



**Autoriteit
Financiële Markten**

Rapport

Aandelenlease

ten behoeve van de minister van Financiën

Amsterdam
23 oktober 2003
kenmerk: 0309-060m



1 Inleiding

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is als gevolg van de herinrichting van het financiële toezicht per 1 maart 2002 de opvolger van de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE). De STE is in 1989 gestart met het toezicht op het effectenverkeer. De AFM houdt naast voornoemd toezicht sinds 1 maart 2002 toezicht op het gedrag van partijen in de gehele financiële marktsector in Nederland. De doelstellingen van de AFM zijn: het bevorderen van de toegang tot de financiële markten, het bevorderen van de adequate werking van de financiële markten, en het borgen van het vertrouwen in de financiële markten. Met het gedragstoezicht wil de AFM een bijdrage leveren aan het goed functioneren van de financiële markten.

Gebleken is dat aandelenleaseproducten veel maatschappelijke onrust hebben veroorzaakt, hetgeen zijn weerslag heeft gehad op het publieke vertrouwen in de financiële markten. In het Algemeen Overleg van de Vaste Commissie voor Financiën van de Tweede Kamer op 18 juni 2003 heeft de minister van Financiën medegedeeld dat de AFM naar verwachting in september met een rapport over aandelenlease komt. Daarbij heeft hij tevens aangegeven dat hij binnen de grenzen van de Europese wetgeving erop zou aandringen dat zoveel mogelijk informatie in geobjectiveerde vorm beschikbaar komt. In dit kader informeert de AFM de minister voor zover mogelijk over de bevindingen en conclusies naar aanleiding van de door de AFM verrichte onderzoeken naar aanbieders van aandelenleaseproducten. Deze onderzoeken richtten zich in het bijzonder op de naleving van de zorgplicht die geldt voor deze aanbieders.

Deze rapportage beschrijft ook het formele traject waarin de AFM zich bevindt met aanbieders van aandelenleaseproducten in het licht van mogelijke overtreding van de effectenregelgeving. Hiervoor verwijzen wij naar paragraaf 7.1. Omwille van de geldende geheimhoudingsbepalingen, zoals genoemd in paragraaf 4, worden geen uitspraken gedaan over individuele aanbieders.

2 Structuur rapport

Dit rapport kent de volgende indeling. Na de samenvatting en conclusies in paragraaf 3 worden in paragraaf 4 de beperkingen van deze rapportage weergegeven. Vervolgens wordt in paragraaf 5 ingegaan op de verschillende oorzaken van de ontstane situatie rond aandelenlease. Na een uiteenzetting van de aanleiding en de scope van de door AFM verrichte onderzoeken naar de naleving van de zorgplicht door aanbieders van aandelenleaseproducten in paragraaf 6, wordt in paragraaf 7 een algemene beschrijving gegeven van handhavingsmaatregelen en van constatering uit de verschillende onderzoeken. Van dit rapport maken voorts drie bijlagen deel uit: chronologie van de relevante wetgeving, productkenmerken aandelenlease en het in oktober 2002 door de AFM gepubliceerde rapport "Aandelenlease: niet bij rendement alleen".



3 Samenvatting en conclusies

In het algemeen luidt de conclusie dat in het merendeel van de onderzochte gevallen aanbieders van aandelenleaseproducten één of meerdere aspecten van de zorgplicht niet, of onvoldoende hebben nageleefd. Deze aspecten worden uitgebreid besproken in paragraaf 7.

De AFM heeft in de periode 1999-2002 een aantal onderzoeken naar de naleving van de zorgplicht door aanbieders van aandelenleaseproducten uitgevoerd. De in de afzonderlijke onderzoeken betrokken onderwerpen zijn op basis van een op risico-analyse gebaseerde controlestrategie van de AFM verschillend qua scope, diepgang en onderzoeksperiode.

De onderzoeken van de AFM naar de naleving van de zorgplicht door aanbieders van aandelenleaseproducten kennen uiteenlopende afzonderlijke bevindingen.

4 Beperkingen

Deze rapportage kent beperkingen die hiernavolgend zijn omschreven.

4.1 Grondslag voor openbaarmaking

Op grond van artikel 31, eerste lid, Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) worden gegevens en inlichtingen die ingevolge het bij of krachtens deze wet bepaalde omtrent afzonderlijke ondernemingen of effectenininstellingen zijn verstrekt of zijn verkregen niet gepubliceerd en zijn deze geheim. Deze formulering brengt met zich dat alle gegevens en inlichtingen, ongeacht hun aard, onder de geheimhoudingsplicht vallen. De wet voorziet in een zogenaamd gesloten systeem van geheimhouding; slechts in de wet zelf worden de uitzonderingen op de geheimhoudingsplicht opgesomd. Gelet op de huidige stand van de wetgeving is alle verstrekte en verkregen informatie omtrent aanbieders van aandelenleaseproducten geheim. Noodzakelijkerwijs vallen de bevindingen van de AFM over afzonderlijke ondernemingen of effectenininstellingen in principe onder de reikwijdte van de geheimhoudingsplicht.

Een uitzondering die de Wte 1995 noemt, is artikel 31, vijfde lid. Daarin is opgenomen dat de AFM, in afwijking van het eerste en tweede lid, met gebruikmaking van gegevens en inlichtingen verkregen bij de vervulling van de haar ingevolge deze wet opgedragen taak, mededelingen kan doen mits deze niet kunnen worden herleid tot afzonderlijke ondernemingen en effectenininstellingen.

Niets uit deze rapportage is herleidbaar tot afzonderlijke ondernemingen of effectenininstellingen, noch mag als zodanig worden geïnterpreteerd.

4.2 Scope en diepgang onderzoeken

In de afgelopen periode zijn bij een aantal aanbieders afzonderlijke onderzoeken naar de naleving van één of meer zorgplichtaspecten bij aandelenleaseproducten verricht. Deze onderzoeken zijn op basis van een op risico-analyse gebaseerde controlestrategie van de AFM qua scope, diepgang en onderzoeksperiode van elkaar afwijkend. Dit heeft tot gevolg dat niet alle aspecten van de zorgplicht bij alle aanbieders van aandelenleaseproducten zijn onderzocht.



5 Oorzaak van de ontstane situatie rond aandelenlease

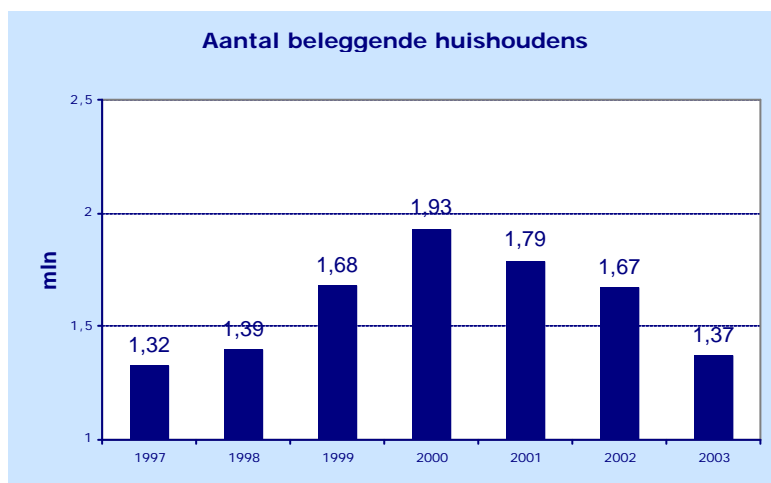
5.1 Inleiding

Aandelenleaseproducten hebben vanaf midden jaren negentig een grote populariteit gekend. Op het hoogtepunt van de markt stonden er ca. 700.000 contracten uit met een contractwaarde van ca. €6,5 miljard, voornamelijk bij particuliere beleggers. Aan de populariteit is met de kentering van de aandelenkoersen eind 2000 een abrupt einde gekomen. Veel bezitters van aandelenleaseproducten zijn geconfronteerd met een restschuld of hebben de verwachting met een restschuld te blijven zitten aan het eind van de looptijd. Een aantal factoren hebben naar de mening van de AFM een oorzakelijk verband met de ontstane situatie rond aandelenlease. Onderstaand zijn deze weergegeven.

5.2 Marktontwikkelingen

Ten tijde van de hausse in de verkoop van aandelenleaseproducten was sprake van een zeer langdurige periode van stijgende koersen. Vanaf medio 1995 tot en met het derde kwartaal van 2000 is de AEX-index vrijwel continue gestegen. Dit is zichtbaar in de grafiek op de volgende pagina.

De opkomst van de internet- en (tele)communicatiesectoren in de financiële markten leken een nieuwe economie aan te kondigen die decennia voorspoed zou brengen. Niet alleen de heersende positieve toekomstverwachtingen, maar ook de publiciteit inzake de beleggingswinsten die werden gemaakt, gaven aanleiding tot een grote toestroom van nieuwe, veelal onervaren beleggers. Zo gaf het aantal huishoudens dat belegde in de periode 1997-2003 het volgende verloop te zien.



Bron: Centrum voor Marktanalyse

Financiële instellingen ontwikkelden nieuwe instrumenten die door nieuw aangetrokken adviseurs op de markt werden gebracht. Deze adviseurs hadden over het algemeen geen ervaring met een periode van laagconjunctuur. Het ontbrak veel van deze adviseurs aan een referentiekader om hun adviezen ook aan te doen sluiten op een mogelijk dalende markt.



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 4 van 18

Daarnaast werd in de periode van stijgende koersen de mogelijke gevolgen van het niet naleven van de zorgplicht door de effecteninstelling(en) volledig verzacht voor de cliënten door het feit dat deze tekortkomingen niet of nauwelijks negatieve financiële consequenties voor hen hadden.



Bron: Bloomberg

De koersomslag in 2000 trof niet alleen aandelenleasebezitters, maar vrijwel alle beleggers met waardedalingen van hun portefeuilles. De aandelenleasebezitters zijn daarbij nadrukkelijk geconfronteerd met het zogeheten neerwaartse hefboomeffect van leaseproducten. Daarnaast werden sommige in de leaseportefeuilles opgenomen aandelen van fondsen die in aanvang solide leken, vanwege de verslechterende marktomstandigheden extra getroffen door koersdalingen. Met name de bezitters van aandelenleaseproducten met een korte looptijd, zonder aflossing op de hoofdsom, die zijn aangeschaft in de periode 1998-2001, werden met aanzienlijke restschulden geconfronteerd.

5.3 Ontwikkelingen wettelijk kader zorgplicht

Met de inwerkingtreding van de eerste Nadere Regeling toezicht effectenverkeer (Nadere Regeling) per 31 december 1995 zijn op een aantal zorgplichtgebieden (informatieverstrekking aan beleggers en cold calling) gedragsregels van kracht geworden. Deze regels zijn in 1998, 1999 en 2001 aangevuld en, daar waar nodig, aangescherpt. Op een aantal andere zorgplichtgebieden (inwinnen cliënteninformatie, saldBewaking en margin



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 5 van 18

call) zijn in 1999 gedragsregels van kracht geworden. Onderstaand zijn enkele voorbeelden nader toegelicht. Een chronologisch overzicht van ontwikkelingen in de Nadere Regeling is als bijlage I opgenomen.

Informatieverstrekking aan beleggers / Reclame-uitingen

Vanaf december 1995 was in de wet- en regelgeving sprake van een vangnetbepaling die effecteninstituten voorschreef zich te onthouden van misleidende informatie met betrekking tot o.a. de financiële verplichtingen die voor de cliënt uit het aangaan van transacties in effecten kunnen voortvloeien. Per 1 juli 1998 is voornoemd voorschrift uitgebreid met onder meer een bepaling die de verplichte toevoeging in reclame-uitingen met de zin “..... In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst” voorschrijft. Tevens zijn concrete bepalingen van kracht geworden met betrekking tot de presentatie van rendementcijfers op basis van het verleden. Zo dient onder meer de referentieperiode vermeld te worden, dienen rendementcijfers op basis van een gemiddeld jaarrendement te worden gepresenteerd, moet een meetperiode van minimaal drie jaar worden gehanteerd en behoren gesimuleerde rendementcijfers door een accountant te worden gecertificeerd. Na deze verzwaring heeft vanaf februari 1999 nog een nadere verduidelijking plaatsgevonden van de verplichtingen met betrekking tot informatieverstrekking aan het beleggend publiek, zoals de expliciete opsomming van de tenminste schriftelijk te verstrekken informatie die nodig is voor de adequate beoordeling van de door de effecteninstituten aangeboden diensten.

Inwinnen cliënteninformatie

Met betrekking tot het inwinnen van cliënteninformatie zijn de verplichtingen waar de effecteninstituten aan dient te voldoen in de tijd nader gespecificeerd. Vanaf de inwerkingtreding van de Nadere Regeling in februari 1999, dient een effecteninstituut kennis te nemen van de financiële positie, de beleggingservaring en de beleggingsdoelstellingen van de cliënt teneinde de effectendienstverlening aan te laten sluiten bij het aldus verkregen cliëntenprofiel. Aangezien de AFM bij de uitvoering van haar toezicht constateerde dat veel effecteninstituten niet konden aantonen van hun cliënten een dergelijk profiel te hebben, is voornoemde norm nader verduidelijkt door de effecteninstituten vanaf januari 2002 te verplichten de verkregen informatie schriftelijk dan wel elektronisch vast te leggen. Daarmee is het cliëntenprofiel dat als basis dient voor de effectendienstverlening toetsbaar geworden.

Saldibewakingsplicht

Tot 1 februari 1999 is in de Nadere Regeling geen bepaling opgenomen die saldibewaking door de effecteninstituten voorschrijft. Vanaf voornoemde datum is de effecteninstituut verplicht erop toe te zien dat cliënten die posities hebben in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortkomen, voortdurend over voldoende saldi beschikken om aan de actuele verplichtingen te voldoen. Indien de cliënt over onvoldoende saldi beschikt, ziet de effecteninstituut erop toe dat de cliënt voldoende zekerheden stelt, anders zal worden overgegaan tot het sluiten van posities op zo kort mogelijke termijn. Vanaf januari 2002 is laatstgenoemde verplichting aangepast, met dien verstande dat het sluiten van posities “op zo kort mogelijke termijn” expliciet is gemaakt door deze zinsnede te vervangen door “zo spoedig mogelijk, doch uiterlijk binnen vijf werkdagen”, dit tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen.



5.4 Fiscale ontwikkelingen

Een van de aspecten die de aantrekkelijkheid van het aandelenleaseproduct bepaalde, de fiscale aftrekbaarheid van de betaalde rente, is sedert 1997 geleidelijk komen te vervallen.

Voorheen was sprake van een onbeperkte fiscale aftrek voor consumptieve rente. Vanaf het fiscale jaar 1997 is de volgende beperking aangebracht:

- 1997 beperking fiscale aftrek consumptieve rente tot fl. 10.000 (gehuwden fl. 20.000);
- 1998 tot fl. 7.500 (gehuwden fl. 15.000);
- 1999 tot fl. 5.202 (gehuwden fl. 10.404);
- 2000 tot fl. 5.291 (gehuwden fl. 10.582).

Vanaf 1 januari 2001 is de aftrekmogelijkheid van consumptieve rente geheel komen te vervallen.

Vóór de geleidelijke afschaffing van de fiscale aftrekmogelijkheid van de consumptieve rente was het aandelenleaseproduct aantrekkelijker voor consumenten in de hogere inkomensklassen. In reclame-uitingen werd de aantrekkelijkheid van het product getoond aan de hand van de fiscale inkomensschijven: hoe hoger de schijf van de inkomstenbelasting, des te hoger het getoonde rendement.

Met de afschaffing van de fiscale aftrekmogelijkheden van consumptieve rentebetalingen is de aantrekkelijkheid van het product niet langer mede bepaald door de hoogte van de renteaftrek en daarmee het inkomen van de cliënt. De aanbieders van aandelenleaseproducten richtten zich als gevolg daarvan steeds meer op een brede doelgroep.

5.5 Aard Leaseproducten

De aard van de aangeboden aandelenleaseproducten is divers. Een uitgebreide beschrijving van de kenmerken is opgenomen in Bijlage II. Onderscheidende criteria zijn onder meer:

- Producten met of zonder periodieke aflossing van de lening;
- Producten met of zonder gegarandeerde eindwaarde;
- De looptijd;
- De spreiding van de aandelenportefeuille;
- De periodieke aanschaf van aandelen, al dan niet tegen een vooraf overeengekomen koers;
- Producten met éénmalige- of periodieke betaling;
- Aandelenlease in combinatie met ander(e) financiële product(en).

Met name de combinatie van een korte looptijd zonder periodieke aflossing van de lening en een geringe spreiding van de aandelenportefeuille, leidt tot een inherent risicovol product. Vooral dit soort aandelenleaseproducten is op grote schaal aangeboden en aangeschaft.

6 Onderzoek AFM

6.1 Aanleiding tot onderzoek AFM

Op instellingen die financiële producten aanbieden die complex van aard of risicovol zijn, zoals aandelenleaseproducten, rust een grote transparantie- en zorgplicht.

Waar het gaat om de transparantie heeft de AFM in de loop der jaren kritisch gekeken naar de reclame-uitingen van aanbieders van aandelenleaseproducten. In 1998 concludeerde de AFM op basis van de beoordeling van de



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 7 van 18

reclame-uitingen van één of meer aanbieders in het licht van de toenmalige wet- en regelgeving, dat de informatie voldoende duidelijk en overzichtelijk was en de geschetste rendementen, alhoewel wellicht optimistisch, niet extreem waren.

In 1999 daarentegen constateerde de AFM dat de reclame-uitingen van één of meer aanbieders op verschillende punten niet voldeden aan de toepasselijke regels. Zo werd onvoldoende duidelijk gemaakt dat werd belegd met geleend geld en werd als benchmark de AEX index gebruikt waar in het product slechts enkele fondsen waren opgenomen. Tevens werd geen melding gemaakt van de relevante wijzigingen in de belastingwetgeving. Op basis van de gecommuniceerde bevindingen van de AFM heeft/hebben de aanbieder(s) de reclame-uitingen aangepast.

Ook in 2000 en 2001 heeft de AFM individuele reclame-uitingen beoordeeld. De AFM heeft bij herhaling geconstateerd dat één of meer aanbieders de reclameregels overtraden. Intensieve contacten met betrokken aanbieder(s) naar aanleiding van de geconstateerde tekortkomingen in de toenmalige reclame-uitingen, hebben geleid tot aanpassingen van de uitingen op de door de AFM geconstateerde punten dan wel tot het gedwongen stopzetten van desbetreffende reclame-uitingen.

Gelet op de wijze waarop aanbieders de markt benaderden, kondigde de AFM op 9 mei 2001 een breed onderzoek aan naar de reclame-uitingen van aandelenleaseaanbieders. Dit heeft onder meer aanleiding gegeven tot kritische uitlatingen van de AFM in de pers (14 december 2001 in de Telegraaf) over de te verwachten prestaties van de aandelenleaseproducten. Deze uitlatingen zijn onderbouwd en gespecificeerd in het als bijlage III toegevoegde AFM-rapport "Aandelenlease: niet bij rendement alleen". De kern van de kritiek van de AFM is nader toegelicht in paragraaf 7.2.

Begin 2002 startte de AFM een onderzoek naar naleving van de zorgplicht bij aanbieders van aandelenleaseproducten. Aanleiding voor dit onderzoek waren de bij de AFM binnengekomen klachten van cliënten over de dienstverlening van deze aanbieders. Na de aanhoudende negatieve koersontwikkelingen in 2001 was er sprake van een duidelijke stijging van het aantal klachten bij de AFM van aandelenleasebezitters. Het onderzoek richtte zich in eerste instantie op gecombineerde producten, producten waar aandelenlease gecombineerd wordt met een ander financieel product zoals een hypotheek. In maart 2002 uitte het televisieprogramma Radar kritiek op de handelwijze van één van de aanbieders van aandelenleaseproducten. De klachten hadden betrekking op het niet op de juiste koers afrekenen van cliënten bij het aan- of verkopen van het desbetreffende pakket aandelen door deze aanbieder. In een later stadium ontving de AFM grote aantallen gestandaardiseerde klachten die betrekking hadden op het mogelijk onvoldoende naleven van verschillende onderdelen van de zorgplicht door één of meer aanbieders.

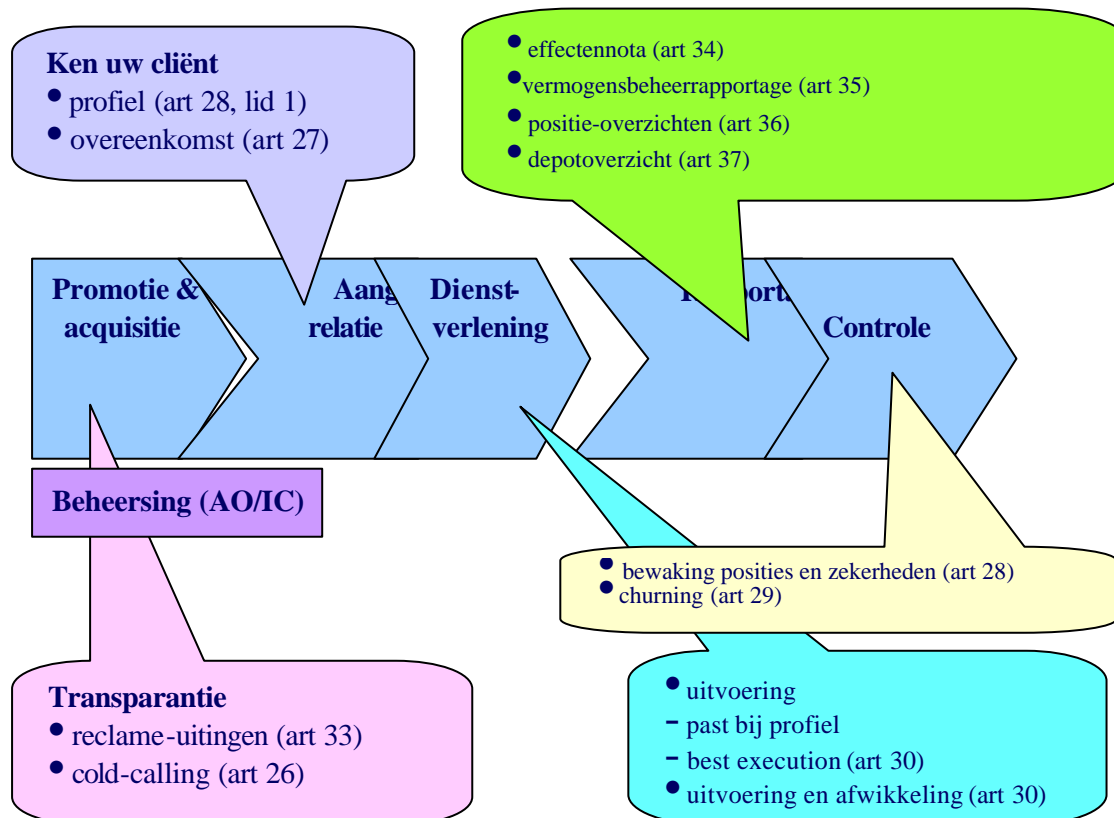
6.2 Scope en diepgang onderzoek

De AFM heeft diverse (deel)onderzoeken ingesteld bij verschillende aanbieders van aandelenleaseproducten. Doelstelling van deze onderzoeken was het vaststellen of diverse gedragsregels met betrekking tot de zorgplicht, die zijn neergelegd in de Nadere Regeling, door de aanbieders van aandelenleaseproducten in voldoende mate zijn nageleefd. Afhankelijk van de in het onderzoek betrokken aanbieder was de scope, diepgang en onderzoeksperiode verschillend. De onderzoeken waren gericht op één of meer zorgplichtaspecten bij één of meer specifieke producten. De onderzoeksperiode betrof één of enkele jaren.



Bij de uitvoering onderzoekt de AFM de samenhang tussen de verschillende zorgplichtaspecten, die verband houden met de effectendiensten van de effecteninstelling. In deze 'keten' wordt een aantal activiteiten onderscheiden. Dit zijn allereerst de promotionele activiteiten ten behoeve van (potentiële) cliënten en het aangaan van de relatie, al dan niet naar aanleiding van de promotionele activiteiten.

Daarna heeft de effecteninstelling een zorgplicht betreffende de uitvoering van de dienstverlening, de rapportage aan de cliënt over onder meer de verrichte transacties en de waarde van de portefeuille, alsmede de controle door de effecteninstelling op de saldi- en marginverplichtingen. Als schil rondom deze activiteiten ligt het geheel van beheersingsmaatregelen dat verankerd is in de administratieve organisatie en het stelsel van interne controle maatregelen. Hieronder is de 'keten' met een aantal van de betrokken artikelen uit de Nadere Regeling schematisch weergegeven.



7 Uitkomsten onderzoek AFM

In paragraaf 7.1 wordt eerst nader ingegaan op het handhavingsinstrumentarium van de AFM. Aan de hand van de voornoemde fases met betrekking tot de zorgplicht en de op dat moment van toepassing zijnde Nadere Regeling, zijn in paragrafen 7.2 tot en met 7.7 de tekortkomingen weergegeven die zijn geconstateerd bij één of meer aanbieders.



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 9 van 18

7.1 Handhaving

Indien de AFM vaststelt dat een effectenininstelling de gestelde gedragsregels niet naleeft, heeft de AFM de mogelijkheid handhavingsmaatregelen jegens betrokken effectenininstelling te treffen. Zo kan de AFM bij niet naleving van regels daarop de aandacht vestigen van de betrokken effectenininstelling en zonodig de effectenininstelling een aanwijzing geven om binnen een gestelde termijn een bepaalde gedragslijn te volgen. Daarnaast kan de AFM sedert 1 januari 2000 door tussenkomst van de “boetefunctionaris” besluiten om de effectenininstelling een boete dan wel een last onder dwangsom op te leggen. De AFM kan -kort gezegd- deze boete en/of dwangsom publiceren. De AFM kan voorts besluiten een “stille curator” aan te stellen of de vergunning in te trekken, voor zover het een effectenininstelling niet zijnde een kredietinstelling betreft.

Opgemerkt dient te worden dat de verschillende onderzoeken in diverse stadia van afronding verkeren. Gelet op de ernst van de geconstateerde overtredingen heeft de AFM met betrekking tot één of meer aanbieders handhavingsmiddelen ingezet. Omwille van eerder genoemde geheimhoudingsplicht kan niet op de concrete handhavingsmaatregelen jegens afzonderlijke aanbieders worden ingegaan.

7.2 Promotie en acquisitie; Transparantie

De voornaamste wettelijke verplichtingen waar effectenininstellingen uit hoofde van promotie en acquisitie aan dienen te voldoen zijn neergelegd in artikel 26 (verbod op cold calling) en 33 (transparantie van reclame-uitingen) Nadere Regeling.

De bevindingen en conclusies met betrekking tot het onderzoek naar reclame-uitingen zijn door de AFM verwoord in het rapport “Aandelenlease: niet bij rendement alleen”, dat in oktober 2002 is gepubliceerd. De meest relevante conclusies uit dit rapport zijn:

- De aanbieders spiegelen in hun reclame-uitingen de te verwachten rendementen van aandelen te hoog voor. Het is realistischer om uit te gaan van een rendement voor aandelen op de lange termijn van 8%.
- Door het afschaffen van de aftrekbaarheid van consumptieve rente is het risicoprofiel van het product verslechterd. Dat kwam te weinig in de advertenties tot uitdrukking.
- In de jaren negentig waren de omstandigheden op de aandelenmarkten zeer goed. De koersen stegen met tientallen procenten per jaar. De in de advertenties gehanteerde voorbeeldpercentages ten aanzien van rendement, die op een periode van vijf jaar historie waren gebaseerd, waren soms 15% of hoger. Alhoewel deze cijfers feitelijk juist zijn, is het de vraag of deze zonder meer doorgetrokken kunnen worden naar de toekomst, aangezien er sprake was van een historisch gezien zeer gunstige periode.
- In de advertenties wordt ten aanzien van risico te weinig nadrukkelijk gewezen op de kans op dalende koersen. Niet alleen de winsten kunnen door aandelenlease een impuls krijgen, dat geldt ook voor de verliezen. De klant kan bij bepaalde producten met een restschuld blijven zitten. Na een aantal zeer goede jaren neemt de kans op minder goede rendementen toe.

Naast voornoemde conclusies heeft de AFM bij de in 2002 verrichte onderzoeken vastgesteld dat:

- in weerwil van de strenger wordende regels ter zake van reclame-uitingen diverse reclame-uitingen minder transparant en in voorkomende gevallen op bepaalde onderdelen zelfs misleidend zijn geworden, op grond waarvan potentiële cliënten zich geen evenwichtig beeld konden vormen van het product en de daarmee samenhangende risico's; en



- één of meer aanbieders gebruik maakten van zogenaamde “call-centra”. De AFM heeft geconstateerd dat één of meer van deze call-centra potentiële cliënten telefonisch hebben benaderd om hen te bewegen aandelenleaseproducten te kopen, zonder dat betrokken cliënten hiervoor uitdrukkelijk schriftelijk toestemming hebben gegeven. Dergelijke directe verkooptechnieken via de telefoon konden ertoe leiden dat potentiële cliënten, zonder een goede afweging te kunnen maken van het aanbod, hebben besloten tot aankoop van een aandelenleaseproduct.

7.3 Aangaan relatie; Ken uw cliënt

Met betrekking tot deze schakel in de zorgplichtketen zijn met name de artikelen 27 (cliëntenovereenkomst) en 28 lid 1 (cliëntenprofiel) van de Nadere Regeling van belang.

- De AFM heeft vastgesteld dat door één of meer aanbieders bij het aangaan van de contractuele relatie onvoldoende invulling is gegeven aan het opmaken van het cliëntenprofiel. Zo is er verzuimd voldoende kennis te nemen van de beleggingervaring en de beleggingdoelstelling van de cliënt. De informatie met betrekking tot de financiële positie van de cliënt is door één of meer aanbieders primair ten behoeve van de reductie van het kredietrisico van de aanbieder(s) opgevraagd, en niet teneinde het cliëntenprofiel vast te stellen. De AFM is van mening dat een groot deel van de verkochte aandelenleaseproducten als zeer risicovol kwalificeert. Dit houdt onder meer in dat het product slechts voor een specifieke groep beleggers geschikt is, namelijk beleggers die een hoge mate van risico accepteren en die de financiële gevolgen van een negatieve koersontwikkeling (de restschuld) kunnen dragen. Door tekortschietende dan wel ontbrekende cliëntenprofielen hebben aanbieders zich op het moment van aangaan van de relatie met hun cliënt onvoldoende kunnen vergewissen dat de aangeboden aandelenleaseproducten aansloten bij de wensen, verwachtingen en financiële mogelijkheden van de cliënten.
- Bij één of meer aanbieders is geconstateerd dat in de aandelenlease-overeenkomst, die ten grondslag ligt aan de dienstverlening, de rechten en verplichtingen van de cliënt onvoldoende duidelijk zijn vastgelegd. Zo zijn bijvoorbeeld de omstandigheden waaronder de overeenkomst kan worden ontbonden en de consequenties daarvan voor de cliënt (boete, c.q. restschuld) in één of meer gevallen onvoldoende duidelijk weergegeven.

7.4 Dienstverlening; uitvoering

Op deze fase in de zorgplichtketen zijn met name artikel 28 lid 1 (cliëntenprofiel) en 30 (uitvoering en afwikkeling, best execution) van de Nadere Regeling van toepassing.

- Gegeven de geconstateerde tekortkomingen met betrekking tot het inwinnen van informatie om een cliëntenprofiel op te stellen, was het voor één of meer aanbieders niet goed mogelijk na te gaan of de dienstverlening (in casu het aandelenleaseproduct) aansluit bij het profiel en daarmee bij de wensen van de cliënt.
- De AFM heeft geconstateerd dat één of meer aanbieders de cliënten niet tegen de beste prijs heeft/hebben afgerekend. In deze gevallen wijkt de prijs waartegen de cliënten werden afgerekend in ongunstige zin af van de daadwerkelijke beurskoers(en) op de betreffende dag. Deze doorbreking van de best-execution regel leidt tot een direct financieel nadeel voor de aandelenleasecliënt.

7.5 Rapportage; transparant en inzichtelijk

Met name de artikelen 34 tot en met 37 Nadere Regeling (effectennota, vermogensbeheerrapportage, positie-overzichten en depotoverzichten) zijn hier van belang.



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 11 van 18

- De AFM heeft geconstateerd dat één of meer aanbieders, in plaats van maandelijks, de cliënten op jaarbasis voorzagen van een positie-overzicht. Hierdoor zijn de aandelenleasecliënten onvoldoende in staat gesteld zich een adequaat beeld te vormen van de waardeontwikkeling van hun portefeuille.

7.6 Controle

In de artikelen 28 leden 3 en 4 Nadere Regeling zijn nadere regels gesteld ten aanzien van de bewaking van posities en zekerheden.

- Door het aangaan van een aandelenlease-overeenkomst gaat de cliënt een positie aan in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortkomen. Hij koopt immers aandelen en daarmee neemt hij een positie in (de cliënt bezit aandelen waarover hij een koersrisico loopt). Doordat hij tegelijkertijd een afbetalingsregeling sluit, vloeien uit die positie verplichtingen voort. Gedurende de looptijd van de aandelenlease-overeenkomst kan een (oplopend) beleggingsverlies ontstaan, te weten een (oplopend) negatief verschil tussen de verwachte opbrengst van het pakket aandelen en het restant van de hoofdsom van de lening. Na betaling van alle rentetermijnen, danwel bij tussentijdse beëindiging van de overeenkomst door de cliënt, kan deze zodoende een (aanzienlijke) restschuld overhouden.

De in artikel 28 lid 3 en 4 Nadere Regeling opgenomen gedragsregels behelzen de geboden voor instellingen om er, in het belang van hun cliënten, op toe te zien dat deze over voldoende saldi beschikken ter nakoming van hun financiële verplichtingen en, indien nodig, aanvullende zekerheden te vragen of zo spoedig mogelijk door de cliënt ingenomen posities te sluiten indien geen aanvullende zekerheden kunnen worden verstrekt. Deze gedragsregels vormen derhalve een nadere invulling van het bepaalde in artikel 24 van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995, welk artikel haar grondslag vindt in artikel 11 van de Wte 1995.

Gebleken is dat veel aanbieders van effectenleaseproducten in het verleden van de veronderstelling zijn uit gegaan dat de bepalingen van artikel 28, leden 3 en 4 Nadere Regeling niet van toepassing zouden zijn in geval van effectenlease-overeenkomsten. Gelet daarop heeft de AFM in augustus 2002 via haar nieuwsbrief "Inzicht" op de reikwijdte en toepasselijkheid van dit artikel gewezen.

Onlangs heeft de AFM op grond van artikel 11 lid 3 van de Wte 1995 aan één of meer aanbieders van aandelenleaseproducten op verzoek een ontheffing van de saldibewakingsplicht verleend. De AFM acht naleving van de saldi-bewakingsplicht onder de huidige omstandigheden niet in het belang van de beleggers, mede gegeven het feit dat een groot aantal van hen inmiddels in een aanmerkelijke schuldpositie verkeert en een grote som geld zou moeten bijstorten om aan hun verplichtingen te voldoen.

Voor alle nieuw af te sluiten aandelenlease-overeenkomsten is de saldibewakingsplicht van toepassing.

7.7 AO/IC

Bijlage 4 van de Nadere Regeling bevat in aanvulling op artikel 24 nadere regels voor de administratieve organisatie en het systeem van interne controle (ao/ic) voor een effecteninstituting. De bescherming van beleggers en de complexiteit van het aandelenleaseproduct stelt hoge eisen aan de ao/ic.

- Bij één of meer aanbieders is vastgesteld dat de ao/ic in het algemeen ontbrak dan wel qua opzet, bestaan en/of werking gebrekkig was. Hierdoor kan/kunnen de betreffende aanbieder(s) niet of onvoldoende

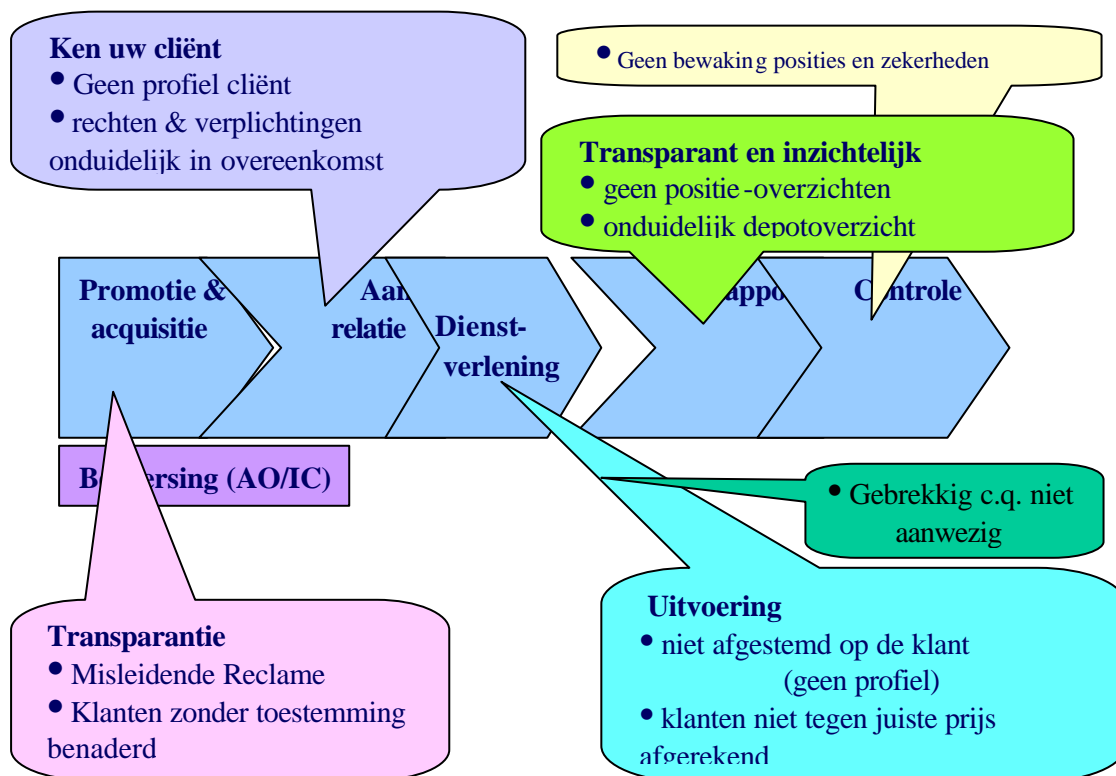


aannemelijk maken dat de beheersing van de zorgplichtaspecten met betrekking tot de aandelenleasecliënten voldoende in de bedrijfsvoering is geborgd.

- De AFM heeft vastgesteld dat een adequate klachtenregistratie dan wel klachtenprocedure bij één of meer aanbieders ontbrak. Hiermee is door de betrokken aanbieder(s) het belang van de cliënten onvoldoende in acht genomen.
- De AFM heeft bij één of meer aanbieders vastgesteld dat de aan- en verkoopprocedure met betrekking tot de onderliggende aandelen van het aandelenleaseproduct niet voldeed aan de daaraan te stellen eisen uit hoofde van bijlage 4 bij de Nadere Regeling. Hierdoor is niet gewaarborgd dat de orders uit hoofde van het aandelenleaseproduct tijdig en tegen de juiste koers zijn uitgevoerd.

Onderstaand zijn schematisch de belangrijkste uitkomsten uit de onderzoeken in het licht van de ketenbenadering van de zorgplicht weergegeven.

Nadrukkelijk merkt de AFM op dat deze overtredingen afzonderlijk of in combinatie zijn geconstateerd bij één of meer aanbieders.





Bijlage I: Chronologie relevante wetgeving

De Nadere Regeling heeft, voor zoverre in casu relevant, sinds 1995 de navolgende ontwikkeling doorgemaakt:

1. Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1995, 27 december 1995, Staatscourant 1995, nr. 250 / pag. 42, inwerkingtreding 31 december 1995.
2. Wijziging nadere regeling toezicht effectenverkeer 1995, 3 juli 1998, Staatscourant 1998, nr. 123 / pag. 9, inwerkingtreding 1 juli 1998.
3. Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999, 7 januari 1999, Staatscourant 1999, nr. 12 / pag. 8, inwerkingtreding 1 februari 1999 (overgangsbepaling in artikel 45).
4. Wijziging Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999, 31 augustus 2001, Staatscourant nr. 168 / pag. 24, inwerkingtreding 1 september 2001 (overgangsbepaling in artikel 3).
5. Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002, inwerkingtreding 1 september 2002.

Hierna volgt, per gedragsregel, de ontwikkeling aan de hand van bovenstaand chronologisch overzicht.

Informatieverstrekking aan beleggers

- vanaf 31 december 1995: artikel 20 ? “de effecteninstelling dient zich te onthouden van het verstrekken van onjuiste of misleidende informatie met betrekking tot: (a) de prijs of waarde van een effect, verwachtingen omtrent de waardeontwikkeling van een effect, de uitgevende instelling van effecten, de financiële verplichtingen die voor de cliënt uit het aangaan van transacties van effecten kunnen voortvloeien en (b) overige misleidende handelingen”;
- vanaf 1 juli 1998: nieuwe bepaling toegevoegd, artikel 20a ? “de effecteninstelling houdt zich bij iedere vorm van informatieverstrekking door of (mede) namens de effecteninstelling aan het publiek, die dient ter openbare aanprijzing of een wervend karakter kent betreffende effectenbemiddeling of vermogensbeheer en/of de effecten waarop die diensten betrekking hebben, aan de in bijlage B opgenomen voorschriften voor informatieverstrekking van effecteninstellingen” [kern bijlage B: artikel 5: inhoudelijk juiste en niet misleidende informatieverstrekking, artikel 6: opname zinsnede “de waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst”, en artikel 7: regulering rendementscijfers];
- vanaf 1 februari 1999: artikel 33 leden 1 en 2 ? “een effecteninstelling verstrekt haar cliënten op passende wijze de gegevens en bescheiden die nodig zijn voor de adequate beoordeling van de door de effecteninstelling aangeboden diensten en de financiële instrumenten waarop die diensten betrekking hebben. Een effecteninstelling verstrekt iedere cliënt schriftelijk tenminste de volgende informatie (opsomming onder a t/m g) en houdt zich aan de in bijlage 7 opgenomen voorschriften voor informatieverstrekking van effecteninstellingen.” (buiten toepassing tot 1 juni 1999);
- vanaf 1 september 2001: artikel 33 lid 1 ? aanvulling “na schriftelijk wordt ingevoegd: dan wel elektronisch (buiten toepassing tot 1 januari 2002), artikel 33 lid 2 niet gewijzigd;
- vanaf 1 september 2002: artikel 33 leden 1 en 2 niet gewijzigd.



Cold calling

- vanaf 31 december 1995: artikel 21? “derde (geen cliënt) alleen telefonisch of in persoon (doen) benaderen bij uitdrukkelijke schriftelijke instemming vooraf en zolang deze instemming niet per aangetekende brief is herroepen”;
- vanaf 1 juli 1998: artikel 21 niet gewijzigd;
- vanaf 1 februari 1999: artikel 26 ? aanvulling “dan wel zes maanden zijn verstreken en er gedurende die periode door de effectenininstelling geen cliëntenovereenkomst is gesloten” (buiten toepassing tot 1 juni 1999);
- vanaf 1 september 2001: artikel 26 > aanvulling, ook *electronische* instemming en herroeping is mogelijk en versoepeling, 'koud benaderen' is mogelijk indien de betrokkene in het contact slechts wordt aangeboden om schriftelijk of elektronisch informatiemateriaal ter beschikking te stellen (buiten toepassing tot 1 januari 2002);
- vanaf 1 september 2002: artikel 26 niet gewijzigd.

Inwinnen cliënteninformatie

- vanaf 31 december 1995: geen bepaling opgenomen;
- vanaf 1 juli 1998: geen bepaling opgenomen;
- vanaf 1 februari 1999: artikel 28 lid 1 ? “een effectenininstelling wint in het belang van haar cliënten informatie in betreffende hun financiële positie, hun ervaring met beleggingen in financiële instrumenten en hun beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs relevant is bij de uitvoering van de door de effectenininstelling te verrichten diensten” (buiten toepassing tot 1 juni 1999);
- vanaf 1 september 2001: artikel 28 lid 1 ? aanvulling, “schriftelijke dan wel elektronische vastlegging van deze informatie” (buiten toepassing tot 1 januari 2002);
- vanaf 1 september 2002: artikel 28 lid 1 niet gewijzigd.

Cliëntenovereenkomst

- vanaf 31 december 1995: artikel 27 ? “indien de effectenininstelling verplicht is een schriftelijke overeenkomst als bedoeld in artikel 25 dan wel artikel 36 van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995) te sluiten, dan dient de effectenininstelling onverminderd het bepaalde in dat artikel ten minste de volgende informatie aan haar cliënten te verstrekken”;
- vanaf 1 juli 1998: artikel 27 ongewijzigd;
- vanaf 1 februari 1999: artikel 27 ? “een effectenininstelling sluit met iedere cliënt een overeenkomst die is opgesteld overeenkomstig de modellen als bedoeld in bijlage 5, dan wel naar het oordeel van de STE gelijkwaardig is aan de in voornoemde modellen opgenomen overeenkomst” (buiten toepassing);
- vanaf 1 september 2001: artikel 27 leden 1 en 2: ? wijziging, verwijzing naar de modellen is komen te vervallen, vereisten in artikel 2 zijn één op één overgenomen van de artikelen 25 en 36 Besluit toezicht effectenverkeer (buiten toepassing tot 1 januari 2002);
- vanaf 1 september 2002: artikel 27 leden 1 en 2 niet gewijzigd.



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 15 van 18

Saldibewaking en margin call

- vanaf 31 december 1995: geen bepaling opgenomen;
- vanaf 1 juli 1998: geen bepaling opgenomen;
- vanaf 1 februari 1999: artikel 28 leden 3 en 4 ? “ bij posities in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortkomen dient de effecteninstelling toe te zien op het beschikken over voldoende saldi om aan actuele verplichtingen te voldoen en toe te zien op het stellen van zekerheden bij onvoldoende saldi” (buiten toepassing tot 1 juni 1999);
- vanaf 1 september 2001: artikel 28 lid 3 niet gewijzigd, artikel 28 lid 4 ? wijziging “op zo kort mogelijke termijn” vervangen door “zo spoedig mogelijk doch uiterlijk binnen vijf werkdagen tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen” (buiten toepassing tot 1 januari 2002);
- vanaf 1 september 2002: artikel 28 leden 3 en 4 niet gewijzigd.



Bijlage II: Productkenmerken

De kern van het aandelenleaseproduct is dat beleggers met geleend geld een aandelenportefeuille kopen. Langs deze weg wordt met een relatief kleine “inleg” (de leasesom, zijnde de rente en eventuele aflossing op het krediet) een grote aandelenportefeuille aangeschaft. Met deze geringe “inleg” kan een relatief groot positief, maar ook een groot negatief rendement worden behaald. (de hefboomwerking)

De aard van de aangeboden aandelenleaseproducten is zeer divers. Onderscheidende criteria zijn onder meer:

- Contracten met of zonder periodieke aflossing van de lening;
- Contracten met of zonder gegarandeerde eindwaarde;
- De looptijd van het contract;
- De spreiding van de aandelenportefeuille;
- De periodieke aanschaf van aandelen, al dan niet tegen vooraf een overeengekomen koers;
- Contracten met éénmalige- of periodieke betaling;
- Aandelenlease in combinatie met ander(e) financiële product(en).

Contracten met of zonder periodieke aflossing van de lening

Dit onderscheid is van belang voor het al dan niet kunnen optreden van een restschuld en daarmee voor het risico dat de belegger loopt.

Bij producten met een periodieke aflossing lost de belegger gedurende de looptijd van het product zijn initiële schuld af. Aan het einde van de looptijd resteert een koerswinst of -verlies op de totale waarde van de aandelenportefeuille.

Bij contracten zonder periodieke aflossing dient de aandelenportefeuille primair te worden aangewend voor aflossing van de initiële schuld. Het is met name deze categorie beleggers die op basis van gedaalde aandelenkoersen mogelijk geconfronteerd wordt met een restschuld, dit aangezien de waarde van de aandelenportefeuille aan het eind van de looptijd mogelijk niet toereikend is om de initiële schuld af te lossen.

Contracten met of zonder gegarandeerde eindwaarde

In het geval van een contract zonder gegarandeerde eindwaarde is de eindwaarde van de belegging volledig afhankelijk van de koers van de onderliggende aandelenportefeuille. In geval van een negatieve koersontwikkeling is de eindwaarde van de effectenportefeuille ontoereikend om de oorspronkelijke lening af te lossen.

In het geval van een gegarandeerde eindwaarde wordt (in het beste geval) de eindwaarde van de belegging gegarandeerd. Dit betekent dat de verkoopkoers aan het einde van de looptijd minimaal net zo hoog is als de aankoopkoers. In het algemeen spreken aanbieders over: "uw inleg wordt gegarandeerd".

Opgemerkt dient te worden dat als er voor €6.500 een portefeuille is aangekocht en uiteindelijk verkocht, er gemiddeld genomen €65,00 (12% over €6.500) per maand aan rente wordt betaald gedurende de looptijd. Na 3 jaar is dit zo'n 35% van de oorspronkelijke lening en die krijgt de belegger niet terug. Bij negatieve koersontwikkelingen is de belegger dus toch zo'n 35% kwijt.

Looptijd

In het algemeen is een product met een korte looptijd meer speculatief dan een product met lange looptijd.

De looptijd van de aangeboden aandelenleaseproducten kent een grote diversiteit en varieert van 3 tot 20 jaar.



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 17 van 18

De producten die momenteel expireren zijn veelal producten met een looptijd van 3 tot 5 jaar. De achterliggende aandelenportefeuilles zijn veelal ten tijde van de beurshausse aangeschaft en daarmee erg gevoelig voor de opgetreden koersdalingen..

Spreiding aandelenportefeuille

De spreiding van de aandelenportefeuille is een maatstaf voor de mate van koers/prijsrisico. Een grotere spreiding leidt in het algemeen tot een lager risico.

De spreiding van de aandelenportefeuilles van leaseproducten varieert van 3 tot 5 individuele fondsen tot een beleggingsfonds dat een weerspiegeling is van alle 25 aandelen van de AEX-index. Ook kan er sprake zijn van spreiding middels beleggingen in landoverschrijdende fondsen.

De periodieke aanschaf van aandelen, al dan niet tegen vooraf een overeengekomen koers

Enkele producten kennen als karakteristiek het recht en de plicht om gedurende de looptijd aandelen bij te kopen tegen de aanschafprijs van het aandeel aan het begin van de looptijd. In geval van een dalende aandelenmarkt leidt dit tot een versterking van het negatieve koerseffect wanneer de aankoopprijs boven de op dat moment gangbare marktprijs ligt.

Éénmalige- of periodieke betaling

Voor de aanbiederende effecteninsetting geldt een onderscheid naar kredietrisico. Bij een eenmalige betaling is dit risico lager. Voor de cliënt geldt in het geval van periodieke betalingen een langlopende betalingsverplichting. Bij producten met een eenmalige betaling wordt de rente over het geleende bedrag in één maal (vooruit)betaald. In geval van een periodieke (veelal maandelijke) betaling wordt de rente (en eventuele aflossing) gedurende de looptijd van het product door de cliënt aan de effecteninsetting betaald.

Aandelenlease in combinatie met andere financiële producten

Afhankelijk van de combinatie kan hier sprake zijn van zeer risicovolle beleggingen.

Aandelenlease is als afzonderlijk product in de markt gebracht, maar ook als onderdeel van een complex aan financiële producten (de zogenaamde “stapelproducten”). Het voert in het kader van deze rapportage te ver om alle combinaties te beschrijven, bij wijze van voorbeeld volgt onderstaand een veelvuldig aangeboden combinatie.

Deze combinatie is die van een hypothecaire lening op de (over-)waarde van de eigen woning, een effectendepot en een aandelenleaseproduct. De (over-)waarde van de eigen woning wordt middels een hypothecaire lening te gelde gemaakt. Dit bedrag wordt belegd in aandelen welke in een effectendepot worden gezet. Uit dit depot worden enerzijds de kosten voor rente en aflossing van de hypothecaire lening voldaan, daarnaast worden uit dit depot de periodieke betalingen voor een aandelenleaseconstructie betaald. Een dergelijke combinatie werd door adviseurs regelmatig aangeboden als een constructie die zou leiden tot lagere maandlasten voor de eigen woning. In voorbeeld berekeningen werd uitgegaan van hoge rendementen op het belegde geld in het effectendepot en de leaseconstructie. In de praktijk is gebleken dat dit in geval van structureel dalende koersen een zeer risicovolle strategie met grote consequenties is. Het effectendepot kan op basis van de onttrekkingen in combinatie met de dalende koersen volledig verdampen. Dan rest voor de cliënt een lastenverzwaring ter hoogte van de extra periodieke hypotheeklasten en het periodieke aandelenleasebedrag. Een en ander nog afgezien van de ontwikkeling van de waarde van de geleaste aandelenportefeuille.



Datum 23 oktober 2003
Referentie 0309-060m
Pagina 18 van 18

Bijlage III: Rapport “Aandelenlease: niet bij rendement alleen”

Is afzonderlijk toegevoegd