

**Rapport “Twee scenario’s over het beleggingsbeleid van AEGON
GarantieFonds: het alleen-opties-scenario versus het ook-obligaties-scenario”**

Rapport geschreven door prof. dr. Ton Derksen,
em. hoogleraar algemene wetenschapsfilosofie en cognitiefilosofie,
Radboud Universiteit Nijmegen
em. hoogleraar algemene kennis- en wetenschapsleer
Universiteit van Brabant, Tilburg

voor mr. Luc Jurgens

20 maart 2018

De twee scenario's van het AEGON Garantie Fonds

Inleiding

Uit de stukken van AEGON over zijn GarantieFonds komen twee scenario's tevoorschijn: het *alleen-opties-scenario* (er is alleen in opties belegd) en het *ook-obligaties-scenario* (er is naast opties ook in obligaties belegd). De scenario's kunnen niet tegelijkertijd waar zijn. Mijn onderzoeksvraag is welke van de twee scenario's waar, dan wel het meest waarschijnlijk is. Daarbij gelden in principe de officiële, door accountants gecontroleerde en goedgekeurde jaarverslagen van het AEGON GarantieFonds, met daarin de jaarrekeningen en de toelichtingen op de balansen van het beleggingsfonds Aegon GarantieFonds, als de ultieme toetssteen. De Prospectus en Financiële bijsluiter vermelden wat we van AEGON *mogen verwachten*, terwijl de jaarverslagen beschrijven *wat er is gebeurd*.

Het ook-obligaties-scenario

In de publieke publicaties, zoals de prospectus en de financiële bijsluiter behorend bij het GarantieFonds, informeert AEGON de potentiële deelnemer dat er naast opties ook in obligaties zal worden belegd. Zo staat in de *Prospectus* van 1999 te lezen:

Beleggingen door het fonds in nulcoupon *obligaties* vormen een bron van inkomsten voor Particuliere Deelnemers.¹

In de *Financiële bijsluiter Sprintplan* van 1 juli 2002 komen de obligaties nadrukkelijker naar voren:

Het AEGON GarantieFonds belegt in *vastrentende waarden* [obligaties] en *opties*.²

Binnen het ook-obligaties-scenario spelen de vastrentende waarden [obligaties] een belangrijke rol in het Sprintplan. Ze geven de garantie van de inleg waaraan het GarantieFonds zijn naam dankt.

Het fonds is zo gestructureerd dat op de einddatum de *vastrentende waarden* zorgen voor een garantie van de inleg.³

Er wordt ook in opties belegd.⁴ Die dienen om potentiële koerswinsten binnen te halen.⁵ Wanneer na vijf jaar de koersen van de aandelen-indexen (de indices) hoger zijn geworden, wordt de winst, behaald met deze index-opties, verzilverd (via cash

¹ Prospectus (1999), p. 3.

² Financiële bijsluiter Sprintplan (2002), p. 2. Op p. 1 is het beleggen in obligaties nog alleen een mogelijkheid: 'Het AEGON GarantieFonds belegt in opties, obligaties of vergelijkbare vastrentende waarden.' Het woordje 'of' laat de mogelijkheid open dat alleen in opties wordt belegd.

³ Financiële bijsluiter Sprintplan (2002), p. 2. Zie ook p. 3: 'Het AEGON GarantieFonds belegt in *opties* en *obligaties* en wel zodanig dat op de expiratedatum van de portefeuille de waarde van de beleggingen gelijk is aan het bedrag van de lening vermeerderd met de lening vermenigvuldigd met het stijgingspercentage van de Samengestelde Index.'

⁴ Financiële bijsluiter Sprintplan (2002), p. 2: 'Naast *vastrentende waarden* wordt er ook belegd in *opties*.'

⁵ Financiële bijsluiter Sprintplan (2002), p. 2: '[De opties] zijn zo gestructureerd dat ze op de einddatum exact de stijging van de Samengestelde Index weerspiegelen. Indien er sprake is van een daling van de Samengestelde Index, dan zullen de opties geen waarde hebben.'

settlement). Wanneer de koers gelijk is gebleven of is gedaald, wordt geen gebruik gemaakt van de optie. Het geld besteed aan de optie is verloren gegaan, maar er is geen verlies geleden zoals zou zijn gebeurd indien aandelen waren gekocht. Bij een lagere koers hadden die aandelen minder opgebracht. Nu is slechts het geld voor de aankoop van de optie verloren gegaan. Met de opbrengst van de obligaties wordt het verloren geld vanwege de aankoop van de opties terugverdiend.

Hier zie je het basisverhaal van het ook-obligaties-scenario. Er wordt enerzijds belegd in vastrentende waarden, d.w.z. in obligaties, die na vijf jaar de 100% van de inleg garanderen. Anderzijds wordt belegd in opties. Die belegging dient om gevaarloos te kunnen speculeren en om eventuele winsten op de koersen binnen te halen.

In de *processtukken* specificiert AEGON het beleggingsbeleid: 80% beleggen in obligaties en 20% beleggen in (call) opties op betrouwbare indices zoals de Eurotop 100 Index, de Nikkei Index en de S&P 500 Index.⁶

Kortom, afgaande op de publieke stukken en uitspraken van AEGON (de Prospectus, de Financiële bijsluiter Sprintplan, processtukken) is er geen twijfel over mogelijk dat in het Sprintplan substantieel in obligaties werd belegd, met als doel een waarde-garantie van de inleg. Daarnaast was er een belegging in opties op betrouwbare indices met het mogelijk vooruitzicht van koerswinst.

Ook Delta Lloyd en ABN AMRO openen in diezelfde tijd garantiefondsen. Daar werd de garantie van de inleg bereikt 'door een groot gedeelte van de portefeuille te beleggen in obligaties'.⁷ Er is echter een belangrijk verschil tussen AEGON enerzijds en Delta Lloyd en ABN AMRO anderzijds. Bij Delta Lloyd en ABN AMRO legden de deelnemers hun eigen

⁶ Dagvaarding houdende vordering tot herroeping ex art. 382 Rv, tevens houdende incidentele vordering tot voeging verknochte zaken ex art. 222 Rv:

6. ... de informatie welke is verstrekt door Aegon in de Conclusie van Antwoord van de rolzitting van 15 oktober 2008, dat "circa 80% van de beleggingen in het Garantiefonds wordt gedaan in obligaties".

12. ... Aegon [heeft], *gelijk in de hoofdprocedure tussen thans partijen*, steeds in meerdere processtukken stellig en zonder voorbehoud door haar advocaten doen opnemen, dat vanuit het Garantiefonds steeds is belegd in een combinatie van ongeveer 80% van de lening in echte obligaties en ongeveer 20% van de lening in indexopties, en bij sommige niet nader geduide Portefeuilles, naast in echte obligaties, ook in opties op obligaties en obligaties nagebootst door opties en/of swaps'(paragraaf 12).

Zie ook:

53. Bij memorie van antwoord in principaal appel, tevens memorie van grieven in incidenteel appel van 29 november 2007 stelt Aegon o.m.:

2.20 Is bijvoorbeeld sprake van een belegging van € 10.000 (waarvoor de belegger maandelijks een bedrag van € 67 aan rente betaalde), dan wordt daarvan grofweg € 8.000 besteed aan de aankoop van obligaties. Deze obligaties zijn zo ingekocht, dat deze gedurende de looptijd van het betreffende SprintPlan in waarde vermeerderen tot € 10.000. Het resterende bedrag (in dit voorbeeld € 2.000) wordt besteed aan de aankoop van opties, die na vijf jaar aanspraak geven op de groei van de index. Is geen sprake van enige groei, dan vertegenwoordigen deze opties na vijf jaar geen waarde

4.15: (a) een belegging in opties en obligaties, waarbij het risico op verlies van de belegging na afloop volledig is afgedekt door de belegging in obligaties;

4.27: Kenmerkend aan het Sprintplan is nu juist dat het risico op een waardedaling na afloop volledig is afgedekt door de beleggingen in obligaties.

⁷ Delta Lloyd: <http://www.morningstar.nl/nl/news/32097/verzekerd-beleggen-met-delta-lloyd.aspx>
'De garanties worden bereikt door een groot gedeelte van de portefeuille te beleggen in obligaties. Wat resteert, wordt in optieconstructies belegd met als onderliggende index de EUROStoxx50-index, die bestaat uit 50 grote Europese ondernemingen.'

geld in, bij AEGON leenden de deelnemers de inleg van AEGON. (Ter verheldering: de inleg is het totaal van het geleende geld. Het is niet de rente die over de lening betaald moet worden.) Laten we eerst kort bezien wat dit plan bij AEGON inhoudt voor de deelnemers.

In het Sprintplan leenden de deelnemers een bepaald bedrag. Ze betaalden daar gedurende vijf jaar (de duur van het plan) rente over. Afhankelijk van dat geleende bedrag betaalden ze gedurende de vijf jaar van het plan ten minste € 3.000 en ten hoogste € 18.000 rente.⁸ AEGON noemt zelf 8% als rente, het OW & CD rapport spreekt over 8,3% als 'effectieve rente'.⁹ Uitgaande van de officiële rente van 8% leenden de deelnemers bedragen variërend van € 7.500 en € 45.000.¹⁰ In totaal betaalden de deelnemers dus aan rente een bedrag dat gelijk staat aan 40% van het geleende bedrag. De naam GarantieFonds klopt wat betreft de bank zelf. Die verdient een bedrag dat correspondeert met 40% van de totale inleg (het uitgeleende geld). Voor de Deelnemer is de garantie alleen dat zijn inleg (= zijn geleende geld) geen risico loopt. Dat geld komt terug. De 40% rente daarentegen valt buiten de garantie.

Terzijde: Die garantie van 100% op de inleg werd pas in de Sprintplan portefeuille van januari 2000 gegeven. In de voorgaande twee jaren (de eerste portefeuille Sprintplan is van december 1997) was de garantie eerst 93% en later 90% van de inleg (= het geleende bedrag).¹¹ Tel daarbij 2% beheerskosten die in de jaren 1997, 1998 en 1999 ook nog werden berekend, en het verlies van de Deelnemer kon oplopen — uitgaande van de 8% van AEGON zelf — tot: 40% + 10% (garantie van 90%) + 2% = 52%. Met een inleg van geleend geld, variërend van € 7.500 en € 45.000 ligt dat mogelijk verlies tussen € 3.900 en € 23.400.¹² (Bij tussentijds uitstappen kon het verlies verder oplopen, omdat er dan geen garantie op de inleg was.) In 2000, toen de garantie tot 100% was verhoogd en de 2% van de beheerskosten was afgeschaft, was het maximale verlies gereduceerd tot een bedrag tussen € 3.000 en € 18.000 (inclusief). Ik expliciteer dit omdat er ondanks de naam *GarantieFonds* nog fors verlies kon worden geleden. Het zij gezegd, in zijn prospectus wijst AEGON de potentiële deelnemer op mogelijk verlies. Hoe dan ook, de aandelen-indexen (de indices) waarop de opties waren genomen, moesten in de loop van de vijf jaar van het plan flink zijn gestegen voordat de Deelnemer winst maakte.

Dit is het scenario dat AEGON publiekelijk uitdraagt, zowel in zijn Prospectus als in zijn Financiële bijsluiter en in de processtukken. Uitgaande van hun waarheid zou hiermee de zaak rond zijn: het ook-obligaties-scenario is waar.

⁸ AEGON Spintplan prospectus, p. 2: 'Het maandbedrag van een deelnemer dient ten minste EUR 50 en ten hoogste EUR 300 te bedragen'. Dit is de maandelijkse rente. In vijf jaar is dat aan rente tussen $12 \times 5 \times 50 = € 3.000$ en $12 \times 5 \times 300 = € 18.000$

⁹ Akte na tussenarrest inzake AEGON BANK N.V. tegen VERENIGING CONSUMENT EN GELDZAKEN, Gerechtshof Amsterdam, 30 juli 2013, rolnummer 106.005.089/02.

— p. 7: '3.12 Ook de door AEGON in rekening gebrachte rente wordt in het OW & CD rapport als redelijk bestempeld. AEGON betwist dan ook dat het gehanteerde rentepercentage van 8% destijds niet marktconform zou zijn geweest.'

— p. 10: '3.26. Deze berekening was gebaseerd op een effectieve rente van 8%, terwijl blijktens het OW & CD rapport moet worden uitgegaan van een effectieve rente van 8,3%. [voetnoot 2 op pagina 8 van het OW & CD rapport.]

¹⁰ Uitgaande van 8% per jaar, en dus van 40% in vijf jaar, is het geleende bedrag: $100/40 \times € 3.000 = € 7.500$ en $100/40 \times € 18.000 = € 45.000$.

¹¹ Vanaf de portefeuille van december 1997 tot de portefeuille van december 1998 was de garantie 93% van de inleg (Jaarverslag 1998, pp. 9 e.v.). De garantie bij de portefeuille van december 1998 was 90%. Dat gold ook voor alle portefeuilles uit 1999. (Jaarverslag 1999, pp.17-22). In januari 2000 was de garantie voor het eerst 100%. (Jaarverslag 2000, pp. 24-29).

¹² Inleg tussen € 7.500 en € 45.000. Dus bij 52% is verlies tussen $52/100 \times € 7.500 = € 3.900$ en $52/100 \times € 45.000 = € 23.400$.

Het alleen-opties-scenario

Zoals de naam al aangeeft, wordt binnen het alleen-opties-scenario alleen belegd in opties, en dus niet in obligaties. Dat alleen-opties-scenario wordt beschreven in het eerste jaarverslag van het Sprintplan, het jaarverslag van 1998.

Het Spaarbeleg/Aegon GarantieFonds belegt in OTC [=Over The Counter] opties gerelateerd aan één of meer indices.¹³

Binnen dit plan garanderen de opties

dat na 5 jaar een zeker percentage van de inleg wordt uitgekeerd.¹⁴

Deze ambigue frase [een *zeker* percentage] verhult dat, zoals we al zagen, in 1997 en 1998 93% van de inleg was gegarandeerd en in 1999 slechts 90%. Vanaf januari 2000 gaven deze opties wel een garantie van 100% van de inleg (= geleende geld).

De vraag is natuurlijk: hoe kunnen die opties de inleg garanderen, wanneer binnen het ook-obligaties-scenario 80% belegging in obligaties nodig is om die 100% van de inleg te garanderen? Is dit niet een indicatie dat het alleen-opties scenario niet kan kloppen?

Het antwoord is NEE, maar het antwoord is afhankelijk van het feit dat de Deelnemers bij AEGON eerst geld van AEGON lenen, voordat ze participeren. Ik leg dat uit.

In het klassieke garantiefonds met eigen geld (Delta Lloyd, ABN AMRO) geven de deelnemers de inleg — hun eigen geld — aan het GarantieFonds om te beleggen. In dat geval impliceert een 100% garantie van het inleggeld dat de bank aan het eind van de rit 100% van de inleg *moet terugbetalen*. De 20% belegging in opties kan bij koersdaling verloren gaan. De bank heeft daarom *zelf* de 80% belegging in obligaties, met een opbrengst van 100%, nodig om gegarandeerd die 100% van de inleg terug te kunnen betalen.

Bij het AEGON GarantieFonds is er geen eigen geld dat terugbetaald moet worden. De garantie op de 100% inleg na vijf jaar is niets anders dan dat na 5 jaar de Deelnemer de inleg (= het geleende geld) niet hoeft terug te betalen. Zolang de bank gegarandeerd winst maakt, d.w.z. zolang de door de Deelnemer te betalen rente meer is dan de te betalen kosten voor opties die de bank voor de Deelnemer aanschaf, loopt de bank geen risico.

Dit legt wel een *constraint* op aan *het alleen-optie-scenario*. De Deelnemer betaalt 40% rente over vijf jaar, uitgaande van de 8% rente die AEGON zelf opgeeft. Daartegenover staat als uitgave voor de bank de aankoop van (call)opties op aandelen-indexen (indexopties) met een looptijd van vijf jaren, met relatief geringe optiepremies, ter grote van enkele procenten per jaar looptijd van de koers van de aandelen-indexen, — na vijf jaar bij koerswinst om te zetten in winst voor de Deelnemer.¹⁵ Die aankoop wordt door

¹³ Aegon GarantieFonds Jaarverslag 1998, p. 8.

¹⁴ Aegon GarantieFonds Jaarverslag 1998, p. 8

¹⁵ Conform de Specifieke Bepalingen zou Aegon het op de certificaten gestorte geld volledig beleggen in opties op de indices. Dat volledig beleggen kan twee dingen betekenen: (1) de waarde van de aandelen waarvoor opties zijn gekocht, is gelijk aan de inleg, en (2) de kosten van de gekochte opties zijn gelijk aan de inleg. Bij alternatief (1) heeft AEGON maar een klein deel van de aan de Deelnemer verstrekte lening daadwerkelijk gebruikt voor aankoop van opties. Alternatief (2) is echter economisch gezien hoogst onaannemelijk. Dat zou AEGON opzadelen met een enorm risico. De aan de deelnemers gegeven 100% garantie vertaalt zich in een mogelijk verlies van 60%.

kenners op 2,4% tot 3 % per jaar of op 12 tot 15% per vijf jaar van de hele inleg geschat. Bij 15% int de bank dus, zonder enig risico, 40% (rente) – 15% (aankoop opties) = 25% als winst op het door de bank zelf uitgeleende geld. Zeker, als de bank ook nog eens 80% zou besteden aan obligaties, zou hij nog eens 20% extra winst maken. Maar het voordeel van de “kleine winst” van 25% is dat de bank in feite niet of nauwelijks eigen geld hoeft te besteden. Na één jaar had de bank in elk geval 8% rente ontvangen, en een aanzienlijk deel van de deelnemers verkoos zelfs de rente in één keer te betalen, met een ruime korting. Met dat geld zou het GarantieFonds in elk geval een groot deel van de opties voor vijf jaar hebben kunnen aankopen zonder zelfs het geleende geld te gebruiken. Het zou zo gegaan kunnen zijn.

Het alleen-opties-scenario levert aldus een mooie gegarandeerde winst van 25% voor de bank zonder veel werk. Daar is niets mis mee voor de bank, financieel gezien.

Ik concludeer dat het alleen-opties-scenario een reële mogelijkheid is met forse winsten. De constraint is dat de noodzakelijke uitgaven van de bank voor optiepremies niet de inkomsten van de rente mogen overtreffen. Het kan zich, met deze constraint, goed handhaven tegenover het ook-obligatie-scenario.

We zullen moeten kijken naar de jaarverslagen voor aanwijzingen betreffende de twee scenario's.

Het oorspronkelijke Sprintplan en het Aanvullend Sprintplan

Binnen het *oorspronkelijke Sprintplan* werd de eerste van 58 portefeuilles op 1 december 1997 verkocht. Deze verliep na vijf jaar op 1 december 2002. De laatste portefeuille, nummer 58, ging op 1 september 2002 van start. De looptijd was vijf jaar. De laatste portefeuille verliep dus op 1 september 2007.¹⁶

Nadat de eerste portefeuilles verlopen waren, zijn er voor bestaande deelnemers in een *Aanvullend Sprintplan* nog participaties in portefeuilles met een looptijd van vier jaar verkocht, en wel vanaf 1 juli 2003 met als laatste portefeuille die van januari 2006, met aflooptdatum 1 januari 2010.¹⁷

Bedenk dat binnen dit alternatief de 100% van de inleg volledig door AEGON betaald is als optiepremie. Bij gelijkblijvende of dalende koersen gaat die 100% geheel verloren. De enige winst is de 40% rente. Mogelijk verlies: 60%. Alternatief (1) lijkt daarom op het oog meer plausibel.

¹⁶ Jaarverslag 2002, p. 5: 'Na september 2002 zijn er geen nieuwe portefeuilles meer van start gegaan.'

Jaarverslag 2003, p. 6: 'Portefeuilles binnen het fonds. Binnen het AEGON Garantiefonds is van 1 december 1997 tot 1 september 2002 in het kader van het product Sprintplan iedere maand een nieuw subfonds opgericht met een looptijd van vijf jaar.'

¹⁷ 'Jaarverslag 2003, p. 5:

— 'Vanaf 1 juli 2003 wordt in het kader van het product Aanvullend Sprintplan gestreefd om vier keer per jaar een nieuw subfonds te openen met een looptijd van vier jaar. Deze nieuwe subfondsen worden alleen opengesteld voor bestaande deelnemers met een aflopend contract. In 2006 is slechts één portefeuille uitgegeven. De directie van AEGON Bank heeft besloten geen portefeuilles meer uit te geven, waardoor het fonds een aflopend karakter heeft gekregen. De in dit jaarverslag beschreven eigenschappen en voorwaarden gelden met uitzondering van de looptijd en het gebruik van caps ook onverlet voor het product Aanvullend Sprintplan.'

— 'Vanaf november 2002 eindigt maandelijks een portefeuille als gevolg van het verstrijken van de looptijd. De participanten in deze portefeuilles krijgen tijdig de mogelijkheid aangeboden om deel te nemen in een nieuw subfonds van het product Aanvullend Sprintplan.'

	eerste portefeuille	laatste portefeuille	afloopdatum van laatste portefeuille
Sprintplan	1 december 1997	1 september 2002	1 september 2007
Aanvullend Sprintplan	1 juli 2003	1 januari 2006	1 januari 2010

Jaarverslagen 1998 - 2009

In de eerste Jaarverslag, dat van 1998, wordt uitsluitend gesproken over *opties en andere financiële instrumenten*. Bij nadere toespitsing onder het kopje *Beleggingen* worden die 'andere financiële instrumenten' niet langer genoemd en zijn ze uit zicht verdwenen. Het heet daar simpelweg:

Het AEGON GarantieFonds belegt in OTC **opties** gerelateerd aan één of meer indices. Deze indices worden voor iedere portefeuille uitgifte afzonderlijk bepaald.

Deze zin komt identiek terug in alle jaarverslagen, tot en met het laatste jaarverslag van 2009. De enige wijziging is dat vanaf 2006 de afkorting OTC wordt uitgelegd: Over The Counter optie.

Het zijn deze opties die

garanderen dat na 5 jaar een zeker percentage van de inleg wordt uitgekeerd, aangevuld met een eventuele stijging van de index.

ARGUMENT 1: In alle Jaarverslagen worden onder het kopje Beleggingen alleen opties genoemd.

Dit weerlegt het ook-obligaties-scenario en bevestigt het alleen-opties-scenario.

Jaarverslagen 2003-2009

Vanaf Jaarverslag 2003 is onder het kopje *Beleggingen*¹⁸ een vervolgzin opgenomen die wel naar obligaties lijkt te verwijzen.

Het Spaarbeleg/Aegon GarantieFonds belegt in OTC [=Over The Counter] opties gerelateerd aan één of meer indices. In de OTC-optie is een belegging in een zero-coupon bond opgenomen die in belangrijke mate voor het garantie-element zorgt. Deze indices worden voor iedere portefeuille-uitgifte afzonderlijk bepaald.

Bedenk dat tevoren alleen gesproken werd over aankoop van opties op indices zoals de Eurotop 100 Index, de S&P 500 Index en de Nikkei 225 Index.¹⁹ Met de introductie van

¹⁸ Het kopje *Beleggingen* droeg vanaf Jaarverslag 2001 tot en met Jaarverslag 2005 de naam *Beleggingen en daarbij behorende risico's*

¹⁹ Onderliggende waarden van de opties worden genoemd op de volgende plaatsen in de Jaarverslagen: 1998, p. 3, 1999, p. 3, 2000, p. 3, 2001, p. 5, 2002, p. 5, 2003, p. 5, 2004, p. 5, 2005, p. 5, 2006, p. 4, 2007, p. 4, 2008, p. 4, 2009, p. 4. Op die plaatsen worden geen obligaties/vastrentende waarden genoemd als onderliggende waarden van de gerapporteerde opties.

de *zero-coupon bonds*, in Nederlands *nul-coupon obligaties*, lijken we een bevestiging te vinden voor het ook-obligatie-scenario vanaf 2003. De tekst laat deze conclusie echter niet toe. De tekst zegt: 'In de OTC-optie is een belegging in een zero-coupon bond opgenomen.' Met andere woorden, er worden nu ook opties op nul-coupon obligaties gekocht of verkocht.

Het is trouwens wel opmerkelijk dat die opties op zero-coupon bond nu ineens 'in belangrijke mate voor het garantie-element' zorgen. Bedenk dat eerder de opties-op-indices de garantie verschaften

dat aan het einde van de looptijd een zeker percentage van de inleg wordt uitgekeerd, aangevuld met een eventuele stijging van de index.²⁰

Vanaf januari 2000 was dit percentage 100%. Waarom was die nieuwe garantie met een zero-coupon-bond nodig? Was er tevoren eigenlijk geen goede garantie? Maar als er wel al een goede garantie was, waarom is dan die nieuwe garantie nu nodig? Of anders, waarom moest de inleg besteed worden aan een garantie die niet nodig was? Ik kan die vragen stellen, ik kan de vragen niet beantwoorden.

Ik concludeer dat vanaf 2003 de jaarverslagen een optie op zero-coupon bonds introduceren die bij de lezer alleen maar vragen oproept. De introductie laat hoe dan ook onverlet dat alleen in opties werd belegd. Uitgaande van de Jaarverslagen is de 80% belegging in obligaties uit de processtukken nog steeds een fictie.

Jaarverslagen van 2006, 2007 en 2008

In de Jaarrekeningen van 2006 tot en met 2008 wordt bij de activa, onder 'beleggingen' het totaalbedrag van de derivaten genoemd. Vervolgens wordt het bedrag van 'Totaal Beleggingen' genoemd. Beide bedragen zijn aan elkaar gelijk. Dat impliceert dat alle beleggingen derivaten moeten zijn. De voornaamste soorten derivaten zijn opties, futures, swaps en forwards. In de betrokken Jaarstukken wordt van deze vier soort derivaten alleen over opties gesproken. We mogen derhalve met een zeer grote waarschijnlijkheid concluderen dat voor 2006, 2007 en 2008 alle beleggingen opties zijn. Ze zijn in geen geval obligaties. Dit steunt het alleen-opties-scenario en weerlegt het ook-obligaties-scenario. In december 2006 liep de portefeuille van december 2001 af. De portefeuilles van 2002 (looptijd 5 jaar), 2003 (4 jaar), 2004 (4 jaar) en 2005 (4 jaar) waren op dat moment echter nog actief. De laatste portefeuille is in januari 2006 van start gegaan. De portefeuilles die in 2009 nog aanwezig waren, zullen dus ook alleen opties hebben bevat. De feitelijke belegging had al veel eerder dan 2009 plaats gevonden. De aankoop van de financiële instrumenten vond meteen na uitgifte van de portefeuille plaats.²¹ De reikwijdte van het argument betreft derhalve de portefeuilles uit jaren 2002 tot en met 2009.

ARGUMENT II: In de jaarrekeningen van 2006 tot en met 2008 is het bedrag van alle beleggingen gelijk aan het bedrag van alle derivaten. Er is dus alleen belegd in derivaten, in dit geval hoogstwaarschijnlijk opties, en dus niet in obligaties.

²⁰ Vanaf de portefeuille van december 1997 tot de portefeuille van december 1998 was de garantie 93% van de inleg (Jaarverslag 1998, p. 9 e.v.). De garantie bij de portefeuille van december 1998 was 90%. Dat gold ook voor alle portefeuilles uit 1999. (Jaarverslag 1999, p. 10 e.v.). Vanaf januari 2000 is de garantie op de inleg 100%.

²¹ Zie bijvoorbeeld Aegon Sprintplan Specifieke Bepalingen voor portefeuille April 98.03 van het Spaarbeleg GarantieFonds, p. 2: 'Na aftrek van de ten laste van de Portefeuille komende beheerkosten wordt op de aanvangsdatum het op de Participaties gestorte bedrag belegd in opties gerelateerd aan de Eurotop 100 Index.'

Dit weerlegt het ook-obligaties-scenario en bevestigt het alleen-opties-scenario.

Het Portefeuilleoverzicht vanaf februari 2001 tot en met januari 2006

In het Jaarverslag 2006 staat een portefeuilleoverzicht. Dit portefeuilleoverzicht geeft de marktwaarden van één-en-dertig portefeuilles vanaf februari 2001 tot en met januari 2006. In de Jaarverslagen van 2007 en 2008 worden de portefeuille van februari 2002 tot en met januari 2007 respectievelijk van april 2004 tot en met januari 2006 nogmaals vermeld met de dan geldende marktwaarde.²² Dit zijn de enige overzichten van portefeuilles in alle jaarverslagen met een karakterisering van de soort beleggingen.²³ Januari 2006 was de laatste portefeuille die door AEGON bank is uitgegeven. De looptijd van de portefeuilles sedert 1 juli 2003 was vier jaar. In januari 2010, vier jaar na januari 2006, liep het Sprintplan dus af.

Al deze portefeuilleoverzichten geven expliciet aan dat het om derivaten gaat. In de portefeuilleoverzichten 2006, 2007 en 2008 blijkt de waarde/ kosten van het totaal derivaten vervolgens gelijk aan de waarde/kosten van het totaal beleggingen. Alle beleggingen zijn dus derivaten, en de derivaten waarin belegd is, zijn hoogstwaarschijnlijk opties. Dat is waarin het GarantieFonds belegt volgens de jaarverslagen met de jaarrekeningen. Futures, swaps en forwards komen nergens voor in de stukken. De conclusie is dat vanaf februari 2001 tot januari 2006 hoogstwaarschijnlijk alleen in opties is belegd. Er is niet belegd in obligaties. Dit steunt het alleen-opties scenario en weerlegt het ook-obligaties-scenario. Omdat er in 2007, 2008 en 2009 geen nieuwe portefeuilles zijn geopend, is de reikwijdte van het argument de jaren 2001 tot en met 2009.

ARGUMENT III: In de portefeuille overzichten vanaf februari 2001 tot en met januari 2006 is het totaal van derivaten gelijk aan het totaal van de beleggingen. Er is dus in die periode niet belegd in obligaties en hoogstwaarschijnlijk alleen in opties. Na januari 2006 zijn geen nieuwe portefeuilles geopend.

Dit weerlegt het ook-obligatie-scenario en bevestigt het alleen-opties-scenario.

De Mutatieoverzichten in de Jaarverslagen 2006, 2007 en 2008.

Mutatieoverzichten berichten over de beleggingen die zijn aangekocht en verkocht. Alleen in de Jaarverslagen 2006, 2007 en 2008 worden de aankopen en verkopen gespecificeerd. De gespecificeerde aan- en verkopen zijn hier alle derivaten, en dus waarschijnlijk, gezien de eerder gegeven reden, opties.²⁴ Het betreft mogelijkwerwijs mutaties in de portefeuilles vanaf januari 2002 tot en met de laatste portefeuille van januari 2006. Mutaties zeggen echter niets over wat er verder in de portefeuille zit. Uit het feit dat alleen derivaten aan- en verkocht worden, kan dus niet afgeleid worden dat de hele inhoud van de portefeuilles uit derivaten bestond. Wel geven de Mutatieoverzichten in de Jaarverslagen 2006, 2007 en 2008 meer steun aan het alleen-opties-scenario dan aan het ook-obligaties scenario. Per slot van rekening: *alle* mutaties betreffen derivaten.

²² Jaarverslag 2002, p. 13; Jaarverslag 2007, p. 14; Jaarverslag 2008, pp. 11-12.

²³ In de jaarverslagen 1998, 1999 en 2000 worden ook de verschillende portefeuilles genoemd. Daar staat evenwel niet waarin is belegd.

²⁴ Jaarverslag 2006, p. 13 ; Jaarverslag 2007, 14; Jaarverslag 2008, p. 11.

Renterisico in Jaarverslag 2006 en Jaarverslag 2007

In het jaarverslag van 2006 wordt uitgelegd dat het AEGON GarantieFonds geen renterisico loopt, omdat het ‘geen *interestdragende financiële instrumenten* [TD: dus geen obligaties] in portefeuille’ had.²⁵ Op 31 december 2006 waren de portefeuilles vanaf 2002 nog actief. Ook daarin zaten dus geen obligaties.

Er is nog een consequentie: omdat in januari 2006 de laatste portefeuille is uitgegeven, en omdat de aankoop van de financiële instrumenten meteen na uitgifte van de portefeuille plaats vond, bevatten de portefeuilles in 2007, 2008 en 2009 evenmin obligaties.

In het Jaarverslag 2007 is evenwel te lezen:

Het AEGON GarantieFonds belegt deels in *interestdragende financiële instrumenten (de zero-coupons)* in portefeuille en loopt hierdoor een significant marktrisico.

Deze zin is raadselachtig om verschillende redenen:

— Deze zin is in directe tegenspraak met de opmerking van het Jaarverslag 2006, zo juist besproken, dat er *geen* interestdragende financiële instrumenten in de portefeuille zaten.

— Deze zin is in strijd met wat in het portefeuilleoverzicht uit het Jaarverslag 2006, maar ook met wat in het portefeuilleoverzicht uit het *Jaarverslag 2007*, geïmpliceerd wordt, namelijk dat er *geen* obligaties in de portefeuilles vanaf februari 2001 tot en met januari 2006 zaten, terwijl na januari 2006 er geen nieuwe portefeuilles zijn bijgekomen.

— Als de geciteerde zin uit het Jaarverslag 2007 inderdaad over obligaties zou gaan, is het vreemd dat het AEGON GarantieFonds een significant marktrisico zou lopen.

— Als de geciteerde zin over opties met als onderliggende waarde zero-coupon bonds zou gaan, is de verwijzing naar *significant risico* ook tegenstrijdig met een ander voorgaand element: de zero-coupon bonds zouden juist ‘in belangrijke mate voor het garantie-element zorgt[en]’. Liep die garantie van de inleg een significant marktrisico? Hoe zo is er dan sprake van een GarantieFonds dat die inleg zou garanderen?

Ik concludeer dat voor zover deze zin uit Jaarverslag 2007 begrijpelijk is, ze geen implicaties heeft voor het wel-of-niet belegd hebben in obligaties.

Terzijde: de balansdatum in het jaarverslag 2007 is 31 december 2007. De laatste portefeuille uit het “gewone” Sprintplan werd in september 2002 uitgegeven. Die liep dus na vijf jaar in september 2007 af. Op de balans van 2007 stond derhalve geen enkele van de portefeuilles van het “oorspronkelijke” vijfjarige Sprintplan, in tegenstelling tot de portefeuilles van het Aanvullend Sprintplan dat per juli 2003 begon met in januari 2006 de laatste portefeuille. De raadselachtige zin uit het jaarverslag 2007 [Het AEGON GarantieFonds belegt deels in *interestdragende financiële instrumenten (de zero-coupons)* in portefeuille en loopt hierdoor een significant marktrisico.] slaat dus in geen geval op die 58 portefeuilles van het “oorspronkelijke” vijfjarige Sprintplan.

²⁵ Jaarverslag, p. 12.

Resteert de zin uit Jaarverslag 2006 waarin expliciet wordt gezegd dat 'het AEGON GarantieFonds geen renterisico loopt, omdat het 'geen *interestdragende financiële instrumenten* in portefeuille' heeft. Dit correspondeert met de opgave van het portefeuilleoverzicht in het jaarverslag van dat jaar. De uitspraak over de afwezigheid van rentedragende financiële instrumenten slaat ook op de portefeuilles die in 2006 nog liepen: de portefeuilles van 2002, 2003, en 2004. En omdat er geen nieuwe portefeuilles uitgegeven zijn na januari 2006, geldt de uitspraak (geen obligatie in portefeuille) ook voor de portefeuilles van 2007, 2008 en 2009.

ARGUMENT IV: In zijn uitleg waarom AEGON GarantieFonds geen rente risico loopt, namelijk omdat het geen interestdragende financiële instrumenten in portefeuille heeft, bevestigt Jaarverslag 2006 (weer) dat in elk geval sedert januari 2002 niet is belegd in obligaties.

Dit bevestigt het alleen-opties-scenario en weerlegt het ook-obligatie-scenario.

Marktrisico in Jaarverslag 2006 en Jaarverslag 2007

Het Jaarverslag 2006 wijst erop dat het AEGON GarantieFonds 'een significant marktrisico' loopt. Als oorzaak noemt het Jaarverslag 2006:

Het AEGON GarantieFonds belegt voor 100% in indexgerelateerde OTC-opties.²⁶

Het Jaarverslag 2007 herhaalt deze waarschuwing, inclusief de oorzaak:

Het AEGON GarantieFonds belegt voor 100% in indexgerelateerde OTC-opties.²⁷

De reikwijdte van deze algemene, expliciete en eenduidige uitspraak betreft minimaal de portefeuilles die op 31 december 2006 en op 31 december 2007 nog liepen. Het argument betreft dus minimaal de jaren 2002 tot en met 2009.

ARGUMENT V: In zijn verklaring waarom het AEGON GarantieFonds een aanzienlijk marktrisico loopt, verklaren de Jaarverslagen 2006 en 2007 expliciet en eenduidig dat het AEGON GarantieFonds voor 100% belegt in indexgerelateerde OTC-opties.

Dit bevestigt het alleen-opties-scenario en weerlegt het ook-obligaties-scenario.

Het jaarverslag van 2008

De portefeuilles van het Sprintplan die in 31 december 2008 liepen, zijn portefeuilles die in 2005 en later zijn uitgegeven. (Vanaf 1 juli 2003 was de looptijd van een portefeuille vier jaar). De laatste portefeuille is in januari 2006 uitgegeven. De portefeuilles van 2008 zijn dus minimaal twee jaar oud. We mogen derhalve aannemen dat het feitelijke beleggen van de portefeuilles waarnaar de jaarverslagen (met de jaarrekeningen) 2008 en 2009 verwijzen, reeds afgerond was. Toch duikt in het jaarverslag 2008 een nieuwe frase op.

4.4.2 Beleggingen

²⁶ Jaarverslag 2006, p. 12.

²⁷ Jaarverslag 2007, p. 13.

De beleggingen van het Fonds betreffen garantiecontracten, bestaande uit een zero-coupon *obligatie* en een *OTC optiecomponent*.

Het lijkt hier dus even dat, nadat alle beleggingen al gepleegd zijn, alsnog obligaties worden geïntroduceerd. Zijn we in de voorgaande jaarverslagen gefopt? De volgende zin brengt opheldering:

De garantiecontracten betreffen *derivaten*.

De zero-coupon obligatie is één van die garantiecontracten. Het gaat dus om opties met onderliggende waarde obligaties.

Het Jaarverslag 2008 geeft zelf een bevestiging. In dit jaarverslag is de waarde van alle derivaten gelijk aan de waarde van alle beleggingen. Er is dus alleen belegd in derivaten, en dus hoogstwaarschijnlijk alleen in opties.

Ook ten aanzien van het marktrisico wijkt het Jaarverslag 2008 af van de twee voorgaande jaren. De zin 'Het AEGON GarantieFonds belegt voor 100% in indexgerelateerde OTC-opties' ontbreekt. In plaats daarvan vinden we:

Marktrisico

Het AEGON GarantieFonds belegt in een OTC product waarin zowel een optie-component als een garantiecomponent is opgenomen. Ten aanzien van het optiecomponent is het AEGON GarantieFonds blootgesteld aan een significant marktrisico.

Qua garantiecomponent loopt het GarantieFonds kennelijk geen significant marktrisico. Die garantiecomponent slaat hoogstwaarschijnlijk op zerocoupon bonds.

Het AEGON GarantieFonds belegt in Over-The-Counter (OTC-)opties gerelateerd aan één of meer indices. In de OTC-optie is een belegging in een zerocoupon bond opgenomen die in belangrijke mate voor het garantie-element zorgt.

Maar we zagen al dat in het portefeuilleoverzicht van het Jaarverslag 2008 de totale waarde van de beleggingen gelijk was aan de totale waarde van de derivaten, met als consequentie dat alle beleggingen derivaten waren (en dus, zoals eerder beargumenteerd, hoogstwaarschijnlijk opties). De opmerking over marktrisico in Jaarverslag 2008, die strijdig is met parallelle uitspraken in de voorgaande Jaarverslagen van 2006 en 2007, laat derhalve het alleen-opties scenario volledig overeen.

Conclusie

De publieke stukken van AEGON's GarantieFonds, de Prospectus uit 1999, de Financiële bijsluiter uit 2002 en de processtukken, zijn alle éénvoudig: naast opties werd in obligaties belegd en wel in een verhouding 20% (opties) - 80% (obligaties). Wanneer we dit scenario toetsen aan de Jaarverslagen, die specificeren wat er is gebeurd, is dit ook-obligaties-scenario niet staande te houden. Uitgaande van de Jaarverslagen gaf ik vijf argumenten (dan wel, wees ik op vijf daarmee overeenkomende stukken bewijsmateriaal) die elk op zich een weerlegging vormen van het ook-obligaties-scenario, en tevens het alleen-opties-scenario volledig onderschrijven. De periodes waarop de argumenten betrekking hebben, zijn ten dele verschillend, maar tezamen bestrijken ze de gehele periode, voor een groot gedeelte zelfs vijf keer.

ARGUMENT I — “In alle Jaarverslagen worden onder het kopje ‘Beleggingen’ alleen opties genoemd”. Argument I betreft alle jaren.

ARGUMENT II — “In de jaarrekeningen van 2006 tot en met 2008 is het bedrag van alle beleggingen gelijk is aan het bedrag van alle derivaten. Er is dus alleen belegd in derivaten, in dit geval hoogstwaarschijnlijk opties, en dus niet in obligaties.” Argument II beperkt zich niet tot de jaren 2006, 2007 en 2008. In 2006 waren portefeuilles uit 2002 nog actief, en in 2009 waren er geen andere portefeuilles. De reikwijdte van dit argument betreft dus de jaren 2002 tot en met 2009.

ARGUMENT III — “In het portefeuille-overzichten vanaf februari 2001 tot en met januari 2006 (in de jaarverslagen 2006, 2007, en 2008) is het totaal van derivaten gelijk aan het totaal van de beleggingen. Er is dus in die periode niet belegd in obligaties en hoogstwaarschijnlijk alleen in opties.” Argument III beslaat de jaren 2001 tot en met 2006. Omdat de laatste portefeuille in januari 2006 werd uitgegeven, kunnen we deze conclusie te generaliseren tot 2009.

ARGUMENT IV — “In zijn uitleg waarom AEGON GarantieFonds geen rente risico loopt, namelijk omdat het geen interestdragende financiële instrumenten in portefeuille heeft, bevestigt Jaarverslag 2006 dat niet belegd is in obligaties.” Het argument beperkt zich niet tot 2006, maar sluit ook de vier jaar vóór 2006 in en alle jaren na 2006. De reikwijdte is daarmee de jaren 2002 tot en met 2009

ARGUMENT V — “In zijn verklaring waarom het AEGON GarantieFonds een aanzienlijk marktrisico loopt, verklaren de Jaarverslagen 2006 en 2007 expliciet en eenduidig dat het AEGON GarantieFonds voor 100% belegt in indexgerelateerde OTC-opties.” Argument V weerlegt andermaal het ook-obligaties-scenario. Het bevestigt het alleen-optie-scenario in elk geval voor de jaren 2002 tot en met 2009.

Als overzicht vat ik deze informatie samen in een tabel. Ik maak de jaren rood waarbinnen, volgens het genoemde argument, het alleen-opties-scenario veruit het waarschijnlijkst zo niet zeker is. Omdat er binnen de jaarverslagen geen enkel argument is dat pleit voor de juistheid van het ook-obligaties-scenario, behoef ik geen kleur te kiezen voor argumenten ten gunste van dat scenario. Wanneer hieronder een hokje leeg (ongekleurd) blijft, is dat niet omdat er voor die periode argumenten ten gunste van het ook-obligatie-scenario zijn. Een leeg hokje betekent: het betrokken argument ten gunste van het alleen-opties-scenario relateert niet aan dat jaar.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
argument I												
argument II												
argument III												
argument IV												
argument V												

De voorgaande argumenten veronderstellen dat we uit mogen gaan van de juistheid van de jaarverslagen en hun jaarrekeningen. Jaarverslagen presenteren wat er volgens de organisatie *is gebeurd*, ze zijn getoetst door externe accountants. Ze zijn daarom serieus te nemen.

Kortom, de jaarverslagen met hun jaarrekeningen impliceren op vijf verschillende manieren dat AEGON GarantieFonds niet in obligaties heeft belegd. Voor de eerste drie

jaren is dat slechts één keer geïmpliceerd, maar het zijn wel de jaren waarin in de Jaarverslagen *zelfs niet wordt gerept over opties met onderliggende waarde zero-coupon bonds*. Voor 2001 zijn er twee onafhankelijke bewijzen. Vanaf 2002 zijn er zelfs vijf onafhankelijke argumenten waarom niet in obligaties is belegd. In de Jaarverslagen zijn er aldus vijf weerleggingen van het ook-obligaties-scenario te vinden. Het alleen-opties-scenario wordt juist door alle vijf argumenten gesteund. Uitgaande van de jaarverslagen wint het alleen-opties-scenario overtuigend.

Nijmegen, 20 maart 2018

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ton Derksen', written in a cursive style.

Prof. dr. Ton Derksen