzoeken van partijen, alsmede de reactie van de AFM hierop, zijn opgenomen in hoofdstuk 7.

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.

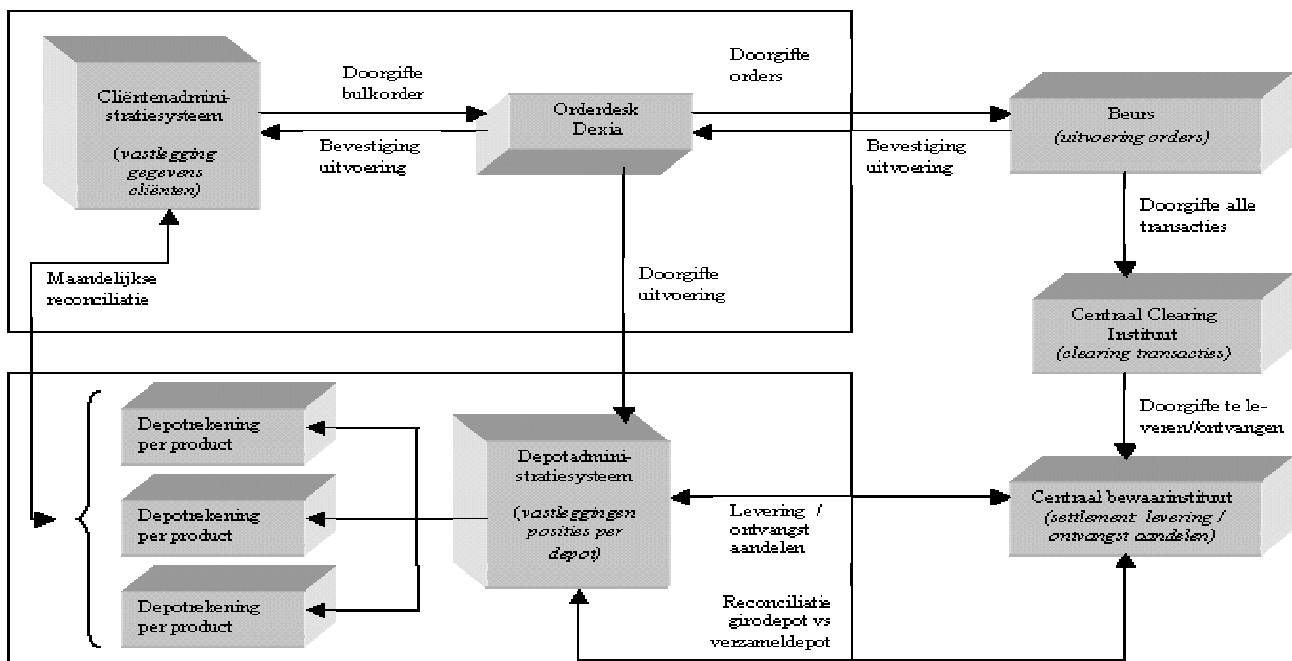
De AFM is op 17 juli 2006 gestart met haar onderzoek bij Dexia. Als gevolg van de vereiste diepgang van het door de AFM verrichte onderzoek en de door Dexia benodigde tijd voor de oplevering van alle voor het onderzoek relevante documenten, heeft het onderzoek tot en met 11 september 2006 geduurd.

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 navolgende 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.

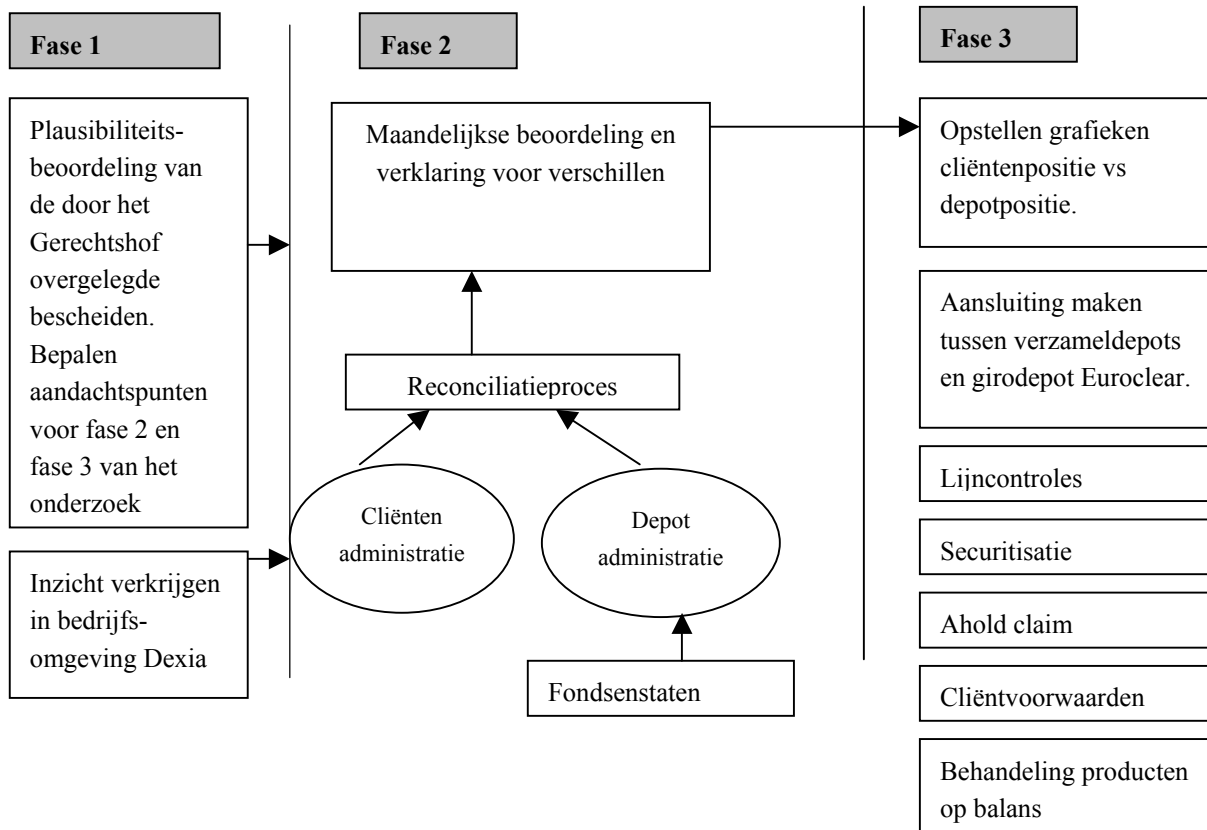


RBC Dexia Investor Securities Services Netherlands N.V.



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 715.311¹¹ 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.

¹¹ 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 de uitgevende instelling) 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 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 Winstver10dubbeelaar 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 WinstVer10Dubbeelaar 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 lijncontroles¹² 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 gekeken¹³.

De lijncontrole heeft zich gericht op het vaststellen of:

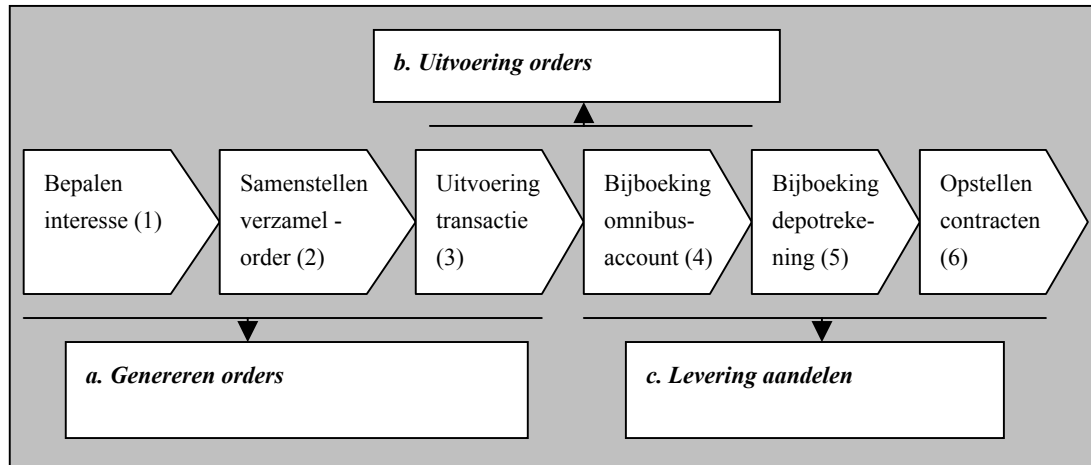
- a. *Cliëntenorders deel uitmaakten van de verzamelorders;*
- b. *De verzamelorders traceerbaar op de effectenbeurs zijn uitgevoerd;*
- c. *Uitvoering van de verzamelorder heeft geleid tot levering van aandelen op de depotrekeningen van effectenleaseproducten bij RBC Dexia.*

¹² 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.

¹³ 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 Dexia¹⁴.

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 onderzoek¹⁵.

4.2.2 Grafische weergave cliëntenpositie en depotpositie

De AFM heeft voor 22 aandelenfondsen¹⁶ 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

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

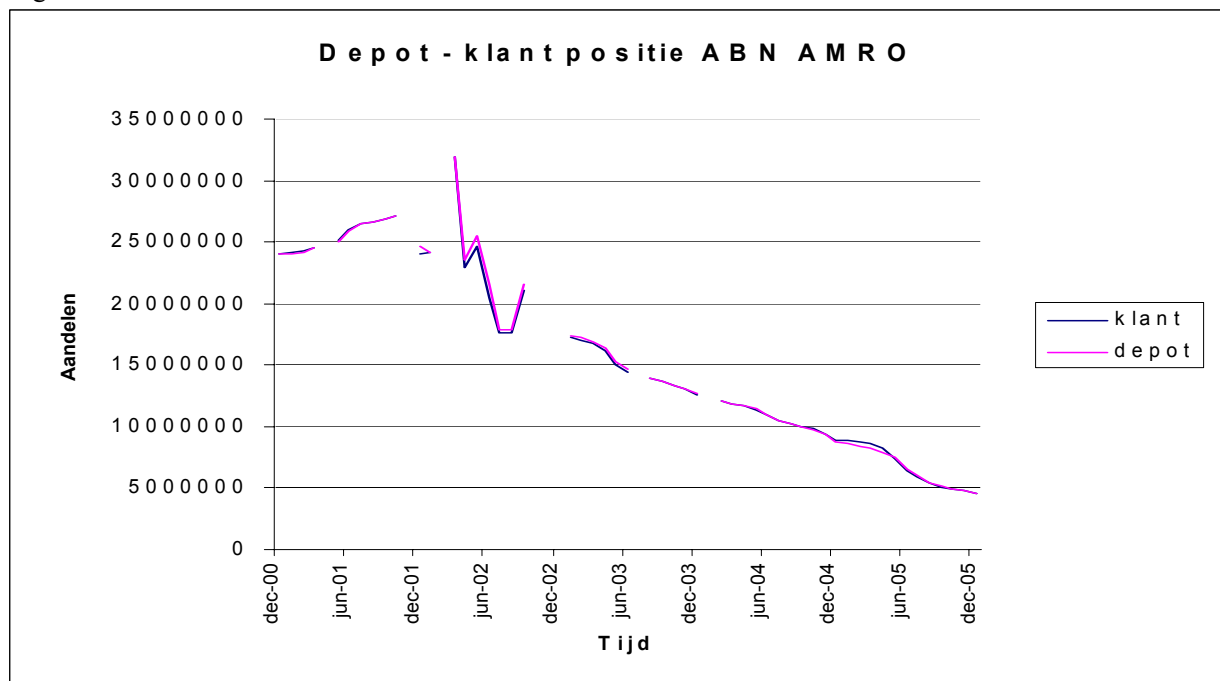
¹⁵ Zie hoofdstuk 6

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

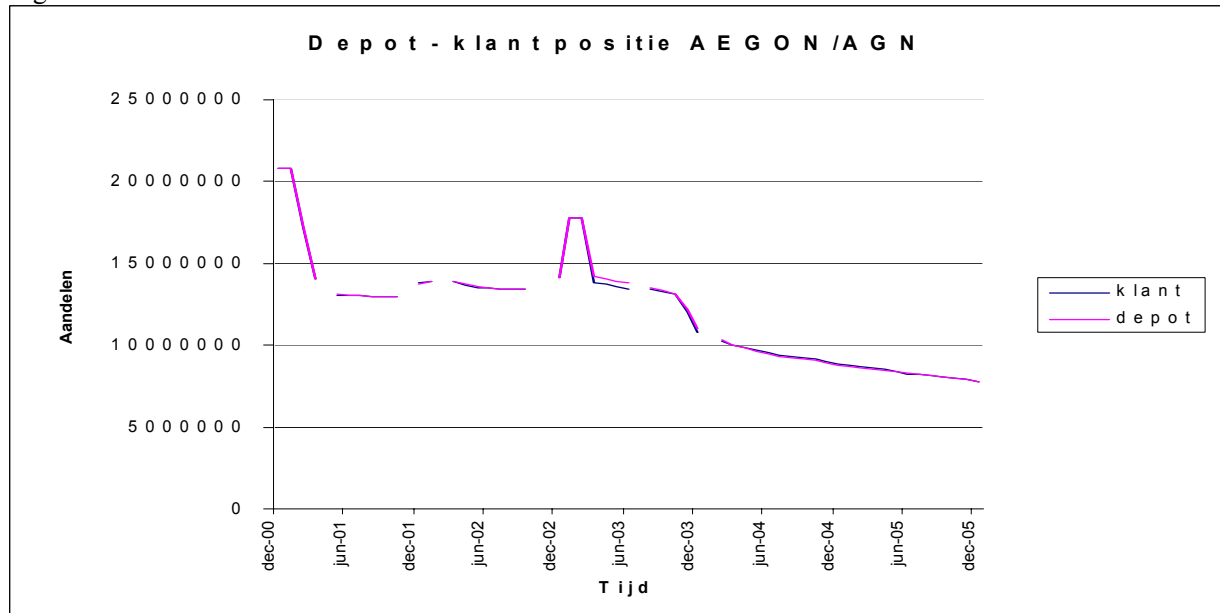


depotposities gedurende de periode december 2000 tot en met december 2005 niet noemenswaardig van elkaar afwijken. Dit betekent dat gedurende deze periode voldoende effecten op de depotrekeningen, die ten behoeve van effectenleaseproducten bij RBC Dexia werden aangehouden, aanwezig waren om aan de verplichtingen 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

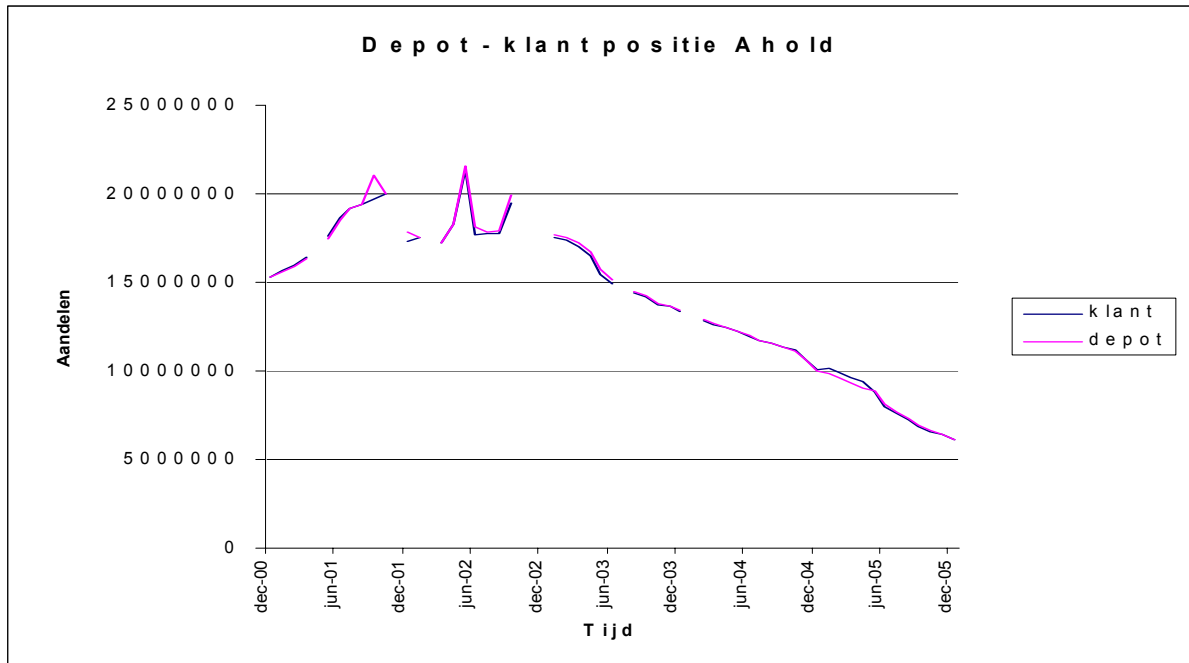


Figuur 2: AEGON

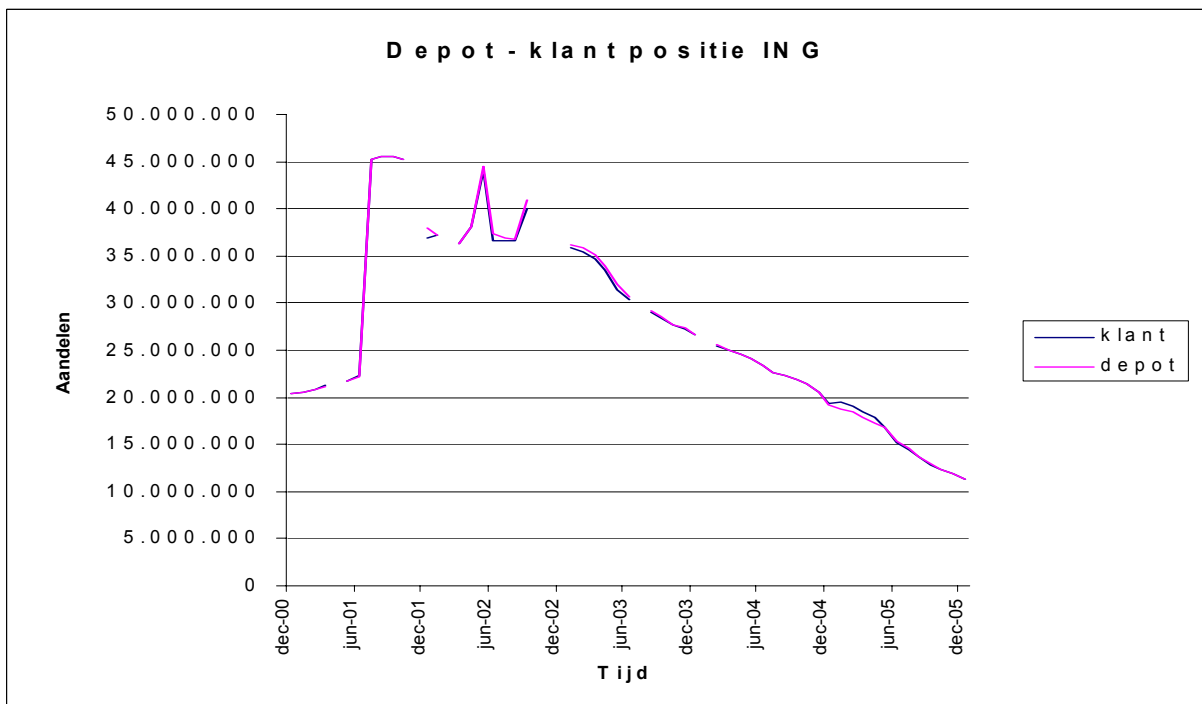




Figuur 3: Ahold



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'¹⁷. 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.

¹⁷ 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 Bank¹⁸ 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.

Bijbeschrijving 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 zijn¹⁹ dat geen voorwaardelijke, maar een ‘onvoorwaardelijke’ bijbeschrijving 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.

¹⁸ 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”).

¹⁹ 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.



Hoofdstuk 7 Vragen en verzoeken van procespartijen

7.1 Inleiding

Het Gerechtshof bepaalt in zijn beschikking onder punt 3.7 dat de deskundige bij het onderzoek partijen in de gelegenheid zal stellen opmerkingen te maken en verzoeken te doen. De deskundige zal in het schriftelijk bericht doen blijken dat aan dit voorschrift is voldaan en zal melding maken van de inhoud van eventuele opmerkingen en verzoeken van partijen.

De AFM geeft door middel van dit hoofdstuk invulling aan punt 3.7 uit de beschikking.

De AFM heeft via het Gerechtshof tien reacties ontvangen. Deze reacties zijn, volgens het Gerechtshof, gegeven door of namens de volgende procureurs, advocaten en partijen.

	Procureurs	Advocaten	Partijen
1	A.S. Rueb	M.J. Tulp	St. Platform Aandelenlease, Vereniging Consument & Geldzaken, St. Juniorlease
2	J.M.K.P. Cornegoor	A.J. van der Lely	Dexia Bank Nederland N.V.
3	A. van Hees	F.J.M. Raaijmakers	H.D. Aquilera c.s.
4	A.E. Toenbreker	M.J. Meijer	Beursklacht B.V., Vereniging Pay-back, M.J. Meijer
5	F.B. Falkena	G.A. Versteegh	B.A. Leeffers, A. Habing en C.J. Habing-Reijnink
6	N. Grijmans-Veenendaal	F.P.J. Bots	J. Zweiphenning
7	W. Voerman	W. Voerman	Gad Segev
8	M.A. Hupkes	M.A. Hupkes	M. Arras c.s.
9	I.M.C.A. Reinders Folmer	G.J. Brugman	St. Leaseverlies en St. Eegalease
10	M.A. van Hoof	M.A. van Hoof	R.A. Beijerman c.s., J. Aarendonk en A. Veenstra c.s.

De AFM heeft de reacties van procespartijen zorgvuldig bestudeerd in het licht van de conclusies en bevindingen zoals opgenomen in het concept-deskundigenbericht. De uitkomsten van deze analyse zijn in dit hoofdstuk opgenomen. De analyse heeft niet geleid tot inhoudelijke wijzigingen in het deskundigenbericht.

Enkele procespartijen hebben naast het stellen van vragen of het geven van commentaar ook informatie aan het Gerechtshof toegezonden die niet direct betrekking heeft op de vraagstelling van het Gerechtshof en de beantwoording daarvan door de AFM. De AFM laat deze informatie daarom buiten beschouwing. Ook blijkt uit enkele ontvangen reacties dat procespartijen zelfstandig conclusies trekken op basis van het concept-deskundigenbericht van de AFM. De AFM gaat hierop bij de behandeling van de reacties niet in.

In paragraaf 7.2 gaat de AFM in op de onderwerpen waarover door procespartijen gelijksoortige vragen zijn gesteld. Vervolgens behandelt de AFM in paragraaf 7.3 overige meer op zichzelf staande vragen en verzoeken. In paragraaf 7.4 geeft de AFM aan welke opmerkingen van procespartijen hebben geleid tot tekstuele wijzigingen in het deskundigenbericht.



7.2 Gelijksortige vragen en verzoeken procespartijen

Onderstaand worden de onderwerpen weergegeven waarover door procespartijen gelijksoortige vragen en verzoeken zijn gesteld.

7.2.1 Wet- en regelgeving

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen hebben de vraag gesteld of de AFM van mening is dat Dexia op bepaalde onderdelen heeft voldaan aan gestelde eisen uit wet- en regelgeving. Dit betreft zowel toezichtswetgeving, zoals de vereisten die voortvloeien uit de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en daarop gebaseerde regelgeving zoals de Nadere Regeling (gedrags)toezicht effectenverkeer 1999 en 2002, als bijvoorbeeld vereisten uit het Burgerlijk Wetboek en beursregels. Daarnaast wordt de vraag gesteld op welke wijze de AFM onderzoek heeft gedaan naar de in de toezichtswetgeving gestelde eisen aan administraties en het ken-uw-cliënt beginsel.

Reactie AFM

De AFM benadrukt, zoals aangegeven in paragraaf 1.3.4, dat het onderzoek niet is uitgevoerd in de hoedanigheid van gedragstoezichthouder op de financiële markten, maar als door het Gerechtshof benoemde deskundige. De onderzoekswerkzaamheden hebben zich gericht op en beperkt tot het beantwoorden van de door het Gerechtshof in de beschikking van 20 juni 2006 aan de AFM gestelde vragen. De vraag of Dexia voldoet en heeft voldaan aan bepaalde vereisten uit wet- en regelgeving is niet door het Gerechtshof gesteld, valt buiten het door de beschikking bepaalde onderzoekskader, en is daarmee ook geen onderwerp van onderzoek geweest.

7.2.2 Wijze van onderzoek

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen vragen om een nadere onderbouwing van de wijze van uitvoering van het onderzoek. Hierbij wordt de AFM verzocht aan te geven waarom de AFM geen zelfstandig onderzoek heeft verricht naar administraties als de cliëntenadministratie en de depotadministratie, alsmede het reconciliatieproces. Ook wordt gevraagd of de AFM de van Dexia overgelegde gegevens heeft geverifieerd en of de AFM op basis van deze gegevens wel een conclusie mocht trekken.

Reactie AFM

De AFM verwijst naar paragraaf 1.3 waar de wijze van onderzoek wordt beschreven. De AFM merkt hierbij op dat wat in deze paragraaf wordt beschreven in samenhang dient te worden gezien met de beschrijving van werkzaamheden zoals opgenomen in de overige hoofdstukken van het deskundigenbericht.

In het kader van het onderzoek heeft de AFM, zoals weergegeven in hoofdstuk 4 en bijlage 2, zich op hoofdlijnen een beeld gevormd van onder meer de cliëntenadministratie, de depotadministratie en het proces van reconciliatie. Hierbij is kennis genomen van (de uitkomsten van) de werkzaamheden van de externe accountant en de interne accountantsdienst van Dexia. Daarnaast heeft de AFM, eveneens ter verificatie van de door Dexia overgelegde gegevens, de werkzaamheden zo vorm gegeven dat de gegevens uit de depotadministratie zijn aangesloten op de gegevens uit de administratie van Euroclear en andere custodians. Ook heeft de AFM ter verificatie van de door Dexia overgelegde gegevens in reconciliaties een aansluiting gemaakt tussen reconciliaties en fondsenstaten.

Uit de hierboven beschreven werkzaamheden zijn geen signalen gekomen die aanleiding hebben gegeven tot een door bepaalde procespartijen gesuggereerd diepgaand onderzoek. Evenmin hebben de uitkomsten van deze



werkzaamheden de AFM aanleiding gegeven om geen gebruik te maken van genoemde gegevens uit de betreffende administraties en het reconciliatieproces, uitgezonderd de gegevens zoals beschreven in paragraaf 7.2.3.

7.2.3 Gegevens uit periode 1997 tot en met 1999

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen vragen de AFM aan te geven hoe door het ontbreken van bepaalde gegevens uit de jaren 1997 tot en met 1999 uitkomsten uit het onderzoek van de AFM kunnen worden geduid en of dan nog wel sprake kan zijn van deugdelijke conclusies. Tevens wordt verzocht om nader te onderzoeken waarom er geen gegevens over deze periode aan de AFM zijn verstrekt. Daarnaast wordt de AFM verzocht aan te geven of Dexia aan het overleggen van gegevens enige restrictie heeft verbonden.

Voorts geeft Dexia in haar reactie aan dat de informatie over de periode van 1997 tot en met 1999 met betrekking tot reconciliaties weliswaar van minder hoge kwaliteit is dan de informatie vanaf 2000, maar dat deze informatie voldoende bruikbaar zou zijn om te kunnen vaststellen dat Dexia ook in de periode voor 2000 de aandelen heeft behouden.

Reactie AFM

Uit het deskundigenbericht blijkt welke bescheiden zijn opgevraagd. Ook is in het deskundigenbericht aangegeven wat Dexia wel en niet heeft kunnen overleggen. Indien Dexia bescheiden niet heeft kunnen overleggen is de reden hiervoor opgenomen in het deskundigenbericht.

De AFM is van mening dat de in het deskundigenbericht opgenomen conclusies tot stand zijn gekomen op basis van de beschikbare, feitelijke informatie. Voor de periode 1997 tot en met 1999 heeft de AFM alleen gebruik kunnen maken van informatie zoals beschreven in hoofdstuk 3 (aankoop en levering van aandelen).

Ter zake de beschikbare informatie over reconciliaties voor de periode 1997 tot en met 1999 wijst de AFM de partijen op hoofdstuk 4 en hoofdstuk 6. Hierin staat beschreven waarom de AFM de voor deze periode aanwezige reconciliaties niet heeft betrokken bij het onderzoek. Ten tijde van het onderzoek heeft Dexia aangegeven dat de beschikbare informatie voor de jaren 1997 tot en met 1999 afkomstig was van haar rechtsvoorganger Bank Labouchere N.V. Volgens Dexia was deze informatie onvoldoende bruikbaar, omdat niet meer kan worden beoordeeld of de betreffende historische informatie destijds adequaat tot stand is gekomen. Euroclear Nederland kon over deze periode geen gegevens overleggen aan de hand waarvan de AFM de juistheid van de voor deze periode aanwezige reconciliaties zou kunnen verifiëren. Het in het onderzoek betrekken van gegevens waarbij ten aanzien van de kwaliteit vraagtekens kunnen worden gezet, zonder deze gegevens vervolgens te kunnen verifiëren, acht de AFM niet raadzaam.

Dexia heeft in het kader van het onderzoek de AFM geen restricties opgelegd ter zake de toegang tot informatie van Dexia.

7.2.4 Reikwijdte onderzoek

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen vragen de AFM aanvullend onderzoek te doen naar bepaalde onderwerpen. Met name worden de volgende onderwerpen genoemd:



- Securitiseringstransacties (doel, opbrengsten, voordelen, zekerheidsrechten, activiteiten en bezittingen van SPV's);
- Wijze van hedgen van verplichtingen van certificaatproducten;
- Aandelen Dexia als onderdeel van effectenleaseproducten.

Reactie AFM

De door deze procespartijen verlangde aanvullende onderzoekswerkzaamheden vallen buiten het bereik van de door het Gerechtshof aan de AFM gegeven opdracht. Voor nader onderzoek op de genoemde punten is in dit deskundigenbericht daarom geen plaats.

7.2.5 Deelwaarneming cliëntendossiers

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen zijn van mening dat de deelwaarneming op cliëntendossiers statistisch gezien te beperkt is geweest. Onduidelijk is waarom de AFM 26 overeenkomsten heeft geselecteerd voor de deelwaarneming. Bepaalde partijen zijn van mening dat de uitkomsten van de deelwaarneming niet kunnen worden gebruikt om de vragen van het Gerechtshof te beantwoorden vanwege de beperkte omvang van de deelwaarneming.

Reactie AFM

Ter zake de omvang van de deelwaarneming verwijst de AFM naar paragraaf 1.3.4 en paragraaf 3.3 van het deskundigenbericht alsmede voetnoten 7 en 12. In het deskundigenbericht is expliciet beschreven dat de AFM zich zou beperken tot een deelwaarneming indien de resultaten van de deelwaarneming geen aanleiding gaven nader onderzoek te verrichten in de vorm van bijvoorbeeld een statistische steekproef. De deelwaarneming waarop de lijncontroles betrekking hebben is beperkt. De redenen hiervoor zijn uiteengezet in het deskundigenbericht.

Zowel in de conclusie als in de voetnoten is duidelijk opgenomen dat de uitkomsten van de deelwaarneming in samenhang dienen te worden gezien met de uitkomsten van andere werkzaamheden, met name de werkzaamheden ten aanzien van het behoud van aandelen. Het commentaar van procespartijen houdt geen rekening met de uitkomsten van deze andere werkzaamheden. Daarom geeft de AFM een korte toelichting op deze werkzaamheden.

De AFM heeft door middel van een deelwaarneming vastgesteld dat voor 26 individuele cliënten aandelen zijn geleverd op de daarvoor bestemde depotrekeningen. Vervolgens is op 56 momenten voor het totaal van alle cliënten vastgesteld dat de benodigde aandelen voor alle in effectenleaseproducten opgenomen aandelenfondsen zijn geleverd en behouden. De AFM heeft hiertoe 1163 keer een vergelijking gemaakt tussen de cliëntenpositie en de depotpositie²⁰. Vervolgens zijn voor twee momenten per jaar (vanaf mei 2000 tot en met mei 2005), in totaal elf keer, de totale depotposities voor alle 22 aandelenfondsen aangesloten met gegevens van Euroclear Nederland en andere externe custodians. Deze aansluiting is in totaal 242 keer gemaakt²¹.

²⁰ Gedurende de periode december 2000 tot en met december 2005 maakten in totaal 22 aandelenfondsen onderdeel uit van effectenleaseproducten van Dexia. Vanwege het feit dat bepaalde aandelenfondsen niet de gehele periode in de effectenleaseproducten opgenomen zijn geweest, is het aantal keer dat de AFM de depotpositie kon vergelijken met de cliëntenpositie niet 56 momenten x 22 aandelenfondsen = 1232 geweest. De AFM heeft 1163 keer een vergelijking kunnen maken tussen de cliëntenpositie en de depotpositie.

²¹ De AFM heeft op elf momenten de door Euroclear Nederland en andere custodians overgelegde gegevens voor de 22 in effectenleaseproducten opgenomen aandelenfondsen aangesloten op gegevens uit de depotadministratie van RBC Dexia. In totaal heeft de AFM deze aansluiting 11 x 22 = 242 keer gemaakt. Hierbij zijn ook de aandelenfondsen betrokken waarvan de totale depotpositie ten behoeve van effectenleaseproducten op bepaalde momenten nul was.



Overige vragen en verzoeken van procespartijen

1. Op welke wijze zijn de 26 overeenkomsten in de deelwaarneming als genoemd in paragraaf 3.3 geselecteerd?
2. Om welke overeenkomsten gaat het en op welke datum zijn deze tot stand gekomen?

Reactie AFM

De AFM verwijst naar paragraaf 3.3. In deze paragraaf is uiteengezet op welke wijze de selectie van overeenkomsten heeft plaatsgevonden. Hierbij vult de AFM aan dat zij twintig overeenkomsten willekeurig heeft geselecteerd. De overige zes overeenkomsten zijn overeenkomsten waarover in juridische procedures door Dexia diende te worden aangetoond dat aandelen zijn aangekocht.

In de navolgende tabel geeft de AFM weer welke overeenkomsten zijn betrokken in de deelwaarneming en op welke datum deze tot stand zijn gekomen.

nr.	Datum overeenkomst	Productnaam		nr.	Datum overeenkomst	Productnaam
1	27 mei 1997	Spaarleasen		14	23 juni 1999	WinstVerDriedubbelaar
2	26 juni 1997	Click-Leasen		15	29 september 1999	Korting Kado
3	2 oktober 1997	Feestplan		16	5 januari 2000	Legio I.B. Plan
4	26 november 1997	Spaarleasen		17	18 april 2000	WinstVerDriedubbelaar
5	11 december 1997	Beleggen met korting		18	2 mei 2000	WinstVerDriedubbelaar
6	13 februari 1998	Maximaal Rendement Ef.		19	18 mei 2000	WinstVerDriedubbelaar
7	11 maart 1998	WinstVerDriedubbelaar		20	13 juni 2000	WinstVerDriedubbelaar
8	24 maart 1998	WinstVerDriedubbelaar		21	27 november 2000	WinstVerDriedubbelaar
9	7 april 1998	Capital Effect		22	27 december 2000	Beleggen met Bonus
10	2 september 1998	Spaarleasen		23	11 april 2001	TroefPlan
11	4 december 1998	WinstVerDriedubbelaar		24	29 mei 2001	Triple Effect
12	10 december 1998	Gianni Romme Effect		25	27 augustus 2001	Capital Effect
13	9 juni 1999	WinstVerDriedubbelaar		26	13 februari 2002	ExtraBonus

7.2.6 Aannemelijkheid aankoop

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen merken op dat de AFM in het deskundigenbericht heeft opgenomen dat de AFM het aannemelijk acht dat aandelen zijn aangekocht. De AFM wordt verzocht dit nader toe te lichten. Ook wordt de AFM verzocht alsnog vast te stellen dat aan de levering een aankoop is voorafgegaan.

Reactie AFM

De AFM heeft in de conclusie op pagina 5, onder 'Gevolgtrekking aankoop, levering en behoud van aandelen', en in paragrafen 3.3 en 3.4 opgenomen dat de AFM het aannemelijk acht, maar niet feitelijk heeft vastgesteld, dat aan de leveringen een aankoop is voorafgegaan.

Ter zake het verzoek om alsnog vast te stellen dat aan de levering een aankoop vooraf is gegaan verwijst de AFM naar paragraaf 3.3, onder (b). De AFM heeft in het kader van haar onderzoek getracht vast te stellen dat aan de leveringen een aankoop voor individuele cliënten vooraf is gegaan. Doordat Dexia niet alle gegevens heeft kunnen overleggen die deel uitmaken van haar primaire orderregistratie, heeft de AFM dit niet feitelijk vast kunnen stellen.



In de conclusie op pagina 4 en 5 alsmede in hoofdstukken 3 en 4 vermeldt de AFM de vastgestelde feiten terzake de levering van aandelen. De AFM licht hieronder toe waarom de AFM het aannemelijk acht dat aan de vastgestelde leveringen aankopen zijn voorafgegaan.

In de effectenwereld zijn leveringen van effecten in het algemeen het gevolg van aan- en verkopen van effecten op een effectenbeurs, buiten een effectenbeurs om dan wel uit hoofde van de uitoefening van opties of afloop van termijncontracten. Leveringen van effecten kunnen daarnaast voortkomen uit bijvoorbeeld conversies van andere effecten (zoals bij splitsingen e.d.) of stockdividenden. Ook is het bijvoorbeeld denkbaar dat leveringen van effecten plaatsvinden als gevolg van het uitvoeren van correcties, schenkingen of het door een cliënt overstappen naar een andere bank.

De AFM heeft vastgesteld dat de totale posities op de depotrekeningen op de beoordeelde momenten aansluiten op de voor RBC Dexia geadmireerde posities in het girodepot bij Euroclear Nederland en bij andere custodians (zie hoofdstuk 4). Dit betekent dat is vastgesteld dat niet uitsluitend uit de administratie van Dexia, maar ook uit externe administraties (Euroclear Nederland en andere custodians) blijkt dat de benodigde aandelen daadwerkelijk aanwezig zijn.

De aandelen waarvan is vastgesteld dat zij op de depotrekeningen aanwezig zijn, moeten daar op de een of andere manier zijn geleverd. Op basis van de gangbare praktijk in de effectenwereld zal slechts een klein gedeelte van de aanwezige aandelen geleverd zijn als gevolg van conversies, stockdividenden of als gevolg van het uitvoeren van correcties, schenkingen of het door een cliënt overstappen naar een andere bank. Het onderzoek geeft de AFM geen aanleiding te veronderstellen dat dit in het geval van Dexia anders is geweest.

7.2.7 Dexia Aangesloten Instelling bij Euroclear Nederland

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen merken op dat, in tegenstelling tot wat de AFM in het concept-deskundigenbericht aangeeft, Dexia in februari 2006 geen Aangesloten Instelling bij Euroclear Nederland is geweest. Dit zou blijken uit het register van Euroclear Nederland.

Reactie AFM

De AFM heeft ten tijde van het onderzoek kennis genomen van het overzicht van Aangesloten Instellingen zoals vermeld op de website van Euroclear Nederland. Uit dit overzicht bleek inderdaad niet dat Dexia Aangesloten Instelling was. Uit informatie van Dexia bleek het tegendeel. De AFM heeft derhalve ter verificatie van deze informatie Euroclear Nederland verzocht schriftelijk aan te geven of Dexia en haar rechtsvoorganger Bank Labouchere N.V. Aangesloten Instelling bij Euroclear Nederland zijn geweest. Euroclear Nederland heeft schriftelijk een overzicht aan de AFM verstrekt waaruit blijkt dat dit tenminste vanaf 1 november 1995 tot heden het geval is geweest. Zie paragraaf 5.5.

7.2.8 Artikel 17 Wet giraal effectenverkeer

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen stellen dat vast staat dat Dexia niet in overeenstemming met artikel 17 Wge aandelen heeft gekocht en geleverd aan haar cliënten. Eén partij stelt dat de conclusie van de AFM haaks staat op uitspraken van het Dutch Securities Institute (DSI)²² en de Hoge Raad.

²² Uitspraak Commissie van Beroep DSI d.d. 27 januari 2005, KCHB nr. 91 en HR 23 september 1994, NJ 1994, 461 (Kas As/ Drying Corporation).



Reactie AFM

In artikel 17 Wge staat dat levering van een aandeel in een verzameldepot geschiedt door bijschrijving op naam van de verkrijger in het daartoe bestemde deel van de administratie van de aangesloten instelling.

Zoals is beschreven in hoofdstuk 3 heeft de AFM op basis van deelwaarnemingen 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. De AFM concludeert dat een bijschrijving van aandelen op naam van Dexia op deze depotrekeningen in de administratie van RBC Dexia op grond van de Wge kwalificeert als levering van deze aandelen.

Ten aanzien van de stelling dat de conclusie van de AFM wat betreft levering van de effecten, namelijk dat bijschrijving op naam van Dexia op de depotrekeningen van RBC Dexia kwalificeert als levering conform de Wge, haaks zou staan op uitspraken van de Hoge Raad en DSI bericht de AFM nog het volgende. In deze uitspraken kan men - kort samengevat - de conclusie lezen dat levering van Wge effecten zal moeten geschieden conform artikel 17 Wge ('bijschrijving ten name van de verkrijger') en niet op andere wijze. De AFM benadrukt dat zij - zoals ook beschreven is in hoofdstuk 3 van het concept-deskundigenbericht en nogmaals herhaald in bovenstaande alinea - daadwerkelijk heeft vastgesteld dat de effecten geleverd zijn aan Dexia conform artikel 17 Wge, eenvoudigweg omdat - blijkens de depotoverzichten - bijschrijving op naam van Dexia in de administratie van RBC Dexia als aangesloten instelling bij Euroclear Netherlands heeft plaatsgevonden.

Daarnaast wijst de AFM – voor alle duidelijkheid – nogmaals op hetgeen zij onder het kopje 'Bijschrijving van aandelen' in paragraaf 5.5 uit het deskundigenbericht heeft verwoord:

'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.'

Overige opmerkingen van procespartijen

Dexia stelt in haar reactie dat conform artikel 2 van de bijzondere voorwaarden de aandelen onvoorwaardelijk zijn bijgeschreven op naam van de effectenleasecliënten.

Reactie AFM

De AFM wijst op hetgeen zij heeft beschreven in paragraaf 5.5. In deze paragraaf citeert de AFM uit de door Dexia aan de AFM overgelegde bijzondere voorwaarden effectenleaseovereenkomsten. Hierin staat dat de aandelen onverwijld na verkrijging ervan voorwaardelijk worden overgedragen.

7.2.9 Levering

Vragen en verzoeken van procespartijen

Enkele partijen hebben vragen gesteld ten aanzien van de bijschrijving en levering van aandelen. Deze vragen zijn als volgt samen te vatten. Kan de AFM de in paragraaf 3.4 getrokken conclusie dat aandelen tijdig zijn geleverd



voor effectenleasecliënten onderbouwen met bewijsstukken (waaronder ordertickets), terwijl een herleiding naar individuele dossiers ontbreekt?

Reactie AFM

De AFM concludeert in paragraaf 3.4 dat is vastgesteld dat aandelen voor effectenleasecliënten tijdig zijn geleverd op de depotrekeningen die Dexia ten behoeve van het betreffende effectenleaseproduct bij RBC Dexia aanhoudt.

Voor wat betreft de herleidbaarheid naar de individuele dossiers merkt de AFM op dat, zoals is vastgesteld onder paragraaf 3.3 onder ad a, de orders voor individuele cliënten deel uitmaakten van de gegenereerde verzamelorders. Een herleiding naar individuele dossiers is derhalve aanwezig. Hierbij wijst de AFM tevens op de eerste alinea van paragraaf 4.2.1 alsmede de omschrijving van het begrip cliëntenadministratie in bijlage 4.

Ten aanzien van de tijdigheid van de levering van aandelen wijst de AFM op paragraaf 3.3. Zoals blijkt uit ad c heeft de AFM een aansluiting kunnen maken tussen de bijschrijving van aandelen op de depotrekeningen bij RBC Dexia en de omvang en samenstelling van de gegenereerde verzamelorders. Dit is alleen mogelijk indien de kenmerken (waaronder naam van het aandelenfonds, aantal aandelen en datums) van de verzamelorder en de levering op elkaar aansluiten.

Zoals staat aangegeven in paragraaf 3.3 van het deskundigenbericht heeft de AFM bij het onderzoek geen gebruik kunnen maken van ordertickets. Overigens zouden ordertickets ten aanzien van de levering van aandelen van weinig toegevoegde waarde zijn, omdat ordertickets alleen betrekking hebben op de gang van zaken rondom een daadwerkelijke transactie en niet op de levering van aandelen op de settlementdatum.

7.2.10 Aandelen tweede en derde tranche

Vragen en verzoeken van procespartijen

Eén partij stelt dat de AFM niet heeft onderzocht op welke wijze de termijnposities in de WinstVerdrieDubbelaar- en de Triple Effect-overeenkomsten zijn gehedged. Deze partij verzoekt de AFM nader te onderzoeken met behulp van welke financiële instrumenten, zoals callopties of termijncontracten, de hedgetransacties tot stand zijn gekomen en welke voordelen hierbij door Dexia zijn behaald.

In relatie tot bovenstaande vraag wordt door dezelfde partij de opmerking gemaakt dat het onderscheid tussen termijncontracten en opties van belang is, omdat bij termijncontracten de levering vaststaat en bij opties niet. Een optie is een recht dat de koper niet hoeft uit te oefenen. Bij opties bestaat daarom de mogelijkheid dat Dexia deze niet heeft uitgeoefend, maar aandelen op bepaalde momenten tegen een lagere koers op de beurs heeft gekocht. De partij acht bovenstaande van belang, omdat, zolang niet duidelijk is in hoeverre Dexia heeft gewerkt met call-opties, het onduidelijk blijft welke schade Dexia heeft geleden als gevolg van koersdalingen op de effectenbeurs.

Reactie AFM

De AFM vermeldt in paragraaf 3.3 en in voetnoot 13 dat diverse effectenleaseproducten van Dexia zogenaamde tranches kennen. Indien een cliënt een WinstVerdrieDubbelaar of een Triple-effect koopt, sluit de cliënt een overeenkomst met Dexia. Uit de overeenkomst blijkt dat de geleaste aandelen in drie gelijke delen worden aangekocht. In de overeenkomst staat dat de tweede aankoop van de waarden plaats heeft 12 maanden na de eerste aankoop. Deze tweede aankoop is in fondsen, aantallen en koersen gelijk aan de eerste aankoop. De derde aankoop van de waarden heeft plaats 24 maanden na de eerste aankoop. Deze derde aankoop is in fondsen, aantallen en koersen gelijk aan de eerste aankoop.



De levering van de aandelen uit de tweede en derde tranche maakt onderdeel uit van de beoordeelde (veranderingen van de) depotposities zoals weergegeven in paragraaf 4.2.3.

Ten aanzien van de totstandkoming van hedgetransacties en de aard van de hierbij gebruikte financiële instrumenten geeft Dexia in productie 23 bij het verzoekschrift tot algemeen verbindend verklaring aan dat Dexia zeker was van de leveringen van de aandelen uit de tweede en derde tranche, omdat zij hiervoor onderhandse (over-the-counter) termijntransacties aanging. Zie paragraaf 3.3, voetnoot 13.

Indien Dexia, in tegenstelling tot wat zij beweert in productie 23, haar verplichtingen jegens haar cliënten zou hebben afgedekt met call-opties in plaats van termijncontracten, bestaat de mogelijkheid dat Dexia deze call-opties niet heeft uitgeoefend, maar in plaats daarvan aandelen heeft aangekocht op de beurs tegen een lagere koers dan was afgesproken met cliënten.

De AFM heeft haar onderzoek gericht op het beantwoorden van de vragen van het Gerechtshof. In dit kader heeft de AFM niet vastgesteld of aan de levering van aandelen ten behoeve van de tweede en derde tranche daadwerkelijk een termijncontract ten grondslag heeft gelegen dan wel dat deze verplichting op een andere wijze (bijvoorbeeld door middel van call-opties) is afgedekt. Onderzoek hiernaar was niet nodig voor de beantwoording van de vraag of Dexia de geleaste aandelen heeft gekocht en behouden en viel derhalve buiten het onderzoekskader.

7.3 Overige vragen en verzoeken procespartijen

Vraag 1

Dexia merkt op dat de AFM in het concept-deskundigenbericht heeft aangegeven dat de AFM niet heeft kunnen vaststellen dat verzamelorders zijn doorgegeven aan de afdeling die de verzamelorders uitvoerde. Dexia geeft aan dat de AFM kennis heeft genomen van terugmeldingen van de afdeling die de verzamelorders uitvoerde aan de afdeling die de cliëntenadministratie verzorgde.

Reactie AFM

In paragraaf 3.3. van het deskundigenbericht is opgenomen dat de AFM niet heeft kunnen vaststellen dat verzamelorders zijn doorgegeven aan de afdeling die de verzamelorders uitvoerde, omdat Dexia geen bescheiden heeft overgelegd waaruit dit onomstotelijk blijkt. De bescheiden waar Dexia op doelt, hebben geen betrekking op de doorgifte van verzamelorders aan de afdeling die deze zou uitvoeren, maar op de terugmelding ervan.

Vraag 2

Eén partij merkt op dat de beschikking is gedateerd op 20 juni 2006, terwijl de AFM volgens het deskundigenbericht met het onderzoek is begonnen op 17 juli 2006. Kan de AFM, mede in het licht van de tijdsdruk waaronder het onderzoek zou zijn uitgevoerd, aangeven welke werkzaamheden zij in de tussenliggende periode heeft verricht?

Reactie AFM

De in het deskundigenbericht genoemde datum van 17 juli 2006 is de datum waarop het onderzoek ten kantore van Dexia is gestart. In de daaraan voorafgaande periode heeft de AFM een voor het onderzoek geschikt onderzoeksteam samengesteld en medewerkers van dit team vrijgemaakt van andere werkzaamheden. De AFM verwijst hiervoor naar paragraaf 1.3.1. Vervolgens heeft dit onderzoeksteam zich ten kantore van de AFM voorbereid op het bij Dexia uit te voeren onderzoek.



Vraag 3

Dexia geeft aan dat zij het mogelijk acht dat de AFM aanvullend onderzoek doet naar aankooptransacties door steekproefsgewijs te kijken naar zogenoemde ‘trade recapitulations’.

Reactie AFM

De AFM meent dat de genoemde trade recapitulations een overzicht geven van alle op Euronext Amsterdam uitgevoerde transacties op een bepaalde dag voor een bepaalde instelling. Uit deze trade recapitulations kan echter niet worden afgeleid dat een bepaalde transactie voor een bepaalde cliënt of in het geval van Dexia voor een bepaald effectenleaseproduct is uitgevoerd. Indien sprake is van meerdere transacties in één aandelenfonds op een bepaalde dag zijn de op de trade recapitulation vermelde transacties niet met voldoende zekerheid toe te wijzen aan individuele (verzamel)orders.

Vraag 4

Eén partij vraagt of de AFM kan aangeven welke in bijlage 4 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 genoemde administraties door Dexia worden aangehouden en op welke van deze administraties de in het deskundigenbericht genoemde cliëntenadministratie ziet?

Reactie AFM

Zoals in paragraaf 1.3.4 expliciet is aangegeven heeft de AFM het deskundigenonderzoek niet uitgevoerd in de functie van gedragstoezichthouder op de financiële markten, maar in de functie als door het Gerechtshof benoemde deskundige. Vanuit deze functie heeft de AFM zich gehouden aan de normen en het toetsingskader zoals verwoord in de beschikking van het Gerechtshof. Dit betekent onder meer dat de AFM het onderzoek niet heeft benaderd vanuit of getoetst aan het normenkader in regelgeving zoals de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002.

Vraag 5

Twee partijen vragen of de AFM over de periode 2000 tot en met 2005 heeft onderzocht of het aantal aandelen volgens de cliëntenadministratie van Dexia in absolute zin overeenkomt met de absolute aantallen op de depotrekeningen?

Reactie AFM

Zoals in paragraaf 3.2 staat omschreven, houdt Dexia voor elk effectenleaseproduct een depotrekening aan bij RBC Dexia. Maandelijks wordt, zie bijlage 2, per effectenleaseproduct de positie op de betreffende depotrekening aangesloten op de gegevens uit de cliëntenadministratie. Ten behoeve van het onderzoek heeft de AFM, zie paragraaf 4.2.2, door de tijd heen voor alle aandelenfondsen die in effectenleaseproducten zijn opgenomen een vergelijking gemaakt tussen het (totaal) aantal aandelen dat op grond van de cliëntenadministratie benodigd zou moeten zijn en het (totaal) aantal aandelen dat op grond van de depotadministratie daadwerkelijk aanwezig was. Deze totalen heeft de AFM voor een viertal aandelenfondsen gevisualiseerd weergegeven in figuur 1 tot en met 4 in paragraaf 4.2.2. Voor de overige 18 aandelenfondsen die in effectenleaseproducten opgenomen zijn geweest, heeft de AFM eveneens op basis van de totale posities uit de cliëntenadministratie en de depotadministratie grafieken opgesteld waaruit een soortgelijk beeld naar voren komt. Omwille van de leesbaarheid zijn deze grafieken niet opgenomen in het deskundigenbericht.

Vraag 6

Dexia is er niet in geslaagd om alle door de AFM opgevraagde gegevens over de periode 2000 tot en met 2005 te verstrekken. De AFM wordt door twee partijen verzocht toe te lichten welke conclusies de AFM hieraan verbindt. Is de AFM van mening dat het aannemelijk is dat voor 5 van de 61 onderzochte maanden over de periode van



december 2000 tot en met 2005 de reconciliaties ontbreken? Is het ontbreken van die reconciliaties een inbreuk op de wettelijke verplichtingen?

Reactie AFM

Uit het deskundigenbericht blijkt welke bescheiden zijn opgevraagd. Ook is in het deskundigenbericht telkenmale aangegeven wat Dexia wel en niet heeft kunnen overleggen. Indien Dexia bescheiden niet heeft kunnen overleggen is de reden hiervoor opgenomen in het deskundigenbericht. De AFM heeft de conclusies in het deskundigenbericht getrokken op basis van de beschikbare, feitelijke informatie.

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 niet alle reconciliaties kunnen overleggen. De AFM acht de mogelijkheid aanwezig dat in organisaties met veel (wisselende) informatiesystemen en informatiestromen na verloop van tijd bepaalde specifieke informatie moeilijker of zelfs niet vindbaar is. Ter zake de opmerking of het ontbreken van reconciliaties een inbreuk is op de wettelijke verplichtingen wordt verwezen naar de reactie van de AFM in de hoofdonderwerpen onder 'wet- en regelgeving'.

Vraag 7

Eén partij stelt dat certificaatproducten binnen de reikwijdte van het onderzoek dienen te vallen. Als redenen kunnen uit de reactie de volgende elementen worden afgeleid:

- Hoewel Dexia bij certificaatproducten geen verplichting op zich heeft genomen aandelen aan te kopen en te behouden, is bij de onderliggende waarde wel sprake van (andere) effecten;
- Volgens de lezing van de AFM zouden certificaten niet onder effecten vallen en heeft de AFM deze dus ook niet bij het deskundigenonderzoek betrokken. De AFM heeft het onderzoek beperkt tot het begrip aandelen.
- Uit het prospectus van het certificaatproduct Winstverl0dubelaar zou blijken dat dit product een 'financial future met cash settlement' zou zijn. Daarom zouden certificaatproducten wel onder de reikwijdte van de door het Gerechtshof gestelde onderzoeksvragen vallen.

Reactie AFM

De AFM gaat in hoofdstuk 2 in op certificaatproducten. In dit hoofdstuk staat beschreven dat certificaatproducten recht geven op een vordering (van de cliënt op Dexia) waarvan de waarde afhankelijk is van koersontwikkelingen van al dan niet ter beurse genoteerde effecten. De lezing dat de AFM certificaten niet in het onderzoek heeft betrokken, omdat certificaten niet onder effecten vallen is niet juist. De AFM verwijst naar bijlage 5 waar letterlijk staat dat certificaatproducten effecten zijn. De afweging waarom certificaatproducten niet verder zijn betrokken in het onderzoek is te lezen in de tweede en derde alinea van paragraaf 2.4.

Vraag 8

Eén partij verzoekt de AFM een nadere toelichting te geven op de wijze waarop Dexia komt tot een prognose op basis waarvan de verzamelorder wordt opgegeven.

Reactie AFM

De AFM verwijst naar paragraaf 3.2 van het deskundigenbericht, onder punt 2. De AFM heeft terzake deze procedure geen nadere onderzoekswerkzaamheden uitgevoerd.

Vraag 9

Eén partij verzoekt de AFM toe te lichten waarom Dexia teveel aangekochte aandelen niet eenvoudigweg op de depotrekening parkeerde, maar koos voor een transfer naar een andere account.



Reactie AFM

De AFM verwijst naar paragraaf 4.4. van het deskundigenbericht. In deze paragraaf wordt het doel benoemd van de zogeheten ‘management accounts’.

Vraag 10

Eén partij verzoekt de AFM nader toe te lichten waarom Dexia de gevraagde informatie ter zake het doorgeven van verzamelorders aan de afdeling die verzamelorders uitvoerde niet heeft kunnen overleggen.

Reactie AFM

Zoals is beschreven in de vierde alinea van hoofdstuk 6 heeft Dexia niet de door de AFM opgevraagde ordertickets, met daarop de vastlegging van de opdracht tot aankoop van aandelen door de afdeling die de cliëntenadministratie aan de afdeling die de orders voor Dexia uitvoerde, kunnen verstrekken. Dexia heeft als reden voor het niet kunnen overleggen van deze informatie aangegeven dat ordertickets niet allemaal aanwezig zijn. Indien ordertickets wel aanwezig zijn, zou het teveel tijd kosten om deze informatie aan te leveren. Deze reden is opgenomen in paragraaf 3.3 onder ad (b).

Vraag 11

Eén partij stelt dat uit het deskundigenbericht niet blijkt welke instelling voor januari 2006 als custodian optrad voor Dexia. Verzocht wordt daarom dat de AFM nader onderzoek doet naar de custodians van voor januari 2006 en daarover rapporteert.

Reactie AFM

Zoals uit het deskundigenbericht blijkt, hebben RBC Dexia en haar rechtsvoorgangers de aandelen bewaard voor Dexia. Uit het voor eenieder toegankelijke handelsregister van de Kamer van Koophandel blijkt dat de rechtsvoorgangers van RBC Dexia zijn: Labouchere Securities Services N.V., CDC Labouchere Securities Services N.V. en Dexia Securities Services N.V.

Vraag 12

Eén partij verzoekt de AFM alsnog een aansluiting te maken tussen de gegenereerde verzamelorders en de door Dexia uitgevoerde transacties op Euronext Amsterdam.

Reactie AFM

Zoals uit hoofdstuk 3 van het deskundigenbericht blijkt, heeft de AFM, op basis van de overgelegde bescheiden, niet een aansluiting *kunnen* maken tussen de gegenereerde verzamelorders en de door Dexia uitgevoerde transacties op Euronext Amsterdam. Voorts verwijst de AFM naar het antwoord op de vraag ter zake de ‘trade recapitulations’ (vraag 3).



Vraag 13

In het deskundigenbericht wordt gesproken over fusies, overnames en opsplitsingen. Eén partij verzoekt de AFM nader toe te lichten over welke fusies, overnames en opsplitsingen het gaat.

Reactie AFM

Dit betreft de overname van Bank Labouchere en Kempen & Co door Dexia Groep en de fusie tussen Bank Labouchere en Kempen & Co in 2001 tot Dexia Bank Nederland N.V. Daarnaast wordt bedoeld op de afsplitsing uit Dexia Bank Nederland van Kempen & Co in 2003.

Vraag 14

Eén partij stelt dat de AFM in hoofdstuk 6 'Verdere Feiten of omstandigheden' aangeeft dat zowel Dexia als RBC Dexia geen gegevens kunnen verstrekken over de jaren 1997 tot en met 1999 en hieruit volgt dat de gegevens over de periode januari 2000 tot november 2000 wel beschikbaar zijn. De partij verzoekt die gegevens wel te betrekken in het onderzoek.

Reactie AFM

Zoals is opgenomen in de vierde alinea onder paragraaf 4.2.1. heeft de AFM 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. In paragraaf 4.2.2 wordt de cliëntenpositie en de depotpositie vergeleken aan de hand van gegevens uit de beschikbare reconciliaties voor de periode december 2000 tot en met december 2005. In paragraaf 4.2.3 wordt een conclusie getrokken voor deze periode.

In paragraaf 4.3 is opgenomen dat de AFM bij RBC Dexia voor de ultimo's mei 2000 tot en met 2005 en de jaarultimo's 2000 tot en met 2004 heeft 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 deze ten behoeve van RBC Dexia hebben geadministreerd.

Vraag 15

Eén partij verzoekt de AFM nader te onderzoeken waarom er geen gegevens over de periode vóór december 2000 aan de AFM zijn verstrekt.

Reactie AFM

Zoals is opgenomen in het deskundigenbericht in hoofdstuk 3 alsmede de toelichting die de AFM in dat hoofdstuk heeft gegeven op de samenstelling van de lijncontrole heeft Dexia wel gegevens over de periode vóór december 2000 aan de AFM verstrekt.

Vraag 16

Eén partij verzoekt de AFM de door Dexia opgegeven informatie te vergelijken met andere beschikbare vergelijkbare informatie, niet zijnde opgesteld door Dexia.

Reactie AFM

De AFM heeft waar mogelijk de door Dexia verstrekte informatie gecontroleerd aan de hand van informatie van derden. De AFM wijst op paragraaf 4.3. 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.



Vraag 17

Eén partij stelt de vraag of de AFM het in- en uitlenen van effecten, buiten de effectenleaseovereenkomsten zelf, heeft onderzocht

Reactie AFM

De AFM heeft deze vraag betrokken in het onderzoek. De AFM verwijst in dit kader ook naar hoofdstuk 4. Uit de bevindingen ten aanzien van het behoud van aandelen kan worden afgeleid dat de aandelen op de depotrekeningen zijn behouden. Dit betekent dat op de 56 toetsmomenten aandelen niet zijn uitgeleend.

7.4 Tekstuele aanpassingen

In de reactie van Dexia worden voorstellen gedaan voor tekstuele aanpassingen. Eén voorstel heeft geleid tot de volgende aanpassing in het deskundigenbericht:

De eerste regel van de derde alinea van paragraaf 2.3 is gewijzigd van “...vordering (van de cliënt op Dexia)” naar “...vordering (van de cliënt op de uitgevende instelling)”. De reden voor deze wijziging is dat Dexia heeft aangegeven dat certificaatproducten in veel gevallen zijn uitgegeven door een andere entiteit dan Dexia, namelijk Labouchere N.V. Dezelfde wijziging is doorgevoerd op pagina 3 van het deskundigenbericht.



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.

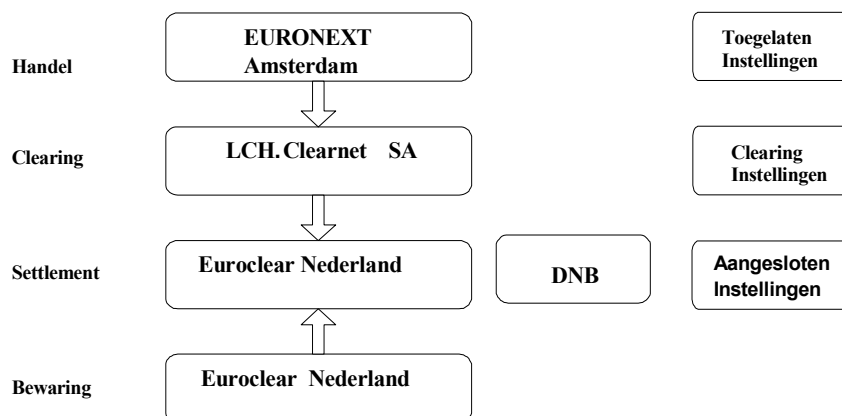
Vanzelfsprekend kan een bijlage als deze niet volledig zijn en wordt voorbij gegaan aan een grote hoeveelheid complicerende details. Desondanks heeft de AFM getracht zo juist en volledig mogelijk het kader te schetsen dat ons inziens noodzakelijk is voor een goed begrip van dit deskundigenbericht.

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.



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 stuurt 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-