

## **RAPPORT Dexia: kopen of lenen?**

prof.dr. Ton Derksen

8 november 2018

### **(0) De opdracht**

Op 9 november 2006 publiceerde de AFM haar 'Definitief deskundigenbericht AFM Inzake Effectenleaseproducten - Dexia Bank Nederland N.V.'. Mr. Jurgens verzocht mij te toetsen welk van de volgende twee scenario's het beste door dit rapport wordt gesteund:

Het *koop-scenario*: De geleverde, op effectenrekeningen bijgeschreven, feitelijk verworven aandelen zijn 'aangekocht'.

Het *leen-scenario*: De geleverde, op effectenrekeningen bijgeschreven, feitelijk verworven aandelen zijn 'ingeleend'.

Ik ben em. hoogleraar algemene wetenschapsfilosofie aan de Radboud Universiteit, Nijmegen en heb mij eerder beziggehouden met een conceptuele analyse van jaarverslagen van het AEGON Garantie Fonds.<sup>1</sup> De vraag was toen: wat vertelt de tekst van de jaarverslagen over de feitelijke aanschaf van opties en obligaties? Ook nu betreft de onderzoeksopdracht een conceptuele analyse van de tekst. Als Angelsaksisch opgeleid filosoof (dissertatie Oxford University, 1974) ligt conceptuele analyse op het domein van mijn expertise. In de jaren dat ik filosofie studeerde (vanaf 1965) was binnen de Angelsaksische wereld de omslag naar filosofie als *conceptual analysis* in volle gang. Filosofie was primair het conceptueel analyseren van problemen en daarmee ook van teksten. Ik schreef *Wetenschap en Rationaliteit* (Van Gorkum, 1980) in die traditie. Later, vanaf 1985, ben ik een meer inhoudelijk-wetenschappelijke benadering van de filosofie gaan verdedigen. (Zie *Wetenschap of willekeur*, Countinho, 1985). *Conceptual analysis* bleef onvermijdelijk een onderdeel van mijn dagelijkse filosofische praktijk.

In het huidige onderzoek gebruik ik ook mijn expertise van de wetenschappelijke methodologie (zie onder andere *De ware toedracht. Praktische wetenschapsfilosofie voor waarheidszoekers*, Veenmagazines/ISVW, 2010) en mijn kennis van waarschijnlijkheidsproblematiek (zie mijn dissertatie *Probability, Chances and Belief*, Oxford, 1974).

### **(1) Inleiding**

In 1991 heeft Legio Lease B.V., in samenwerking met Bank Labouchere, — in 2000 overgenomen door Dexia —, een product op de markt gebracht waarbij deelnemers geld van Legio Lease B.V. leenden en Legio Lease B.V. voor de deelnemers dat geleende geld zou beleggen door aankoop van aandelen aan de beurs. Beoogd was dat na betaling van de rente over het geleende bedrag, na terugbetaling van de inleg (het geleende bedrag) en na verrekening van eventuele andere kosten, de resterende koerswinst naar de cliënt zou gaan. Gedachtig de stijgende beurzen uit de jaren negentig, zou de cliënt flink op deze aandelen verdienen. Het pakte anders uit. Juist in de jaren waarin deze aandelen-lease populair werd, daalden de koersen dramatisch. Dexia constateerde dat vele van haar cliënten een rest-schuld aan hun aandelen-lease-contract hadden overgehouden. Ze heeft die op de cliënten verhaald. Deze waren verbijsterd, velen hadden — abusievelijk — begrepen dat geen verlies geleden kon worden.

### **(2) Verweer van de gedupeerden: Dexia heeft de aandelen niet gekocht**

---

<sup>1</sup> Ton Derksen (20 maart 2018), *De twee scenario's van het AEGON Garantie Fonds*.

De gedupeerden hebben onder andere aangevoerd dat Dexia hun vermeende schuld ten onrechte heeft berekend op basis van de koersdaling van de geleasede aandelen; ten onrechte, omdat Dexia de aandelen niet had gekocht, maar slechts had geleend of alleen call-opties had gekocht. Dat is een stuk goedkoper, en bij koersdaling een stuk veiliger. Bij koersdaling is het verlies beperkt tot de huur van de aandelen dan wel de betaling van optiepremies voor de call-opties. Het aandelenverlies dat Dexia claimde geleden te hebben vanwege de koersdaling, bestaat dus niet en kan derhalve niet doorberekend worden aan de cliënten van haar lease constructies.

*(3) Hof Amsterdam acht het verweer redelijk, gesteld dat de aandelen inderdaad niet zijn gekocht*

In de inhoudsindicatie van zijn arrest van 25 januari 2007<sup>2</sup> gaat het hof Amsterdam in op het bezwaar

dat Dexia de aandelen waarop de effectenleaseproducten betrekking hebben, nooit echt heeft gekocht (en dat daarom) Dexia op de aankoop van die aandelen dus ook geen (of slechts beperkt) verlies heeft geleden (met als gevolg dat) de afnemers van de leaseproducten niet zouden hoeven op te draaien voor verliezen door koersdalingen.<sup>3</sup>

In overweging 6.13 acht het hof dit verweer verdedigbaar, *indien* aangetoond zou worden dat de aandelen zijn niet gekocht, maar bijvoorbeeld geleend.

Bij gegrondheid van dat verweer is immers verdedigbaar dat er geen reden is om koersverliezen (geheel of gedeeltelijk) voor rekening te brengen van personen die met Dexia overeenkomsten tot effectenlease zijn aangegaan, aangezien op de in die overeenkomsten genoemde effecten dan feitelijk geen koersverliezen zijn geleden, althans niet door Dexia (die deze effecten, volgens het verweer, immers niet heeft verworven respectievelijk behouden).<sup>4</sup>

Mochten de aandelen inderdaad niet aangekocht zijn, dan acht het hof het verdedigbaar dat 'een (slechts) gedeeltelijke vergoeding [zoals die op dit moment gold] niet redelijk is';<sup>5</sup> of botter, dat in geval van niet-gekocht-hebben die vergoedingen omhoog moeten.<sup>6</sup>

*(4) Het hof laat de AFM onderzoek doen of Dexia aandelen gekocht heeft*

Hiermee is de vraag urgent: heeft Dexia de aandelen inderdaad (in grote meerderheid) gekocht zoals ze zelf beweerde, of zijn de aandelen (in grote meerderheid) ingeleend of zijn slechts call-opties aangeschaft? Met het oog op deze vraag heeft het gerechtshof een onafhankelijke deskundige, de Autoriteit Financiële Markten (de AFM), opdracht gegeven een onderzoek te verrichten 'naar de aankoop en het behoud van de aandelen door Dexia.'<sup>7</sup> Of in de woorden van het AFM-rapport, het hof heeft de AFM verzocht

de vraag te beantwoorden of Dexia ten behoeve van de afnemers van de door haar aangeboden effectenleaseproducten de aandelen waarop die producten

<sup>2</sup> <http://deelink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ7033>.

<sup>3</sup> Hof Amsterdam, arrest, 25 januari 2007. Inhoudsindicatie. Zie ook 6.13: 'Het verweer dat Dexia de effecten die onderwerp zijn van door haar gesloten effectenleaseovereenkomsten, niet daadwerkelijk heeft aangekocht en behouden, zodat zij geen of slechts beperkte verliezen heeft geleden door dalingen van de beurskoersen van de desbetreffende effecten.'

<sup>4</sup> Hof Amsterdam, arrest, overweging 6.13.

<sup>5</sup> Het arrest kwalificeert dit: 'behoudens in gevallen van een vernietigingsverklaring op de voet van de artikelen 1:88 en 1:89 BW, van door beleggers in de vorm van restschuld geleden schade zoals in de WCAM-overeenkomst bepaald.'

<sup>6</sup> De huidige regeling legt al vast dat in een klein aantal gevallen 100% vergoeding van de restschuld vereist is.

<sup>7</sup> Hof Amsterdam, arrest, Inhoudsindicatie.

betrekking hebben *daadwerkelijk heeft aangekocht* en, voor zover voor de nakoming van haar verplichtingen jegens die afnemers noodzakelijk, *behouden*.<sup>8</sup>

*(5) De eenzijdige formulering van de onderzoeksvraag door de AFM*

In de context is deze vraag glashelder. Qua formulering is ze echter eenzijdig, omdat de formulering onbenoemd laat waarmee kopen contrasteert. De AFM gaat in zijn onderzoek uit van deze eenzijdige, beperkte formulering. Ze heeft in haar analyse consequent *alleen* onderzocht hoezeer de data bij het *kopen-scenario* passen. Daarmee gaat haar analyse voorbij aan de eveneens relevante vraag: hoe passen de data bij de alternatieve scenario's, het *leen-scenario* en het *optie-scenario*? De eenzijdige vraagstelling heeft tot verwaarlozing van relevante data geleid.

*(6) Ruimere formulering van de vraagstelling*

In mijn analyse van het AFM-rapport betrek ik expliciet de bovengenoemde scenario's.

*Koop-scenario*: De op effectenrekeningen bijgeschreven, feitelijk geleverde en verworven aandelen zijn 'aangekocht'.

*Leen-scenario*: De op effectenrekeningen bijgeschreven, feitelijk geleverde en verworven aandelen zijn 'ingeleend', althans voor een groot deel.

*Optie-scenario*: Bank Labouchere heeft geen aandelen gekocht maar opties op aandelen.

Omdat het AFM-rapport het *leveren en bijschrijven van aandelen* op depotrekeningen bij RBC Dexia heeft vastgesteld,<sup>9</sup> komt — vanuit het perspectief van het AFM-rapport — het *optie-scenario* als serieus te onderzoeken alternatief voor de effectenlease producten van Bank Labouchere en Dexia te vervallen.

Ik zal de volgende vragen analyseren

- Tot welke conclusie komt de AFM ten aanzien van de twee resterende scenario's?
- Geeft de AFM voldoende onderbouwing voor haar conclusie?
- Is er ander, niet door de AFM gebruikt, discriminerend bewijsmateriaal?

*(7) Wetenschapsfilosofisch intermezzo*

Voordat ik van wetenschapsfilosofische inzichten gebruik maak, zal ik die tevoren in een korte sectie toelichten. Het eerste wetenschapsfilosofisch inzicht dat ik inbreng, is het onderscheid tussen passend en discriminerend bewijsmateriaal.

*(i) Passend versus discriminerend bewijsmateriaal*

Er is een algemeen menselijke neiging om tevreden te zijn met passend bewijsmateriaal, materiaal dat past bij het eigen scenario. We zijn geneigd dit te zien als bewijsmateriaal dat ons scenario bevestigt, ondersteunt, confirmeert. Wanneer alles past, is het gevoel

---

<sup>8</sup> AFM-rapport, p. 2.

<sup>9</sup> 'Op basis van de overgelegde bescheiden, afschriften van depotrekeningen van de custodian RBC Dexia en gegevens uit de cliëntenadministratie van Dexia', heeft de AFM vastgesteld 'dat de *bijschrijving van aandelen op de betreffende depotrekening(en)* bij RBC Dexia overeenkomt met de omvang en samenstelling van de gegenereerde verzamelorders' (pp. 18-19). Zie ook p. 19: '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.'

dat de zaak rond is, moeilijk te onderdrukken. De zaak is bewezen. Zo ook spreekt de officier van justitie: “Meneer de rechter, alles past!” Ook hij meent dat de kous hiermee af is.

Dat alles past is mooi, heel mooi zelfs, maar — helaas — passen is niet voldoende voor de confirmatie van een scenario. Het is namelijk nog steeds mogelijk dat alles ook bij het alternatieve scenario past. Waren we met dat scenario begonnen, dan hadden we gedacht dat dát scenario bewezen was, omdat alles daarbij past. Het resultaat is frustrerend: ondanks het feit dat alle bewijsmateriaal past, is er nog steeds geen vooruitgang geboekt. De stand tussen de beide scenario’s is gelijk.

Bewijsmateriaal, wil het bewijskracht hebben, moet dus bij het ene scenario passen, en tegelijkertijd moet het niet-passen bij het andere scenario. Het moet tussen de twee scenario’s *discrimineren*. Dit leidt tot een *methodologische vereiste*: je kunt niet de waarschijnlijkheid van een scenario beoordelen zonder ook het alternatieve scenario op waarschijnlijkheid te beoordelen. Bijvoorbeeld, bij een evaluatie van het koop-scenario moet tevens bekeken worden of het bewijsmateriaal ook bij het leen-scenario past. Je zult het bewijsmateriaal dus vanuit beide scenario’s moeten bezien.

#### *(ii) Alternatieve scenario’s zijn nodig vanaf het begin van het onderzoek*

Dit kijken naar beide scenario’s is methodologisch niet alleen nodig aan het eind van de rit. Beide scenario’s moeten vanaf het begin de richting, of beter de richtingen, van het onderzoek bepalen. Vanuit het ene scenario worden andere vragen gesteld dan vanuit het andere. Andere feiten worden geobserveerd, de gegevens worden anders geduid en gewogen. Een zaak bestuderen vanuit één perspectief leidt tot een beperkt en tevens gekleurd beeld. Dat zullen we ook in het huidige onderzoek constateren.

#### *(8) De cruciale begrippen*

Mijn onderzoeksvraag betreft twee alternatieven: aankopen van aandelen versus (in)lenen van aandelen. Dexia stelde dat er werd gekocht. Het alternatief is dat niet werd gekocht maar slechts werd geleend. Om te kunnen beslissen of er gekocht dan wel geleend werd, moeten we eerst analyseren wat met die termen bedoeld wordt. Met welke begrippen zijn ze inwisselbaar? Met welke niet?

Tussen gekochte zaken en geleende zaken bestaan grote verschillen. Voor gekochte zaken heb je — op de een of andere manier — betaald. Na de betaling is het gekochte object van jou. Lenen is in principe kosteloos. Wanneer lenen de vorm krijgt van *huren* of *leasen*, dan betaal je wel. Je betaalt voor het gebruik van het object. Het geleasede object, het geleende object, wordt echter niet jouw eigendom. Je behoort het voorwerp, of een soortgelijk voorwerp, ooit terug te geven.

Maar ondanks deze cruciale verschillen zijn er ook vele eigenschappen die gekochte en geleende objecten gemeen hebben. Bijvoorbeeld:

- Een geleende jas en een gekochte jas *beschermen* allebei *tegen* de regen en kou.
- Op een *lijst* van de kledingstukken die je op een bepaald moment kunt dragen, komen zowel de gekochte als geleende jassen voor.
- Je gekochte jas en je geleende jas kun je zelf ook weer (verder) *uitlenen*.
- Je lease auto wordt door de garage *geleverd* net als de gekochte auto.
- Je geleasede auto wordt evenals je gekochte auto *geregistreerd*.
- Een museum kan een schilderij door koop *verwerven*, maar het schilderij kan ook door bruikleen voor de collectie *verworven* worden.

Dit maakt ons erop attent dat zowel gekochte als geleende aandelen

- geleverd kunnen worden

- verworven kunnen worden
- in een verzamelorder kunnen worden aangeschaft
- geregistreerd kunnen worden
- op een effectenrekening kunnen staan
- zichtbaar kunnen zijn in de administraties van Euroclear Nederland
- aan cliënten kunnen worden uitgeleend.

(9) Het AFM-onderzoek is alleen gericht op kopen.

Het AFM-onderzoek neemt, zoals gezegd, als startpunt de eenzijdig geformuleerde vraag van het hof:

De eerste vraag van het Gerechtshof ziet op aankoop en behoud van aandelen.<sup>10</sup>

En het AFM-rapport beoogt daartoe het hof

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 voor zover noodzakelijk voor de nakoming van haar verplichtingen uit de met beleggers gesloten effectenleaseovereenkomsten.<sup>11</sup>

Het rapport neemt die vraag letterlijk. Het zegt expliciet dat de AFM zich niet heeft beziggehouden met andere onderzoekswerkzaamheden dan die welke noodzakelijk waren voor de beantwoording van de vraag betreffende kopen van aandelen.<sup>12</sup>

Het rapport gaat dus alleen over kopen, en over niets anders. Dat blijkt ook uit het woordgebruik van het rapport: in het rapport wordt het woord 'lenen' nooit door de AFM zelf gebruikt.<sup>13</sup> De AFM laat dus *lenen* weg uit de vraagstelling.

Deze inperking gaat voorbij aan de context waarin het hof die vraag stelde: gekocht óf niet-gekocht. De AFM verraadt tevens het onbegrip dat bij een waardering van het bewijsmateriaal niet alleen het eigen scenario maar ook het alternatieve scenario moet worden betrokken. Ze creëert bovendien een *biased* onderzoek — *biased* ten gunste van het koop-scenario — , omdat bewijsmateriaal dat het alternatieve leen-scenario (als niet-koop-scenario) ondersteunt, niet aan de orde komt en niet aan de orde kan komen.

De AFM beperkt zich dus tot kopen, hoe zeer dit ook in strijd is met de context van de vraag van het hof, en hoe methodologisch onverantwoord en *biased* dat ook is. Daarentegen voegt de AFM *leveren* toe. (Het is *leveren* dat de AFM een indirect argument geeft ten faveure van het koop-scenario). De AFM heeft derhalve de keuze gemaakt om onderzoekswerkzaamheden te verrichten naar de volgende onderwerpen:

- (1) Aankoop en levering van aandelen;
- (2) Behoud van aandelen.<sup>14</sup>

---

<sup>10</sup> AFM-rapport, p. 3. Zie ook p.2: 'Dit bericht [het AFM-rapport] 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 voor zover noodzakelijk voor de nakoming van haar verplichtingen uit de met beleggers gesloten effectenleaseovereenkomsten.'

<sup>11</sup> AFM-rapport, p. 2.

<sup>12</sup> AFM-rapport, p. 13: '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.'

<sup>13</sup> Het hof gaf opdracht aan de AFM om ook vragen van belanghebbenden te beantwoorden. In zo'n vraag komt het woord 'lenen' voor.

<sup>14</sup> AFM-rapport, p. 4.

Hoe eenzijdig ook, het leert ons in elk geval dat voor de AFM *leveren* niet hetzelfde is als *kopen*. Wanneer we het leen-scenario in de discussie betrekken, is dit nog scherper te zien: ook geleende aandelen kunnen geleverd worden. Als een aandeel geleverd wordt, is daarmee nog niet beslist of het geleverde aandeel gekocht dan wel geleend is.

*(10) De procedure van het kopen van aandelen volgens Dexia*

In hoofdstuk 3, 'Aankoop en levering van aandelen', beschrijft de AFM eerst hoe *in opzet* het proces van aankoop van aandelen binnen Dexia — volgens Dexia — verliep. De navolgende beschrijving van die procedure van aankoop van aandelen oogt omslachtig als we *alleen* willen weten of de aandelen gekocht dan wel geleend zijn. De door Dexia opgegeven procedure is echter wel symptomatisch voor het duistere antwoord dat Dexia op de simpele vraag gaf: Laat eens een bewijs van de aankoop van jullie aandelen zien?

(1) Via een ingevulde bon gaven potentiële cliënten aan geïnteresseerd te zijn in een bepaald effectenleaseproduct. Dexia verwerkte deze gegevens in haar cliëntenadministratie en bepaalde zo de totale potentiële interesse.

(2) Eerst werd ingeschat hoe velen van de geïnteresseerden in feite een overeenkomst zouden gaan afsluiten. Passend bij die schatting werd een order gegenereerd (een verzamelorder).

(3) De verzamelorder werd doorgegeven aan de afdeling die orders voor Dexia uitvoerde. Deze afdeling meldde de uitvoering van de orders (d.w.z. het aantal aangekochte aandelen en de tot stand gekomen gemiddelde prijs) terug aan de afdeling belast met de cliëntenadministratie.

(4) De op Euronext aangekochte aandelen doorliepen een proces van clearing en settlement en werden bijgeboekt op een zogenoemde omnibusaccount die RBC Dexia aanhoudt bij Euroclear Nederland.

(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 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) Niet alle cliënten bleken de overeenkomsten te retourneren. Dexia had daar al rekening mee gehouden door minder aandelen aan te schaffen (zie stap 2).

(8) Dexia checkte of er voldoende stukken op de depotrekeningen aanwezig waren om aan de verplichtingen jegens deze cliënten te kunnen voldoen.

(9) Indien Dexia vooraf verkeerd had ingeschat (en te veel 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.

De AFM beschrijft deze procedure uitgebreid om inzicht te geven in ‘de verschillende stappen die Dexia heeft doorlopen om effecten ten behoeve van effectenlease-overeenkomsten aan te kopen en te behouden’.<sup>15</sup> Opvallend in dit zeer uitgebreide overzicht is echter dat, ondanks de gedetailleerdheid, de *stap van het kopen zelf* niet in het overzicht voorkomt. Die cruciale stap moet ergens in (3) gezet worden. Daar wordt de verzamelorder (om te kopen dan wel te lenen) eerst *doorgegeven* — dat is *vóór* de uitvoering van de verzamelorder — , en vervolgens wordt de uitvoering van de order *teruggemeld* aan de cliëntenadministratie — dat is *na* de uitvoering van de verzamelorder —. In de gedetailleerde beschrijving van het koopproces blijft de *uitvoering* van de order *zelf* onvermeld.

In de tijd bekeken ziet stap (3) er als volg uit:

- (i) Om uitgevoerd te worden, wordt de verzamelorder doorgegeven aan de afdeling die die orders voor Dexia uitvoerde. Dit is *vóór de uitvoering van de verzamelorder*
- (ii) *De verzamelorder wordt uitgevoerd.* HIER WORDT FEITELIJK GEKOCHT OF GELEEND.
- (iii) *Na de uitvoering* meldt de uitvoerende afdeling het aantal aangekochte aandelen en prijs aan de cliëntenadministratie.

De verkoopprocedure van Dexia beschrijft (i) en (iii), en slaat (ii) over. Aan de hand van de uitvoering van de verzamelorder zou te zien zijn of er gekocht dan wel ingeleend werd.

#### *(11) Het onderzoek van de AFM*

De AFM heeft de opgegeven procedure van Dexia als uitgangspunt genomen. Ze heeft 26 lijncontroles uitgevoerd. Dat wil zeggen, ze heeft in 26 concrete gevallen een transactie door het administratieve systeem heen gevolgd. Het beoogde doel was om aldus vast te stellen of Dexia daadwerkelijk aandelen voor individuele cliënten heeft aangekocht en geleverd.<sup>16</sup>

De AFM vertelt ons dat de lijncontrole zich gericht heeft op het vaststellen of:

- a. Cliëntenorders deel uitmaakten van de verzamelorders;
- b. De verzamelorders traceerbaar op de effectenbeurs zijn uitgevoerd;
- c. Uitvoering van de verzamelorder heeft geleid tot levering van aandelen op de depotrekeningen van effectenleaseproducten bij RBC Dexia.<sup>17</sup>

Bij haar analyse van onderzoeksvraag (a) — Maakten de cliëntenorders deel uit van de verzamelorders? — heeft de AFM geconstateerd ‘dat in alle 26 gevallen de orders voor individuele cliënten deel uitmaakten van de gegenereerde verzamelorders’. Maar dit zegt op zichzelf niets. Zolang we niet weten *wat de aard* van de het verzamelorder is (aandelen kopen of aandelen lenen), en *wat* er met de verzamelorder *gedaan werd*, discrimineert het onderzoeksresultaat niet tussen het koop-scenario en het leen-scenario.

Kortom, de AFM heeft gecontroleerd dat cliëntenorders deel uitmaakten van de verzamelorders, maar de controle, aldus uitgevoerd, discrimineert niet tussen het koop-scenario en het leen-scenario.

---

<sup>15</sup> AFM-rapport, p. 17.

<sup>16</sup> AFM rapport, p. 17. ‘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 vervolgranches gekeken.’

<sup>17</sup> AFM-rapport, p. 17.

Bij controle van de onderzoeksvraag (b) — Zijn de verzamelorders traceerbaar op de effectenbeurs? , met andere woorden: Hebben de verzamelorders tot de koop van aandelen op de effectenbeurs geleid? — meldt de AFM een probleem:

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*.<sup>18</sup>

Maar als Dexia geen bescheiden heeft overgelegd die aantonen dat ‘de gegenereerde verzamelorders zijn doorgegeven aan de afdeling die de verzamelorders uitvoerde’, dan heeft Dexia evenmin bescheiden overgelegd die laten zien *wat de afdeling die de verzamelorder uitvoerde, met die verzamelorder deed*. Kocht die afdeling aandelen of regelde die de lening van de aandelen? Die kernvraag blijft door het niet doorgeven van de bescheiden onbeantwoord.

Dat roept de vervolgvraag op waarom Dexia die cruciale gegevens niet heeft doorgegeven. Over de jaren 1997 tot en met 1999 achtte Dexia de beschikbare informatie, die afkomstig was van haar rechtsvoorganger Bank Labouchere N.V.,

onvoldoende bruikbaar, omdat niet meer kan worden beoordeeld of de betreffende historische informatie destijds adequaat tot stand is gekomen.

Dit is een merkwaardig excuus. Moeten we geloven dat Dexia bewijzen van aankoop niet heeft ingeleverd omdat ze haars inziens onbetrouwbaar waren? Maar nog signifikanter is dat Dexia ook over de jaren waarin ze zelf de baas was, van 2000 tot en met 2005,

geen ordertickets aan de AFM heeft 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.<sup>19</sup>

Hoe kan het dat Dexia op dat cruciale punt *in 2006* aan de AFM geen gedocumenteerd antwoord heeft gegeven? Je zou zeggen: het zal de uitvoerders van verzamelorders toch op de een of andere manier duidelijk gemaakt moeten zijn of ze aandelen moesten kopen of aandelen moesten inlenen! De koop zal toch ergens gedocumenteerd moeten zijn.

De AFM geeft, naast de onvoldoende bruikbaarheid, twee andere redenen voor het achterwege blijven van deze cruciale informatie. De *eerste reden* is:

Dexia heeft aangegeven dat *ordertickets niet allemaal aanwezig zijn*.

Ik neem aan dat die ordertickets precies de tickets zijn die aangeven of het om een koop gaat, dan wel om een inlening van aandelen. Het is jammer dat die ordertickets niet *allemaal* aanwezig zijn, maar daar valt mee te leven als we af mogen gaan op de *conversational implicature*<sup>20</sup> van de bewering, namelijk dat weliswaar niet alle tickets zijn gevonden *maar wel een paar*. Kennelijk heeft Dexia gezocht en geconstateerd dat ze niet allemaal aanwezig zijn.

---

<sup>18</sup> AFM-rapport, p. 18.

<sup>19</sup> AFM-rapport, p. 27. Letterlijk: ‘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.’

<sup>20</sup> De *conversational implicature* van een zin is wat in de context van het dagelijks leven als geïmpliceerd wordt ervaren. Dat is vaak meer dan wat strikt logisch is geïmpliceerd. Wanneer we zeggen dat Anna twee kinderen heeft, bedoelen we tevens te zeggen dat ze er *niet meer dan* twee heeft.



Echter, ook die klaarblijkelijk resterende verzamelorders zijn niet overgelegd. Waarom zijn die niet overgelegd? In de volgende zin krijgen we het excuus:

*Indien de ordertickets wel aanwezig zijn, zou het teveel tijd kosten om deze aan te leveren.*

Dit roept een aantal nieuwe vragen op:

(vraag 1) Als Dexia zich ongelukkig heeft uitgedrukt en heeft bedoeld te zeggen dat ze geen enkel orderticket heeft kunnen vinden, dan is de vraag hoe dat mogelijk is. Hoe plausibel is het dat geen enkele van de vermeende koopbewijzen meer vindbaar is? Zeker betreffende de jaren *2000 tot en met 2005*, jaren waarin Dexia zelf — na overname in 2000 — verantwoordelijk was voor de operaties, is het een raadsel dat de AFM in 2006 niet iets heeft kunnen vinden dat lijkt op een betaalbewijs van aandelen. Het ingelegde vermogen bedroeg in 2000 € 4,3 miljard en in 2001 € 2,4 miljard.<sup>21</sup> We mogen toch in rede verwachten dat een professionele organisatie met miljarden aan waardepapieren na enkele jaren nog enkele betaalbewijzen kan laten zien, — vooronderstellend dat die er geweest zijn?

(vraag 2) Hoe kan het zoeken te veel tijd kosten, wanneer Dexia wel aan de controle van de andere stappen uitvoerig heeft meegewerkt? Ook dit excuus komt mij daarom ongelooftwaardig voor.

(vraag 3) Bovendien, hoe kan het in een proces aanvaardbaar zijn dat de aangeklaagde instantie in feite weigert mee te werken, zonder dat die weigering enige repercussies voor de beoordeling ‘gekocht of niet gekocht’ heeft?

De *tweede opgegeven reden*, waarom er geen verzamelorders zijn aangeleverd, is:

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

Maar let wel, die verzamelorders werden kennelijk wel correct uitgevoerd, ook al werden ze in gedeeltes uitgevoerd. Want na afloop bezat Dexia de benodigde aandelen, zo zullen we bij onderzoeksvraag (c) zien. Om dat te bereiken, moeten de uitvoerders toch geweten hebben of ze moesten kopen dan wel moesten lenen? Die opdracht moet destijds toch vastgelegd zijn? Dat daarover geen documentatie zou bestaan, is ongelooftwaardig. Dus ook deze tweede reden faalt.

Conclusie: Dexia heeft nagelaten cruciale informatie te verschaffen. Het is ongelooftwaardig dat na enkele jaren een professionele organisatie niet — zelfs niet ten dele — kan laten zien, dat haar aandelen met een miljarden-waarde door haar gekocht zijn.

We komen nu toe aan het laatste onderdeel van het onderzoek van de AFM, de controle van onderzoeksvraag (c):

Heeft de uitvoering van de verzamelorder geleid tot levering van aandelen op de depotrekeningen van effectenleaseproducten bij RBC Dexia?<sup>22</sup>

De AFM heeft dat wèl kunnen controleren. ‘Op basis van de overgelegde bescheiden, afschriften van depotrekeningen van de custodian RBC Dexia en gegevens uit de cliëntenadministratie van Dexia’, heeft de AFM vastgesteld

<sup>21</sup> Dexia, Jaarverslag 2001, p. 35: ‘De financiële gang van zaken in 2001. ... Het ingelegde vermogen bedroeg ultimo 2000 € 4,3 miljard, maar daalde naar € 4,1 miljard ultimo 2001.’

<sup>22</sup> AFM-rapport, p. 17.

dat de bijschrijving van aandelen op de betreffende depotrekening(en) bij RBC Dexia overeenkomt met de omvang en samenstelling van de gegenereerde verzamelorders.<sup>23</sup>

De AFM argumenteert verder dat deze bijschrijving van aandelen een *levering* van aandelen is.

RBC Dexia is een aangesloten instelling bij Euroclear Nederland. Uit de Wge [wet giraal effecten verkeer] 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.

Op basis hiervan

kan — zo merkt de AFM op — worden verondersteld dat in de meeste gevallen aan levering een aankoop vooraf gaat.

*Die aankoop is echter 'niet feitelijk vastgesteld', zo beklemtoont de AFM in haar rapport vijf malen.<sup>24</sup>*

Op basis van voorgaande overwegingen trekt de AFM de volgende conclusie:

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

Waar komt deze conclusie over een aannemelijk aankoop vandaan, nadat we tevoren van de AFM hadden geleerd dat Dexia geen koopbewijzen had overgelegd en dat Dexia in feite had geweigerd ernaar te zoeken omdat dat te veel tijd zou kosten. Het argument van de AFM lijkt te zijn:

- In de meeste gevallen gaat aan levering van aandelen een aankoop van aandelen vooraf.
  - Bij Dexia werden aandelen geleverd (via bijschrijving op de depotrekening door RBC Dexia).
- Dus is het aannemelijk dat ook aan deze levering bij Dexia een aankoop van aandelen vooraf ging.

Dit is een waarschijnlijkheidsargument. Het ziet er overtuigend uit, maar het is invalide, zoals ik nu zal aantonen.

Voor ik dat doe, wil ik wel eraan herinneren

- dat de AFM heeft vastgesteld dat Dexia ondanks haar reusachtige aandelenvoorraad geen één koopbewijs heeft overgelegd;
- dat de redenen waarom Dexia op dit punt weigerde mee te werken, ongeloofwaardig waren;
- dat de AFM dat onvermogen om een koopbewijs over te leggen en die weigering om mee te werken, *niet* heeft meegewogen in haar conclusie.

*(12) Wetenschapsfilosofisch intermezzo: waarschijnlijkheidsargumenten met relatieve frequenties*

Bekijk het volgende argument:

---

<sup>23</sup> AFM-rapport, pp. 18-19.

<sup>24</sup> AFM-rapport, p.5, p. 19 (2x), p. 32 (3x)

Veruit de meeste vogels kunnen vliegen. Wanneer een onbekende vogel wordt genoemd, is het een goede gok om aan te nemen dat die onbekende vogel kan vliegen.

De logische structuur van het argument is:

(I) Veruit de meeste vogels kunnen vliegen.

De *referentieklass*e hier is vogels, de klasse waaronder onze vogel X wordt gerangschikt. De *relatieve frequentie* van vliegende vogels ten opzichte van alle vogels zit opgesloten in de frase 'veruit de meeste'.

(II) X is een vogel.

Conclusie: Daarom is het waarschijnlijk dat X kan vliegen.

Of, kunstmatig gekwantificeerd,

(I) 99% van de vogels kan vliegen.

De *relatieve frequentie* van vliegende vogels ten opzichte van alle vogels is hier 99%.

(II) X is een vogel.

Conclusie: Daarom is het zeer waarschijnlijk (99% waarschijnlijk) dat vogel X kan vliegen.

Ook het argument van de AFM heeft deze structuur:

(I) Veruit de meeste leveringen van aandelen worden voorafgegaan door een aankoop van de aandelen.

Hier is de referentieklass:e leveringen van aandelen. X wordt gekarakteriseerd als een levering van aandelen. De relatieve frequentie zit in de frase 'veruit de meeste'.

(II) Bij Dexia werden aandelen geleverd.

Conclusie: Daarom is het waarschijnlijk dat ook de levering van Dexia-aandelen werd voorafgegaan door de aankoop van die aandelen.

Er zitten evenwel haken en ogen aan dit algemene schema. De belangrijkste is de clausulering dat, *wanneer we iets speciaals van X weten*, we dat niet zonder meer buiten beschouwing kunnen laten. We moeten dan de referentieklass:e aanpassen. Bij voorbeeld, wanneer we weten dat X een vogel is met een groot gewicht, verandert premisse (I). De groep (de referentieklass:e) waarmee we X nu moeten vergelijken, is niet langer: *vogels*, maar: *vogels met een groot gewicht*. Van die vogels met grote gewichten weten we juist dat de meesten daarvan niet kunnen vliegen. Denk aan de struisvogel, de emoe, de kiwi, de pinguïns en de dodo. Nu wordt het argument:

(I)\* Het merendeel van de vogels met een groot gewicht kunnen niet vliegen.

(II) X is een vogel met een groot gewicht.

Conclusie\*: Daarom is het waarschijnlijk dat X niet kan vliegen.<sup>25</sup>

De les is dus: we mogen een vogel, wanneer we daar *niets over weten*, vergelijken met alle vogels. Dat is dan de beste informatie die we in dat geval hebben. *In het licht van die (beperkte) informatie* is het dan waarschijnlijk dat de vogel X kan vliegen.<sup>26</sup> Weten we echter meer — hebben we meer informatie over X —, dan moeten we een nieuwe referentiegroep kiezen die in overeenstemming is met die extra informatie. Dat is dan

---

<sup>25</sup> Mijn kennis van vogels is te beperkt om hier empirisch verantwoorde uitspraken te doen. Het gaat mij om de logische structuur van het voorbeeld.

<sup>26</sup> Dat is in die omstandigheden onze beste gok,

de beste informatie die we hebben. Omdat (epistemische) waarschijnlijkheid<sup>27</sup> relatief is ten opzichte van het aanwezig bewijsmateriaal, kan de (epistemische) waarschijnlijkheid veranderen, zodra we meer weten.

Het vinden van de juiste referentieklassie is een betwist mijnenveld, — moet je de kleinste referentieklassie kiezen die nog relevante informatie heeft? en hoe doe je dat? — maar er bestaat grote eensgezindheid dat je je referentieklassie moet aanpassen aan de kennis die je hebt.

*(13) Het waarschijnlijkheidsargument van de AFM*

In het licht van de voorgaande sectie blijkt het argument van de AFM een waarschijnlijkheidsargument gebaseerd op een referentieklassie met de bijpassende relatieve frequentie. De AFM gaat ervan uit dat *in de meeste gevallen* (dit is de relatieve frequentie) aan een levering van een aandeel een aankoop vooraf gaat. Dat is de eerste premisse:

(I) Aan de meeste leveringen van aandelen gaat een aankoop vooraf.

Of anders:

(I) De meeste aandelen die geleverd zijn, zijn gekocht.

(II) De Dexia-aandelen zijn geleverd.

Conclusie: Daarom is het waarschijnlijk/aannemelijk dat de Dexia-aandelen gekocht zijn.

*Maar we weten over de Dexia-aandelen die geleverd worden, veel meer.*

Ten eerste: advocaten van de gedupeerden menen argumenten te hebben dat het om niet-gekochte aandelen gaat. Deze informatie kun je niet blindelings, zonder verdere controle, over boord gooien. Behandel je de Dexia-aandelen als “gewone” aandelen, dan komen de argumenten van de advocaten *zonder argumentatie* te vervallen. Dat kan dus niet.

Ten tweede: in het jaarverslag van 1992 van Labouchere wordt een leendepot, een securities lending account, genoemd met onder andere aandelen als inhoud,<sup>28</sup> en in de jaarverslagen van 1994 tot en met 2000 is er een post met *ingeleende* waardepapieren.<sup>29</sup> Je kunt de Dexia-aandelen dus niet behandelen alsof we niets relevants over die aandelen weten. Misschien zijn deze “ingeleende” waardepapieren, hun naam ten spijt, toch gewoon gekochte aandelen, of misschien zijn ze irrelevant. Maar dat moet dan wel beargumenteerd worden. Je kunt daar niet zo maar van uit gaan, zoals de AFM in feite doet.

Dus: het waarschijnlijkheidsargument van de AFM dat gebaseerd is op de waarneming dat in de meeste gevallen aankoop aan levering vooraf gaat, is niet aanvaardbaar omdat we meer informatie, meer relevante informatie over de Dexia-aandelen hebben.

---

<sup>27</sup> De *epistemische waarschijnlijkheid* (de waarschijnlijkheid op basis van onze kennis) is een waarschijnlijkheid die gebaseerd is op het voor ons voorhanden bewijsmateriaal. Het geeft aan hoe goed, op deze basis, onze redenen zijn om iets te geloven. Er is ook zoiets als een *ontologische waarschijnlijkheid*. Dat betreft de werkelijke kansen in de wereld, of we die nu kennen of niet. Soms denken we goede redenen te hebben om te geloven dat de uitkomst U is. Die uitkomst U is dan epistemisch waarschijnlijk. Desondanks kan het ontologisch zeker zijn dat er een andere uitkomst zal resulteren, bij voorbeeld wanneer de omstandigheden die uitkomst U *in feite* uitsluiten.

<sup>28</sup> Labouchere, Jaarverslag 1992, p. 19.

<sup>29</sup> Zie Appendix I voor de verwijzing.

Technischer: we mogen niet *leveringen van aandelen* als de referentieklassse kiezen. We weten meer. De referentieklassse wordt iets als: *geleverde aandelen die mogelijkterwijs als ingeleende aandelen in de jaarverslagen verschijnen*. En die ingeleende aandelen — de naam indiceert het al — zijn niet gekocht. Dat leidt tot een andere referentieklassse waarvan we de relatieve frequentie niet kennen:

(I)\* Van de *geleverde aandelen aan Dexia die mogelijkterwijs als ingeleende aandelen in de jaarverslagen verschijnen, weten we niet hoeveel zijn gekocht en hoeveel zijn ingeleend*.

Met deze andere referentieklassse vervalt de conclusie dat het waarschijnlijk/-aannemelijk is dat de Dexia-aandelen gekocht zijn. De povere conclusie die — zonder waarschijnlijkheidsargumentatie — uit (I)\* volgt, is namelijk:

We weten niet of de geleverde Dexia-aandelen zijn gekocht dan wel zijn geleend.

De AFM schrijft:

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

‘De AFM acht het aannemelijk’. Dat is een subjectieve uitspraak. Ik kan niet en ik wil niet bestrijden dat d t de opinie is van de AFM. Mijn argument is dat de *grond* die de AFM voor deze claim gaf, is komen te vervallen. Qua waarheidsvinding kunnen we alleen zeggen dat aan de levering een aankoop van aandelen vooraf *kan* zijn gegaan, maar dat het *ook* een inlening van aandelen *kan* zijn geweest. De referentieklassse die we vanwege onze kennis moeten kiezen, maakt noch het  n [de aankoop] noch het ander [de inlening] aannemelijk.

Er is nog iets. Het is moeilijk voorstelbaar dat de AFM zich niet bewust is geweest van de mogelijkheid van inlenen. Het AFM-rapport impliceert dat de AFM de effectenposities op de diverse jaarrekeningen heeft bestudeerd, en in de jaarrekeningen van 1992 tot 2002 wordt inlenen/uitlenen expliciet als activiteit vermeld.<sup>30</sup>

#### (14) De conclusie van het hof over kopen of lenen van Dexia-aandelen

Ofschoon het hof zich ‘op de bevindingen van de AFM en het door haar verrichte onderzoek zoals beschreven in het Rapport’, baseert, is het hof veel stelliger dan de AFM. De AFM concludeerde dat ze het ‘aannemelijk achtte dat aan de leveringen een aankoop is voorafgegaan, maar dat ze dit niet feitelijk heeft vastgesteld’. Van deze aarzelingen [aannemelijk maar niet zeker, en niet feitelijk vastgesteld] is niets terug te vinden in het arrest van het hof.

Het hof concludeert nu dat er geen reden is om in twijfel te trekken dat Dexia die aandelen gekocht en vervolgens behouden heeft.<sup>31</sup>

Aldus de inhoudsindicatie.

Hoe komt het hof tot deze stelliger conclusie? Het hof merkt op

---

<sup>30</sup> Ik citeer, van p. 6 en p. 25:

‘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 beschikkingmacht heeft  n de economische voordelen ervan naar de rechtspersoon toevloeien.’

<sup>31</sup> Hof Amsterdam, arrest, Inhoudsindicatie.

- dat de aandelen betrekking hebbende op zesentwintig onderzochte effectenlease-overeenkomsten tijdig op de desbetreffende effectendepotrekningen van Dexia zijn bijgeschreven en aldus aan Dexia zijn *geleverd*.
- dat Dexia de bijgeschreven aandelen heeft behouden en aldus voldoende effecten op die rekeningen heeft aangehouden om aan haar (leverings)verplichtingen jegens effectenleasebeleggers te kunnen voldoen.<sup>32</sup>

Het hof verbindt hieraan de gevolgtrekking

dat er ten aanzien van zowel restschuld- als aflossingsproducten onvoldoende reden is om de *feitelijke verwerving* en het daarop volgende behoud door Dexia van de effecten die onderwerp zijn van de door Dexia gesloten overeenkomsten tot effectenlease, in twijfel te trekken.

De conclusie die het hof in de inhoudsindicatie trekt, is veel sterker:

Het hof concludeert dat er geen reden is om in twijfel te trekken dat Dexia die aandelen *gekocht* en vervolgens behouden heeft.

Hoe kunnen we dit begrijpen?

Laten we eerst een paar zaken uit de weg ruimen. Merk op dat *behouden-blijven* niet discrimineert tussen gekochte-aandelen-die-behouden-blijven en ingeleende-aandelen-die-behouden-blijven. Ik zal daarom in mijn analyse dat aspect van behouden-blijven verder negeren.

Merk ook op dat het hof het waarschijnlijkheidsargument van de AFM niet gebruikt. Het hof spreekt niet over geleverde aandelen die in de meeste gevallen vooraf zijn aangekocht. Het hof concludeert rechtstreeks en ongeclausuleerd uit het geleverd-zijn van de Dexia-aandelen tot het verworven-zijn van die aandelen. Dat klinkt plausibel: iets dat geleverd is, is ook verworven. Maar hoe bereikt het hof de conclusie, zoals die in de inhoudsindicatie is verwoord, dat de *verworven* aandelen *gekochte* aandelen zijn?

Ik vrees dat het argument van het hof gebaseerd is op een ambigu gebruik van het woord *verworven*. Dat woord kan *verkregen* betekenen. Het kan ook de betekenis *gekocht* hebben.

Het hof concludeert uit *de levering van de aandelen tot het verworven-zijn van de aandelen*. Dat is juist wanneer *verworven-zijn* betekent: *verkregen-zijn*. Geleverde aandelen zijn inderdaad verkregen, maar dat impliceert niet dat ze zijn gekocht. De AFM geeft zelf verschillende mogelijkheden van levering van aandelen zonder dat daar een aankoop aan vooraf is gegaan.

Leveringen van effecten kunnen [naast aankoop] 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.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> Hof Amsterdam, arrest, overweging 6.13. Vanwege het leesgemak heb ik enkele specificeringen weggelaten.

<sup>33</sup> AFM rapport, p. 33. Een alinea verder is het *bijvoorbeeld* verdwenen: 'De aandelen waarvan is vastgesteld dat zij op de depotrekningen 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

De jaarverslagen van Dexia uit de jaren 1992 tot met 2005 geven nog een voorbeeld van levering van aandelen die niet gekocht zijn: ingeleende waardepapieren.

Aldus hebben we twee mogelijkheden:

(i) Indien *verworven* = *verkregen*, dan volgt uit de geleverde aandelen dat ze verworven zijn, maar dat impliceert niet dat ze gekocht zijn. Geleverde en verkregen aandelen kunnen ook niet-gekocht zijn.

(ii) Indien *verworven* = *gekocht*, dan volgt uit de geleverde aandelen niet dat ze verworven zijn, omdat geleverde aandelen niet gekocht hoeven zijn.

De aandelen zijn geleverd	→	De aandelen zijn verworven (= zijn verkregen)	≠	De aandelen zijn gekocht
---------------------------	---	--	---	--------------------------

De aandelen zijn geleverd	—//→	De aandelen zijn verworven (= zijn gekocht)	=	De aandelen zijn gekocht
---------------------------	------	--	---	--------------------------

Kortom, in beide gevallen faalt het argument van het hof. Het hof kan *in geen van beide gevallen* concluderen dat de aandelen gekocht zijn omdat ze geleverd zijn.

Ik concludeer dat het hof het AFM-rapport, waarop het zich baseert, niet goed heeft gelezen. Het AFM-rapport geeft vele voorbeelden van geleverde aandelen die niet aangekocht zijn. (De jaarverslagen van Labouchere laten zien dat ze ook geleend kunnen zijn.) *Leveren* kan dus niet *aangekocht-zijn* impliceren. Het hof heeft ook de ambiguïteit van zijn eigen term *verworven* niet doorzien. Het hof bereikt zijn conclusie dat de Dexia-aandelen gekocht zijn, via onzorgvuldig lezen van het AFM-rapport en via een ambigu gebruik van de term ‘verworven’.

#### (15) *De tussenstand*

De AFM meende te mogen concluderen dat het aannemelijk is dat de Dexia-aandelen gekocht waren omdat ze geleverd waren. Dit was gebaseerd op onbegrip van de gebruikte waarschijnlijkheidsargumentatie. De referentieklassie die de AFM gebruikte — alle leveringen —, was niet toegestaan vanwege de extra informatie die aanwezig was.

Het hof concludeerde ongeclausuleerd dat de Dexia-aandelen gekocht waren, maar in een waarheidsvindingscontext vervalt deze conclusie omdat die berust op verkeerd begrip van het AFM-rapport en op een ambigu gebruik van de term *verworven*, als *verkregen* enerzijds en als *verkocht* anderzijds.

Het gekocht-zijn is derhalve nog steeds slechts een mogelijkheid. Net als geleend-zijn. De geleverde Dexia-aandelen zijn mogelijkerwijs gekochte aandelen, maar ook mogelijkerwijs geleende aandelen. We zullen dus verder moeten kijken, en niet langer alleen vanuit het koop-scenario maar nu ook vanuit het leen-scenario. De onderzoeksvraag wordt daarmee acuit: Is er bewijsmateriaal dat het leen-scenario ondersteunt en dat tevens in strijd is met het koop-scenario?

#### (16) *Wetenschapsfilosofisch intermezzo: de Heuer-tabel als verheldering*

In een Heuer-tabel wordt *per item van het bewijsmateriaal* geanalyseerd of dat item één van de scenario's ondersteunt. Een plus [+]<sup>1</sup> geeft aan dat dat specifieke stuk bewijsmateriaal het scenario met die plus waarschijnlijker maakt ten koste van het

---

<sup>1</sup>Dexia anders is geweest.’ Hier sluit de AFM *ingeleende* aandelen uit, ofschoon die in de jaarverslagen van Bank Labouchere en Dexia voorkomen.

alternatieve scenario dat dan een min [—] krijgt. In dat geval discrimineert het bewijsmateriaal tussen de twee scenario's. Bewijsmateriaal dat bij beide scenario's past, krijgt een nul [0] in beide kolommen.

De Heuer-tabel, zoals door mij gebruikt, geeft dus geen gradaties in de steun. Het is in de eerste plaats een explicitering van de bewijswaarde van de verschillende stukken bewijsmateriaal.

De voorgaande argumenten komen als volgt tot uitdrukking in een Heuer-tabel.

	koop-scenario	leen-scenario
1. AFM: De aandelen zijn geleverd, en aan de meeste leveringen gaat aankoop vooraf.	0	0
2. Hof: De aandelen zijn geleverd, dus ze zijn verworven.	0	0

*(17) De jaarverslagen staan vol ingeleende en uitgeleende aandelen*

Zoals we hebben gezien, beperkt de AFM zich tot één scenario, het koop-scenario, en ze onderzoekt de houdbaarheid van dat scenario. Haar rapport concludeert dat het aanvaardbaar is dat de aandelen gekocht zijn. Het leen-scenario wordt volstrekt genegeerd. In het hele rapport gebruikt de AFM uit zichzelf *nooit* het woord lenen of vervoegingen daarvan. Alleen in vraag 17 van één van de procespartijen komt het woord voor.<sup>34</sup> De vraagstelling van de AFM is aldus beperkt tot: Is er bewijsmateriaal voor het kopen van aandelen?

De alternatieve vraag die ook gesteld moet worden is: Is er bewijsmateriaal voor het lenen van aandelen? Het antwoord is: Ja, heel veel. En dat materiaal hoefde niet door Dexia geleverd te worden: het staat al in de Jaarverslagen en in de reacties van Dexia op het AFM-onderzoek.

In de jaargangen 1994 tot en met 2005 staat een post opgenomen met de naam: *de ingeleende en uitgeleende waardepapieren*.<sup>35</sup> Het jaarverslag van 1992 vermeldt al een leendepot van Dfl. 113.362.000. Over dit leendepot horen we:

De onder leendepot opgenomen effecten *betreffen door derden tijdelijk ter beschikking gestelde fondsen*, welke opnieuw zijn uitgeleend.<sup>36</sup>

De frase 'door derden tijdelijk ter beschikking gesteld' kan moeilijk anders gelezen worden als 'door derden tijdelijk uitgeleend', zeker in het licht van 'Ingeleende en uitgeleende waardepapieren', die vanaf 1994 tot en met 2002 als post op de balans staan, met daaronder zo mogelijk een nog explicietere formulering:

<sup>34</sup> Uit het AFM-rapport, p. 41.

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*.

Reactie van Ton Derksen:

De AFM geeft hier geen antwoord op de vraag, ze herhaalt enkel de eerder opmerking dat de aandelen op de depotrekeningen zijn behouden. De AFM gaat hier volledig voorbij aan de jaarrekeningen van Dexia waarin een post is van *ingeleende en uitgeleende waardepapieren*. Merk op dat de AFM alleen op 'uitlenen' reageert. Aan 'inlenen' gaat ze — net als elders in het rapport — geheel voorbij.

<sup>35</sup> De jaarverslag van 2003, 2004, en 2005 zijn in het Engels.

<sup>36</sup> Jaarverslag 1992, p. 19.



- in bruikleen of verbruikleen ontvangen waardepapieren
- in bruikleen of verbruikleen gegeven waardepapieren

Het gaat hier niet om peanuts. In 1992 en 1993 zijn het nog betrekkelijk kleine bedragen, rond de Dfl. 125.000.000. Dat bedrag schiet in 1994 en 1995 omhoog tot meer dan één miljard gulden, in 1996 en 1997 zelfs tot meer dan vijf miljard gulden, met 1998 als hoogtepunt: meer dan zes miljard gulden. Daarna loopt het even terug: 1999 — € 1 miljard; 2000 — € 0,7 miljard. In 2001, toen Dexia zelf net de baas was, is er weer een nieuwe explosie: meer dan € 5,3 miljard, met een kleine reductie in 2002: € 3,8 miljard. Vanaf 2003 worden er geen waardepapieren meer ingeleend, nog wel uitgeleend.<sup>37</sup>

Kortom, de *door externe accountants goedgekeurde* jaarverslagen van 1992 tot en met 2002 noemen expliciet grote hoeveelheden *ingeleende waardepapieren, in bruikleen of verbruikleen ontvangen geleende waardepapieren* met een grote waarde (maximaal iets meer dan € 5,3 miljard).

De AFM noemt *nergens* deze miljarden ingeleende waardepapieren. Is de reden hiervoor dat de AFM zich strikt hield aan zijn strategie om alleen informatie over kopen in te winnen en om aan het hof alleen informatie over kopen door te geven?

Wanneer we in waarheidsvinding geïnteresseerd zijn, en willen weten of het koop-scenario dan wel het leen-scenario waar is, dan zijn die miljarden ingeleende waardepapieren hoogst relevant. Ze laten onomstotelijk zien dat Dexia met veel ingeleend spul werkte. Dat ondersteunt het leen-scenario en verzwakt het koop-scenario.

	koop-scenario	leen-scenario
1. AFM: De aandelen zijn geleverd, en aan de meeste leveringen gaat aankoop vooraf. (Het argument van AFM)	0	0
2. Hof: De aandelen zijn geleverd, dus ze zijn verworven	0	0
3. In de jaarverslagen staan ingeleende waardepapieren, waaronder aandelen.	—	+

*(18) De 12 miljoen huur voor die ingeleende, geleasede waardepapieren, inclusief de ingeleende, geleasede aandelen.*

<sup>37</sup> *Ingeleende waardepapieren*

	<i>Bedrag</i>	<i>Vindplaats</i>
1992	Dfl. 113.362.000	Jaarverslag 1992, p. 19
1993	Dfl. 137.283.000	Jaarverslag 1994, p. 32
1994	Dfl. 1.099.945.000	Jaarverslag 1994, p. 32
1995	Dfl. 1.314.039.000	Jaarverslag 1995, p. 56
1996	Dfl. 5.220.092.000	Jaarverslag 1997, p. 46
1997	Dfl. 5.398.596.000	Jaarverslag 1997, p. 46
1998	Dfl. 6.326.333.000 = € 2.870.765.000	Jaarverslag 1998, p. 31
1999	€ 995.558.000	Jaarverslag 1999, p. 18
2000	€ 736.271.000	Jaarverslag 2000, p. 58
2001	€ 5.326.356.000	Jaarverslag 2001, p. 60
2002	€ 3.839.110.000	Jaarverslag 2002, p. 43
2003	—	Jaarverslag 2003, p. 33
2004	—	Jaarverslag 2004, p. 33
2005	—	Jaarverslag 2005, p. 33
2006	—	Jaarverslag 2006, p. 33

Niet alleen vermelden de jaarverslagen in bruikleen of verbruikleen ontvangen waardepapieren, de jaarverslagen reppen ook over huurverplichtingen voortvloeiend uit de langlopende huurovereenkomsten. Deze huurovereenkomsten worden in de jaarverslagen meteen na de post “Ingeleende en uitgeleende waardepapieren” genoemd. Het is plausibel dat deze huurovereenkomsten de huur van de ingeleende waardepapieren betreffen. Deze waardepapieren werden dus waarschijnlijk geleased, zoals Dexia op haar beurt in effectenlease producten handelde.

Ik heb helaas niet alle jaarverslagen compleet zodat ik niet van alle jaren de huurverplichtingen kan vaststellen. De bedragen die ik heb, tellen op tot Dfl. 14.5 miljoen. Met een schatting van de ontbrekende getallen kom ik op zo’n Dfl. 18 miljoen.<sup>38</sup>

De jaarverslagen vermelden aldus aanzienlijke uitgaven voor de huur (lease) van ingeleende waardepapieren. Ook deze huurverplichtingen maken het leen-scenario waarschijnlijker en het koop-scenario onwaarschijnlijker.

	koop-scenario	leen-scenario
1. AFM: De aandelen zijn geleverd, en aan de meeste leveringen gaat aankoop vooraf. (Het argument van AFM)	0	0
2. Hof: De aandelen zijn geleverd, dus ze zijn verworven	0	0
3. In de jaarverslagen staan ingeleende waardepapieren, waaronder aandelen.	—	+
4. De jaarverslagen vermelden uitgaven voor de huur dan wel lease van ingeleende waardepapieren.	—	+

*(19) Wetenschapsfilosofische intermezzo: likelihoods en likelihood verhoudingen*

Het waarschijnlijkheidsargument van de AFM was een *direct waarschijnlijkheidsargument*. De structuur van het argument was als volgt:

- Er is een relatieve frequentie van bijvoorbeeld 99%: 99% van alle vogels kunnen vliegen.
- We hebben een vogel, en we weten niets anders van die vogel dat relevant is.
- We concluderen met 99% waarschijnlijkheid dat die onbekende vogel kan vliegen.

Het is een primitief argument, en vaak vergeten we ermee rekening te houden dat we toch iets relevants weten. Desondanks ligt het in al zijn primitiviteit wel aan de basis van veel alledaagse waarschijnlijkheidsargumentaties. We vertrouwen meer op de KLM dan op Nepal Airlines of Iran Airs [we achten de kans op ongelukken kleiner] omdat er veel

<sup>38</sup> **Huurverplichtingen: uitgaven per jaar**

Jaar	Uitgaven huurverplichtingen	Uitgaven huurverplichtingen in guldens	Geschatte uitgaven voor alle jaren	Vindplaats
1994	???	0	900.000	
1995	Dfl. 900.00	900.000	900.000	Jaarverslag 1994, p. 34
1996	Dfl. 2.600.000	2.600.000	2.600.000	Jaarverslag 1995, p. 56/57
1997	???	0	2.600.000	Jaarverslag 1996 niet beschikbaar bij KvK
1998	Dfl. 1.800.000	1.800.000	1.800.000	Jaarverslag 1997, p. 46
1999	Dfl. 2.900.000	2.900.000	2.900.000	Jaarverslag 1998, p. 32
2000	Dfl. 2.300.000	2.300.000	2.300.000	Jaarverslag 1999, p.18
2001	€ 1.800.000	3.960.000	3.960.000	Jaarverslag 2000, p. 61
		Dfl. 14.460.000	Dfl. 17.960.000	

vaker iets misgaat bij Nepal Airlines of Iran Airs.<sup>39</sup> We gaan naar Frankrijk in plaats van Nederland met vakantie omdat het daar vaker mooi weer is.

Het bewijsmateriaal is de relatieve frequentie en daaruit leiden we de waarschijnlijkheid van het scenario af. Het *bewijsmateriaal maakt het scenario waarschijnlijk*. De richting van de waarschijnlijkheid is dus:

bewijsmateriaal → scenario.  
[bewijsmateriaal maakt scenario waarschijnlijk]

Daarnaast zijn er *indirecte waarschijnlijkheden*, likelihoods die tegenwoordig door het NFI populair gemaakt worden. We hebben een bepaald gegeven [bewijsmateriaal] en we kijken hoe likely, hoe aannemelijk, *hoe waarschijnlijk dat bewijsmateriaal is vanuit de verschillende scenario's*. Bijvoorbeeld de politie constateert dat er geen schotresten op de handen en kleren van de verdachte zitten. Je vraagt je dan af, hoe waarschijnlijk is dat resultaat wanneer de verdachte de schutter was (schuld-scenario), en hoe waarschijnlijk is dat resultaat wanneer de verdachte niet de schutter was (onschuld-scenario). Het antwoord is: uitgaande van het schuld-scenario is het unlikely, onwaarschijnlijk, onaannemelijk dat de verdachte geen schotresten op zijn handen en kleren heeft; uitgaande van het onschuld-scenario is dat juist zeer likely, zeer waarschijnlijk, zeer aannemelijk.

Merk op dat het waarschijnlijkheidsargument nu verloopt vanaf de scenario's naar het bewijsmateriaal: uitgaande van onschuld-scenario was het bewijsmateriaal likely/waarschijnlijk/te verwachten, uitgaande van het schuld-scenario juist niet. Uitgaande van onschuld-scenario is het bewijsmateriaal likelier.

scenario's → bewijsmateriaal  
[scenario maakt (aanwezigheid van) bewijsmateriaal aannemelijk/likely]

Het is goed te beseffen dat de richting van scenario's naar bewijsmateriaal *niet* de richting is van de waarschijnlijkheid die we uiteindelijk nodig hebben. *We willen namelijk weten hoe waarschijnlijk het scenario is, uitgaande van het bewijsmateriaal*, niet hoe waarschijnlijk het bewijsmateriaal is, uitgaande van het scenario.

Toch kunnen we met deze likelihoods wel degelijk iets beargumenteren, en dat is vanwege Bayes' Theorema, wat een normaal theorema uit de waarschijnlijkheids-calculus is. Iedereen die in termen van waarschijnlijkheid denkt, moet het dus aanvaarden, niet alleen de Bayesianen.<sup>40</sup>

Voor wie onbekend is met likelihoods, zijn likelihoods een mijnenveld. Bijvoorbeeld, Lucia de Berk werd in feite vooral verdacht van moord omdat iedereen de likelihoods verwarde met directe waarschijnlijkheden.<sup>41</sup> Voor ons doeleind is gelukkig alleen van belang dat een gunstige likelihoodsverhouding voor scenario 1 ten opzichte van scenario 2 [de likelihood van scenario 1 is groter dan die van scenario 2] betekent dat de eindwaarschijnlijkheid van scenario 1 door het bewijsmateriaal toeneemt ten koste van de eindwaarschijnlijkheid van scenario 2.

<sup>39</sup> <https://www.businessinsider.nl/veiligste-en-onveiligste-luchtvaartmaatschappijen-vliegmaatschappijen-vliegtuig-ramp-ongeluk-veiligheid/>  
<https://www.rondreis.nl/blog/vliegen/de-top-10-meest-onveilige-vliegtuigmaatschappijen/>.  
Iran Air staat sinds 2010 op de Europese zwarte lijst van luchtvaartmaatschappijen. De afgelopen tien jaar deden zich namelijk drie grote ongelukken voor.

<sup>40</sup> Technisch impliceert het theorema dat de verhouding tussen de likelihoods van de twee scenario's de bewijswaarde van het bewijsmateriaal bepaalt. Die moet je nog met de verhouding van de beginwaarschijnlijkheden vermenigvuldigen om de verhouding van de *eindwaarschijnlijkheden* te krijgen.

<sup>41</sup> Zie Ton Derksen (2006), *Lucia de Berk: een reconstructie van een gerechtelijke dwaling*.

Omdat uiteindelijk alle likelihoodsverhoudingen gunstig voor het leen-scenario uitpakken, kunnen we het hierbij laten. Alle bewijsmateriaal wijst in één richting. Ik zal daarom in de Heuer-tabel zowel de directe waarschijnlijkheid opnemen als de likelihoods. Omdat het allemaal plusjes oplevert, plus twee nullen (de beide scenario's passen even goed bij het bewijsmateriaal), is het inzichtelijk dat het leen-scenario veel waarschijnlijker moet zijn dan het koop-scenario, ook al kunnen we niet zeggen precies hoeveel waarschijnlijker.

*(20) Het geen-tijd argument van Dexia is veel likelier/aannemelijker gezien vanuit het leen-scenario dan vanuit het koop-scenario*

Bedenk dat het hof expliciet heeft geformuleerd dat een hogere vergoeding redelijk zou zijn, wanneer zou blijken dat de aandelen niet gekocht waren. Het arrest kwam uiteraard na het onderzoek van de AFM, maar het feit dat het hof deze vraag — is er gekocht?— wilde laten onderzoeken, maakte het al plausibel dat bij niet-kopen het hof geneigd was tot een voor Dexia ongunstig arrest. Zou kopen niet aangetoond worden, dan kon dat voor Dexia zeer ongunstige financiële gevolgen hebben.

Dexia had er dan ook alle belang bij om aan te tonen, door middel van een koopacte of enig ander bewijs van de koopactiviteit, dat de Dexia-aandelen gekocht waren. Er moet Dexia dus alles aan gelegen geweest zijn om die koop te bewijzen, in elk geval plausibel te maken. *Uitgaande van het koop-scenario*, waarin er feitelijk aandelen zijn gekocht, mogen we daarom verwachten dat Dexia alles in haar werk zal stellen om een bewijs van aankoop boven water te halen. Deze verwachting komt niet uit. Dexia leverde niet de relevante stukken, en weigerde zelf (verder) te zoeken omdat dat te veel tijd zou kosten. Gegeven het koop-scenario is het feitelijk vertoonde gedrag van Dexia unlikely. De likelihood van het koop-scenario is op dit punt klein.

*Uitgaande van het leen-scenario*, waarbinnen Dexia geen bewijzen van koop heeft, mogen we juist verwachten dat Dexia alles zal doen om te verbloemen dat ze geen aandelen heeft gekocht. Het gedrag dat Dexia heeft vertoont, past hier wel goed bij. Dat levert een hoge likelihood op voor het leen-scenario.

Het door Dexia vertoonde gedrag is derhalve waarschijnlijker / more likely / meer aannemelijk uitgaande van het leen-scenario dan uitgaande van het koop-scenario. Dat houdt in dat het leen-scenario door dit feitelijk gedrag van Dexia waarschijnlijker wordt ten koste van de waarschijnlijkheid van het koop-scenario.

	koop-scenario	leen-scenario
1. AFM: De aandelen zijn geleverd, en aan de meeste leveringen gaat aankoop vooraf. (Het argument van AFM)	0	0
2. Hof: De aandelen zijn geleverd, dus ze zijn verworven	0	0
3. In de jaarverslagen staan ingeleende waardepapieren, waaronder aandelen.	—	+
4. De jaarverslagen vermelden uitgaven voor de huur dan wel lease van ingeleende waardepapieren.	—	+
5. Dexia gaf geen bewijs van aankoop en weigerde ook mee te werken aan dat bewijs omdat het — naar Dexia zei — geen tijd voor zoeken had.	—	+

*(21) Het niet-verkopen van de extra aandelen is meer likely vanuit het leen-scenario dan vanuit het koop-scenario*

Dexia beschrijft de procedure die ze bij het aanschaffen van aandelen volgde. Die bevat details die vanuit het leen-scenario veel plausibeler zijn dan vanuit het koop-scenario. Ik zal dit nu beargumenteren.

Ik begin met een citaat uit het AFM-rapport dat beschrijft hoe de koopprocedure volgens Dexia verliep:

- (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

Kortom, vóórdat de deelnemers de lease-overeenkomst hadden getekend, maakte Dexia een schatting van het aantal aandelen dat ze denkt te hebben. Dat is begrijpelijk op beide scenario's. Dexia ging er daarbij vanuit dat een bepaald percentage van de geïnteresseerden uiteindelijk niet zou gaan tekenen. Dexia ging vervolgens voortvarend te werk: nog vóórdat de deelnemers hadden getekend, had Dexia de aandelen al in huis. Dexia gaf aan goed te kunnen schatten, maar desondanks had ze bij tijd en wijle — zo geeft ze toe — te veel aandelen in huis gehaald. In plaats van die extra aandelen direct te verkopen, werden die aandelen 'overgeboekt naar een zogeheten 'management account' op naam van Dexia'. Indien later eens meer overeenkomsten geretourneerd werden dan Dexia vooraf had ingeschat, en er dus meer aandelen nodig waren, werd het tekort aan aandelen vanuit de management account aangevuld. Dus in plaats van de kostbare aandelen te verkopen, werden ze bewaard voor het geval later door Dexia te weinig aandelen waren aangeschaft vanwege een onderschatting van het aantal mensen dat de lease-overeenkomst aanging.

Gezien vanuit het koop-scenario is deze procedure onaannemelijk/onwaarschijnlijk. Waarom zou Dexia de aandelen reeds *van tevoren* hebben aangeschaft met het *onnodig* risico een nodeloze investering te hebben gemaakt? Wanneer Dexia enkele dagen met de aanschaf had gewacht — tot na de sluiting van die tranche van leaseproducten —, had ze precies geweten hoeveel aandelen er nodig waren. In dat geval was er ook geen management fonds nodig om bij te lage inschattingen in te grijpen. Simpler en goedkoper.

Vanuit het leen-scenario is de procedure echter goed te begrijpen. Gehuurde aandelen zijn in verhouding heel goedkoop, en de aandelen waren toch al *en masse* ingehuurd. Men kon daarom meteen starten. Een schatting was genoeg omdat een fout bij de schattingen weinig kostte.

Kortom, vanuit het leen-scenario is het Dexia-gedrag aannemelijker dan vanuit het koop-scenario. Het leen-scenario wint verder aan waarschijnlijkheid ten koste van het koop-scenario.

	koop-scenario	leen-scenario
1. AFM: De aandelen zijn geleverd, en aan de meeste leveringen gaat aankoop vooraf. (Het argument van AFM)	0	0
2. Hof: De aandelen zijn geleverd, dus ze zijn verworven	0	0
3. In de jaarverslagen staan ingeleende waardepapieren, waaronder aandelen.	—	+
4. De jaarverslagen vermelden uitgaven voor de huur dan wel lease	—	+

van ingeleende waardepapieren.		
5. Dexia gaf geen bewijs van aankoop en weigerde ook mee te werken aan dat bewijs omdat het — naar Dexia zei — geen tijd voor zoeken had.	—	+
6. De procedure die Dexia bij het aanschaffen van aandelen volgde.	—	+

*(22) De onwaarschijnlijkheid dat er in 2006 geen enkel bewijs meer zou zijn van aankoop van aandelen, gegeven de grote hoeveelheid aandelen en gegeven de korte tijd*

Ik vestigde de aandacht op de curiositeit dat een bankbedrijf niet de koop van aandelen zou kunnen aantonen. Andere gegevens uit de tijd werden wel aangeleverd, zonder moeite en zonder grote tijdsinvestering. Alleen de gegevens betreffende aankoop zouden niet voorradig zijn. Dit verbaast te meer omdat vanaf 2000 Dexia zelf de baas was, en het moet gaan om miljarden aan zogenaamd aangekochte aandelen.

De AFM is vol begrip:

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.<sup>42</sup>

Dat is inderdaad *mogelijk*. De vraag die we moeten stellen, is echter: hoe *waarschijnlijk* is het dat, *als* de aandelen waren gekocht — en het gaat om *hele grote aantallen* die van 1992 tot en met 2002 gekocht zouden zijn —, er geen enkel bewijs meer vindbaar zou zijn, *terwijl andere gegevens uit de tijd wel aan de AFM geleverd konden worden, en Dexia in de jaren 2001 en 2002 zelf de baas was, en het AFM-onderzoek in 2006 plaats vond?* De mensen die volgens het koop-scenario kochten, moeten daartoe opdracht hebben gekregen. Die opdrachten tot de koop moeten toch ergens geregistreerd zijn. En de bewijzen van die koop zullen toch ook vastgelegd zijn. Hoe is het mogelijk dat daarvan niets terug te vinden is, terwijl Dexia na al die jaren nog wel precies kan berekenen wat de rest-schuld is die hun verschillende klanten moeten terugbetalen. Uitgaande van het koop-scenario is het onwaarschijnlijk/onaannemelijk dat Dexia niet zou kunnen aantonen, op een of andere manier, dat ze aandelen gekocht hebben! Uitgaande van het leen-scenario is dit echter wel waarschijnlijk. Het niet kunnen aanleveren van de aankoop-bewijzen is aldus aanzienlijk waarschijnlijker vanuit het leen-scenario dan vanuit het koop-scenario. Ook dit vergroot de waarschijnlijkheid van het leen-scenario ten koste van de waarschijnlijkheid van het koop-scenario.

	koop-scenario	leen-scenario
1. AFM: De aandelen zijn geleverd, en aan de meeste leveringen gaat aankoop vooraf. (Het argument van AFM)	0	0
2. Hof: De aandelen zijn geleverd, dus ze zijn verworven	0	0
3. In de jaarverslagen staan ingeleende waardepapieren, waaronder aandelen.	—	+
4. De jaarverslagen vermelden uitgaven voor de huur dan wel lease van ingeleende waardepapieren.	—	+
5. Dexia gaf geen bewijs van aankoop en weigerde ook mee te werken aan dat bewijs omdat het — naar Dexia zei — geen tijd voor zoeken had.	—	+
6. De procedure die Dexia bij het aanschaffen van aandelen volgde.	—	+
7. De onwaarschijnlijkheid van het niet kunnen aanleveren van aankoopbewijzen vanuit het koop-scenario.	—	+

### **(23) CONCLUSIE**

<sup>42</sup> AFM-rapport, p. 38.

Het hof achtte het verweer dat de aandelen niet waren aangekocht, dermate belangrijk dat ze de AFM een onderzoeksoopdracht gaf om te achterhalen of de Dexia-aandelen gekocht waren. Wanneer de aandelen niet gekocht waren, zou Dexia bij koersverlies op de aandelen dus ook geen verlies hebben geleden, met als consequentie dat 'afnemers van de leaseproducten niet zouden hoeven op te draaien voor verliezen door koersdalingen'.<sup>43</sup> Het 'zou [in dat geval] verdedigbaar zijn dat een (slechts) gedeeltelijke vergoeding van door beleggers in de vorm van restschulden geleden schade niet redelijk is'.<sup>44</sup>

Het letterlijk opgedragen onderzoek draait derhalve om de vraag van het gerechtshof of er gekocht is. *Qua waarheidsvinding* is het echter nodig het onderzoek via alternatieve scenario's op te zetten. Alleen dan kunnen we een goed geïnformeerd antwoord op de gestelde vraag verwachten. Naast het koop-scenario is er een leen-scenario en een optie-scenario. Omdat de AFM heeft vastgesteld 'dat de bijschrijving van aandelen op de betreffende depotrekening(en) bij RBC Dexia overeenkomt met de omvang en samenstelling van de gegenereerde verzamelorders',<sup>45</sup> heb ik het optie-scenario vanaf het begin buiten beschouwing gelaten. Dit vooronderstelt de juistheid van de claim van de AFM.

De AFM beperkt zich in haar rapport tot het koop-scenario. (Uit zichzelf noemt de AFM nooit de term 'lenen'.) Ze kon daarom de vraag 'Zijn de aandelen aangekocht?' niet adequaat beantwoorden, omdat ze de alternatieven niet bij haar analyse heeft betrokken. Het beantwoorden van de vraag 'Zijn de aandelen aangekocht?' was verder een probleem, omdat Dexia zich verwaardigde geen tijd te hebben voor het zoeken naar de aankoopbewijzen. Het waarschijnlijkheidsargument van de AFM dat het niet-aanleveren van aankoopbewijzen door Dexia moest compenseren, is invalide. De autoriteit ging uit van een ongecompliceerde referentieklassie van alle leveringen. Gegeven het onderzoek zelf [kopen of niet-kopen] mag er niet zonder meer van uitgegaan worden dat de Dexia-aandelen gelijksoortig zijn aan de doorsnee-aandelen die geleverd werden. Dat staat juist ter discussie. Daarnaast geeft de post ingeleende en uitgeleende waardepapieren en aandelen in de jaarverslagen van Dexia extra informatie die noopt tot een specifiekere referentieklassie.

Het hof dacht sneller tot de conclusie te kunnen komen door uit *het geleverd-zijn van de aandelen* af te leiden dat de *aandelen verworven waren*. Door *verworven-zijn* gelijk te stellen aan *gekocht-zijn*, meende het hof de conclusie te mogen trekken dat de geleverde aandelen gekocht waren. Ook dit argument is invalide. Het is afhankelijk van de ambiguïteit waarmee het hof de term *verworven-zijn* gebruikt. Het ene moment gebruikt het hof *verworven-zijn* als synoniem van *verkregen-zijn*. In dat geval volgt uit het geleverd-zijn van de aandelen dat ze *verworven=verkregen zijn*. (Maar verkregen aandelen behoeven niet gekocht te zijn.) Het andere moment gebruikt het hof *verworven-zijn* als synoniem van *gekocht-zijn*. In deze betekenis volgt uit het *geleverd-zijn* niet het *verworven-zijn=gekocht-zijn*. De AFM zelf geeft voorbeelden van geleverde aandelen die niet gekocht zijn, bijvoorbeeld geleverd via schenking. Dexia voegt in haar jaarverslag van 1992 het voorbeeld toe van verkregen aandelen die zijn ingeleend. Het hof gaat voorbij aan de ambiguïteit in zijn gebruik van *verworven-zijn* en heeft de voorbeelden van geleverde maar niet gekochte aandelen kennelijk niet opgemerkt. Het argument van het hof faalt.

De AFM vatte haar taak zeer letterlijk op: uitzoeken of aandelen van Dexia aangekocht waren. Informatie die een alternatief scenario zoals het leen-scenario versterkte, werd

---

<sup>43</sup> Hof Amsterdam, Arrest, Inhoudsindicatie: Letterlijk: 'Volgens deze redenering heeft Dexia op de aankoop van die aandelen dus ook geen verlies geleden en zouden afnemers van de leaseproducten niet hoeven op te draaien voor verliezen door koersdalingen.'

<sup>44</sup> Hof Amsterdam, Arrest, overweging 6.13. Zin ingekort.

<sup>45</sup> AFM-rapport, pp. 18-19.

stelselmatig niet vermeld. Die informatie is er wel. We hebben vijf stukken bewijsmateriaal gezien die elk voor zich het leen-scenario waarschijnlijker maken dan het koop-scenario.

— De jaarverslagen 1992 tot en met 2002 vermelden grote hoeveelheden ingeleende waardepapieren.

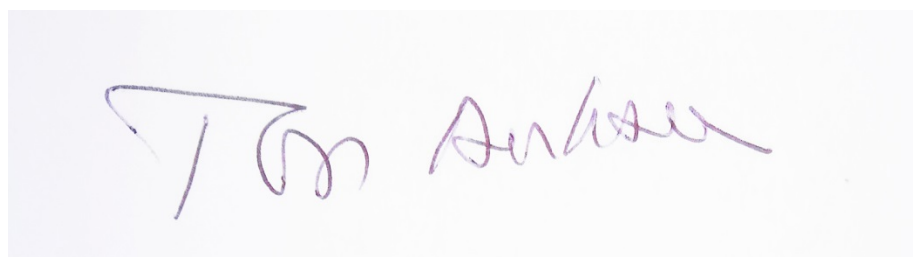
— De jaarverslagen vermelden de bedragen van de huur, hoogst waarschijnlijk voor de huur van die geleende aandelen.

— Het gedrag van Dexia bij het onderzoek van de AFM, te weten het niet-meewerken en het zich beroepen op het excuus dat zoeken te veel tijd zou kosten, terwijl Dexia, gezien de insteek van het hof, er alle belang bij had om de koopbewijzen over te leggen.

— Het gedrag van Dexia bij de vermeende aankoop van aandelen, te weten al kopen voordat ze weet hoeveel deelnemers er zullen zijn, niet verkopen van de aandelen die ten onrechte zijn aangekocht.

— Uitgaande van het koop-scenario is het, gezien de grote hoeveelheid aandelen die Dexia zelf in haar "eigen" jaren 2001 en 2002 volgens het koop-scenario aangekocht moet hebben onwaarschijnlijk dat in 2006 geen enkel bewijs gevonden kon worden, terwijl andere informatie uit de tijd wel aangeleverd is. Vanuit het leen-scenario is dit te verwachten. Het leen-scenario wint het weer van het koop-scenario.

Ik concludeer: er is niets dat voor het aankoop-scenario pleit, en alles pleit voor het leen-scenario. Het aanwezige bewijsmateriaal maakt het leen-scenario derhalve hoogstwaarschijnlijk.

A handwritten signature in purple ink that reads "Tom Ankers". The signature is written in a cursive style on a light-colored background.