

# Rechters kijken niet goed naar risico's aandelenlease

Simplistische visie op beurs doet afbreuk aan ernst van waarschuwingen tegen overwaardering in jaren negentig

Eduard Bomhoff

In de vijftienduizend nog lopende processen over aandelenlease van Dexia en Bank Labouchere komen intussen uitspraken in hoger beroep. Stichting Leaseproces nodigde me uit om daarover te spreken op een massabijeenkomst voor gedupeerden in de Jaarbeurs in Utrecht. Er staan nog veel schrijvende zaken open, bij voorbeeld van een gepensioneerde alleenstaande verpleegkundige die was misleid door de term sparen, iedere maand haar f 250 inleg overmaakte en eindigde met een restschuld van € 8000.

Mijn introductie bij de duizend aanwezigen was een column in NRC Handelsblad uit 1998 waarin ik waarschuwde tegen de agressieve propaganda voor de roekeloze winstverdriubbelaar en soortgelijke gokproducten. Ik schreef daarover toen ook naar president Welink van de Nederlandsche Bank maar die stuurde een kluitje in het riet terug: de winstverdriubbelaar was geen beleggingsfonds. Maar Labouchere was een bank en in het verleden heeft DNB hard ingegrepen bij banken (denk aan de verwijdering van Ton Jongbloed bij Staal Bankiers) wanneer daar iets gebeurde wat niet beviel. Een hartig woord met topman Chris Bierman bij Labouchere was natuurlijk mogelijk geweest.

Gerechtshoven in Den Bosch en Amsterdam lezen de kleine letters van Dexia-brieven en advertenties en merken op dat die toch attendeerden op de risico's. De rechters missen dan de koeienletters bovenaan brief of advertentie, en die beloofden niet 'maak kans op een mooie prijs' — zoals bij de Staatsloterij — maar botweg 'ontvang zoveel gulden'. Bij de drogist zijn er regels voor de kleine letters in de bijsluiters, maar ook voor de grote letters op de verpakking. Nog niet zo bij beleggingen. Een urgente taak voor de wetgever en de toezichthouders en onbegrijpelijk dat die twee gerechtshoven niets opmerken over het contrast tussen de kleine waarschuwingen en de grote valse beloftes.

**Rechters gingen niet na op propaganda van Dexia representatief was voor sfeer onder professionals**



Fout zijn de hoven ook in hun stelling dat alle aandelenproducten riskant zijn en dat Dexia daarom niet kwam met een lease die essentieel riskanter was dan andere producten op de beurs. Er waren drie grote punten van verschil die de hoven misten. Eén: bij bevoorschotting van een portefeuille is het krediet gelimiteerd tot 50% of 70% van de waarde. Bij Dexia werden de aandelen gehuurd, niet gekocht, en was de leverage zo'n 700% van de jaarlijkse storting. Twee: contracten konden niet tussentijds worden opgeheven. Ten slotte: er was bij Dexia geen stop loss mechanisme. Een effectenhuis gaat automatisch verkopen wanneer de portefeuille gevaarlijk in waarde daalt en met geleend geld is gefinancierd. Dexia hield de klanten aan de ketting tot aan

het einde van de rit en presenteerde dan de restschuld.

Misschien de grootste fout van de twee gerechtshoven is hun simplistische kijk op de koersen van de beurs. De rechters menen dat niemand kon voorzien dat de beurs zo zou dalen in 2001 en dat de gemiddelde stijging vanaf 1998 of 1999 (ingangjaar van drie- of vijfjarige producten van veel gedupeerden) toch heel goed de 8% of 9% had kunnen zijn die de beurs de afgelopen eeuw had laten zien.

Kijken we naar de beurs vanuit het perspectief en met de kennis van 1998, dan waren er vier redenen om heel huiverig te zijn. Bloomberg, bij voorbeeld, publiceerde ook toen een dagelijks overzicht van de hoofdthema's en vanaf einde 1996 was overwaardering zo'n

hoofdthema in de samenvatting van het beursklimaat. Niet eerder, maar ongeveer om de dag in 1997, 1998 en 1999. Dat was al een waarschuwing. Al tien jaar eerder schreef Nobelprijswinnaar Eugene Fama dat een dividendrendement van minder dan 3% een betrouwbare voorspeller was van een vlakke of zelfs negatieve beurs in de drie tot vijf jaar daarna. Nobelprijswinnaar Shiller schreef ook in 1988 en herhaaldelijk daarna dat zijn tienjaars gemiddelde van de koerswinstverhouding bij een waarde van meer dan 30 ook een voorbode was van een beurs die zou gaan dalen. Die twee wetenschappelijke rode signalen waren uitvoerig aan de orde gekomen in meer populaire tijdschriften zoals het Journal of Portfolio Management. Ten slotte was er topbelegger Warren Buffett die waarschuwde voor een slechte beurs wanneer de verhouding tussen beurskapitalisatie en bruto binnenlands product extreme waarden ging aannemen.

De rechters hadden moeten nagaan of de propaganda van Dexia representatief was voor de stemming onder professionals ter beurse. De hoven hebben op drie punten niet goed gekeken: aandelenlease was gevaarlijker dan gewoon beleggen met geleend geld, de Dexia-producten hadden geen stop-loss regeling en als het slechtste scenario nog steeds voorziet in 6% jaarlijkse koersstijging is dat niet representatief voor goed geïnformeerde visies op de beurs wanneer het dividendrendement lager is dan 3%, de koerswinstverhouding hoger dan 30 en de beurs overloopt van geruchten over overwaardering.

Veel zaken zijn intussen behoorlijk geschikt door lagere rechters, maar het viel me niet mee hoe weinig precies de rechters in Den Bosch en Amsterdam in hoger beroep keken naar Dexia. Wat meer eigen of ingehuurde deskundigheid was op z'n plaats geweest, nu zo veel Nederlanders echt pijnlijk zijn gedupeerd.

Eduard Bomhoff is hoogleraar economie aan Monash University in Kuala Lumpur.

