



rijksuniversiteit
groningen

faculteit economie
en bedrijfskunde

**Opinie inzake beleggingstechnische
aspecten in het arrest Couturier/Dexia
van 1 april 2014**

**Opgesteld door Dr. A. Plantinga,
Universitair Hoofddocent Beleggingsleer,
RU Groningen**

Leaseproces B.V. heeft mijn opinie als deskundige gevraagd om te beoordelen of het Hof Amsterdam, in de zaak Couturier / Dexia¹, terecht heeft geoordeeld dat:

“Het hof volgt Couturier niet in haar stelling dat effectenleaseovereenkomsten zoals Dexia die aanbod veel meer risico in zich droegen dan het ‘gewoon’ beleggen in aandelen met geleend geld.”

Ik heb daartoe kennis genomen van bovengenoemd arrest en van de in het arrest genoemde overeenkomsten, de bij de overeenkomsten behorende brochures en Bijzondere Voorwaarden Labouchere Effectenlease en het in het arrest genoemde rapport van Prof. Dr. M. Damm van 7 oktober 2013.

Bij de beantwoording van de hoofdvraag zal ik ingaan op de argumentatie van het Hof. Het betreft de volgende overwegingen van het Hof:

1. Het historische rendement op aandelen in de periode 1980 tot 2000 was 18,4% per jaar, zo volgt uit het rapport van Prof. Damm. Afgemeten aan dat historische rendement was een profijtelijke uitkomst van de leaseproducten van Dexia niet zo onaannemelijk dat Dexia Couturier willens en wetens uit winstbejag een veel te riskant product heeft verkocht (r.o. 3.18).
2. Voorts geldt dat van Dexia als aanbieder van leaseproducten in redelijkheid niet mag worden verwacht dat zij de zeer sterke koersdaling in 2001 en 2002 als gevolg van 9/11 en het uiteenspaten van de internetzeepbel voorzag (r.o. 3.18).
3. Prof. Damm schat voor de Winstverdriedubelaar de kans dat de opbrengst van de aandelen onvoldoende is om de leasesom (aankoop bedrag en rente) terug te betalen op bijna 40%, uitgaande van een verwacht rendement van 8,87% per jaar, zijnde het gemiddelde rendement in de periode 1900-2000. Dit betekent dat ook bij het voorzichtige rendementspercentage van 8,87% de kans op winst ruim 60% was (r.o. 3.18).
4. Bij het product Capital Effect werd wel dividend werd ontvangen, in tegenstelling tot het product Winstverdriedubelaar dat door Prof. Damm is beoordeeld (r.o. 3.18).
5. De looptijd van het product Capital Effect is langer dan de looptijd van de door Prof. Damm onderzochte Winstverdriedubelaar (r.o. 3.18).
6. Het product Capital Effect heeft qua prestatie niet veel meer verlies behaald dan een vergelijkbaar product (het AEX plus Effect) waar indirect werd belegd in de AEX-index (r.o. 3.18).
7. Couturier had kunnen zien dat er slechts belegd werd in enkele fondsen, de minimale looptijd 5 jaar bedroeg, er rente moest worden betaald en de geleende hoofdsom moest worden terugbetaald, ongeacht de waarde van de aandelen (r.o. 3.22).
8. Dexia heeft voorafgaande aan het aangaan van de leaseovereenkomsten, ook met betrekking tot de door [geïntimeerde] gestelde – door haar beleggingstechnische gebreken genoemde – eigenschappen voldoende duidelijke inlichtingen verstrekt om een onjuiste voorstelling van zaken over de eigenschappen van de leaseovereenkomsten en de eraan verbonden risico's te voorkomen (r.o. 3.22).

¹ Gerechtshof Amsterdam, 1 april 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:1135

Beoordeling

Ik zal in dit rapport mijn oordeel geven over bovengenoemde overwegingen van het Hof Amsterdam en ik zal deze afzetten tegen het rapport van Prof. Damm, waarmee de door Couturier gestelde beleggingstechnische gebreken zijn onderbouwd.

Rapport Prof. Damm

Prof. Damm geeft in het rapport op de pagina's 4 tot en met 7 zijn uitgangspunten en belangrijkste conclusies weer. Vervolgens worden deze conclusies nader toegelicht en onderbouwd in de pagina's 8 tot en met 17.

Naar mijn oordeel is het rapport van Prof. Damm een deskundige en waardevolle visie met betrekking tot de beoordeling van de risico's inzake de winstverdriedubelaar van Legio Lease. Met name de geformuleerde uitgangspunten van het rapport (pagina 4 en 5) zijn een waardevol raamwerk om de risico's van een product te beoordelen.

Het rapport is naar mijn mening nog zeer terughoudend met het inschatten van de risico's van het onderzochte product. Zo wordt de impact van de beperkte diversificatie aan de lage kant ingeschat door te stellen dat deze leidt tot een 1,5 tot 2 maal zo hoog risico als een goed gespreide portefeuille aandelen. Verschillende onderzoekers schatten de impact op 2,5 maal zo hoog (zie bijvoorbeeld de studie van Meir Statman uit 1987² en en Campbell et al., 2001³). Een studie van Alok Kumar (2007)⁴ op basis van een onderzoek naar het beleggingsgedrag van 60.000 individuele klanten van een online broker laat zien dat het gebrek aan diversificatie ook daadwerkelijk tot lagere rendementen leidt. Het rendement van de best gediversifieerde beleggers was in de periode 1991 tot 1996 tussen de 5% en 9% hoger dan dat van de slechtst gediversifieerde beleggers.

Ook de invloed van beleggen met geleend geld op het risico wordt in het rapport nog onderschat. In essentie begint de klant met een portefeuille die volledig gefinancierd is met vreemd vermogen, waardoor de portefeuille qua karakter beter te vergelijken is met derivatenproducten zoals aandelen futures of swaps, producten die ook door professionals in bijvoorbeeld woningcorporaties slecht werden begrepen. Ik verwijs naar een artikel van Jan Smit, 'Bank net zo fout als corporatie' in het NRC-handelsblad van 3 november 2014, (pag. 16 en 17 (bijlage 1)).

² Meir Statman, 'How many stocks make a diversified portfolio', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1987, Vol. 22, No. 3, pp. 353-3636.

³ Campbell, John Y., Martin Lettau, Burton G. Malkiel, and Yexiao Xu, 2001, 'Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk', *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 1, pp. 1-43.

⁴ Kumar, Alok, 2007, 'Do the diversification choices of individual investors influence stock returns?', *Journal of Financial Markets*, Vol. 10, pp. 362-390.

Behandeling van de overwegingen van Hof Amsterdam zoals hiervoor geciteerd

Overweging 1

Commentaar:

1. Of Dexia Couturier het betreffende product willens en wetens uit winstbejag heeft verkocht kan ik niet beoordelen. Wel is het zo dat – zoals ik reeds boven heb gesteld – het product in feite een derivaat was zoals een aandelen future. Ook bij Dexia moet deze kennis aanwezig zijn geweest, al was het maar omdat dit onderdeel van Dexia in indertijd een dochter was van Bank Labouchere. Een klant van die bank zou in die tijd een lening op basis van het onderpand van een effectenportefeuille hebben kunnen nemen tot een bepaald maximum. Dit maximum lag doorgaans tussen de 50% en 70% van de waarde van de portefeuille. Het is niet mogelijk om een effectenkrediet te krijgen voor 100% van de waarde van de effectenportefeuille. De rente die betaald zou moeten worden over effectenkredieten bedroeg naar schatting tussen de 6% en 8%. Het feit dat de rente in het contract van Couturier 12,13% bedroeg, geeft al aan dat Dexia de risico's van dit product veel hoger in heeft geschat dan de risico's bij een effectenkrediet.
2. Het oordeel van het hof dat een rendement van 18,4% niet onaannemelijk was en dat daarmee Dexia Couturier niet verweten kan worden willens en wetens uit winstbejag een veel te riskant product heeft verkocht gaat naar mijn mening voorbij aan het feit dat de kans op minder dan 18,4% rendement, historisch gezien, veel groter was (zie tabel 3 in het rapport van Damm). Juist als naar het langjarige gemiddelde (100 jaar) werd gekeken, is het genoemde rendementspercentage van 18,4% niet reëel. Bovendien mag een gemiddeld rendement voor een goed gespreide belegging (waar Prof. Damm over spreekt) geen uitgangspunt zijn voor de te verwachten rendementen van een slecht gespreide belegging. Dit zijn twee verschillende grootheden.
3. Daar komt bij dat juist door beleggingsdeskundigen, in de periode dat het onderhavige contracten werden verkocht (1998-2001), werd gewaarschuwd voor sterk overgewaardeerde aandelenkoersen (dit wordt bij overweging 2 nader toegelicht). Ook hier wordt in de voorlichting door Dexia niet op gewezen.

Overweging 2

Commentaar:

1. Uiteraard kan van een beleggingsinstelling niet verwacht worden dat zij exact het moment van een forse koersdaling (in de toekomst) kan benoemen en voorzien. Het is echter onder beleggingsdeskundigen communis opinio dat een zeer sterke koersdaling, zoals deze zich in 2001 en 2002 heeft voorgedaan, zich te allen tijde kan voordoen. Ook Dexia, als professionele beleggingsinstelling, moet dit bekend zijn geweest. Ik noem hier enkele bekende voorbeelden uit het verleden:
 - Tijdens de beruchte beurscrash van 1929 verloor de Amerikaanse effectenbeurs in drie jaar tijd 85% van haar waarde.
 - In 1990 daalden de beurskoersen in Japan met 44%.
 - Tijdens het barsten van de internetbubble daalden in 2000 en 2001 de aandelenkoersen cumulatief met zo'n 40%.

2. Maar in dit geval komt daar nog het volgende bij. In de periode dat Dexia deze producten op de markt bracht, werd door deskundigen alomtgewaarschuwd voor de sterke mate van overwaardering van de koersen. De bekendste waarschuwing kwam van John Campbell en de latere Nobelprijswinnaar Bob Shiller. Zij lieten in 1998 in de *Journal of Portfolio Management* zien dat de aandelenkoersen volgens nagenoeg iedere gangbare indicator sterk overgewaardeerd waren⁵. *The Journal of Portfolio Management* is een vakblad is dat door vrijwel alle professionele beleggers wordt gelezen en men kan er gevoeglijk vanuit gaan dat ook de beleggingsdeskundigen van Bank Labouchere indertijd van deze waarschuwingen kennis hebben genomen.
3. Verwachting voor aandelenrendementen worden vaak gebaseerd op langjarige historische gemiddelden. In de periode dat Dexia deze producten aanbood waren de gangbare verwachtingen veel lager dan de verwachtingen die in het informatiemateriaal van Dexia waren opgenomen.
4. Zo gebruikten bijvoorbeeld Canner et al. (1997) in het toonaangevend tijdschrift *The American Economic Review* voor de Amerikaanse markt een verwacht rendement van 9.0% op basis van een gemiddelde realisatie over de periode 1926-1992⁶. En zelfs deze verwachting van 9% wordt in de literatuur al erg hoog genoemd (Zie Mehra en Prescott, 1985⁷). Ook in het licht van de algemene kennis in die periode waren de door Dexia voorgespiegelde rendementen uitzonderlijk optimistisch en deze hadden dan ook niet gebruikt mogen worden zonder nadere waarschuwing. Dat Dexia dit ook bekend was blijkt uit het feit dat de toenmalige voorzitter van de Amsterdamse beurs, drs. G. Möller, al in 1998 waarschuwde dat Dexia haar klanten onrealistische rendementen voorspiegelde (bijlage 2).
5. Bovendien noodzaakte de structurering van het product (slechte spreiding, niet kunnen wisselen in fondsen en niet kunnen beëindigen zonder boete) Dexia er juist toe om mensen specifiek te waarschuwen voor de risico's van een forse koersdaling. Ik wijs als voorbeeld op het fonds Ahold dat in de contracten Capital Effect is opgenomen. Dit fonds is, als gevolg van een boekhoudschandaal, desastreus in waarde gedaald. Als gevolg van de geringe spreiding in de portefeuille heeft dit aandeel de contracten op verlies gezet. Dit zou ook zijn gebeurd als er geen internetzeepbel of 9/11 was geweest. Bij een belegging in slechts enkele fondsen, kunnen de historische rendementen van goed gespreide beleggingen zoals door prof. Damm genoemd, niet als voorbeeld dienen.
6. De stelling van het gerechtshof dat van Dexia als aanbieder van leaseproducten in redelijkheid niet mag worden verwacht dat zij de zeer sterke koersdaling in 2001 en 2002 als gevolg van 9/11 en het uiteenspatten van de internetzeepbel voorzag, is derhalve te kort door de bocht en deze overweging is gezien de aard van het product ook niet relevant voor de beoordeling van de vraag of Dexia Couturier had moeten waarschuwen voor de specifieke beleggingsrisico's van het product.

⁵ Campbell, John Y, and Robert J. Shiller, 1998, 'Valuation ratios and the long-run stock market outlook', *Journal of Portfolio Management*, Vol., No., pp. 11-26.

⁶ Canner, N., N.G. Mankiw, and D.N. Weil, 1997, 'An asset allocation puzzle', *American Economic Review*, Vol. 87, No. 1, pp. 181-191.

⁷ Mehra, R., and E.C. Prescott, 1985, 'The equity premium: a puzzle', *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, No. 2, pp. 145-161.

Overweging 3

Commentaar

1. Ook op dit punt slaat het Hof de plank mis. Volgens de inschatting van Prof. Damm was de kans 40% dat de aandelen van het beoordeelde product op de einddatum niet meer waard waren dan de waarde van die aandelen bij aanvang. Er is dus een kans van 40% op een restschuld (de eindopbrengst is onvoldoende om de lening af te lossen) en een kans van 60% op geen restschuld (de eindopbrengst is hoger dan de hoofdsom van de lening). De klant betaalt echter ook rente. Er wordt dus pas winst behaald als de klant niet alleen de lening kan afbetalen, maar ook de betaalde rente heeft terugverdiend. Indien ook rekening wordt gehouden met de betaalde rente, dan is de kans op verlies 49% (zie pagina 14 onder ii van het rapport van prof. Damm).
2. Het hoeft m.i. geen betoog dat een bank de consument moet waarschuwen voor extreme risico's, zoals bijvoorbeeld bij de aanschaf van een product waarmee de kans op verlies 49% is.

Overweging 4

Commentaar:

Bij de Winstverdriedubbelaar werd ook dividend uitgekeerd, maar dat dividend werd aangewend om de premie voor de optieconstructie te betalen.

Overweging 5

Commentaar

1. Het is op zich juist dat de looptijd van het product Capital Effect langer is dan die van de Winstverdriedubbelaar en dat een langere beleggingshorizon in het algemeen het beleggingsrisico vermindert. Bij effectenleaseproducten met een langere looptijd gaat deze algemene regel echter niet zonder meer op. Bij deze producten heeft een langere looptijd namelijk ook een risico verhogend effect. Dit risico is er in gelegen dat slechts belegd wordt in drie of vier aandelenfondsen, waarbij niet gewisseld kan worden in de fondsen of andere verlies beperkende maatregelen kunnen worden genomen.
2. Het gevolg is dat door de langere looptijd er een grotere kans is dat zich in één of meerdere fondsen een calamiteit voordoet, zonder dat kan worden ingegrepen. Bij een goed gespreide portefeuille heeft een dergelijke calamiteit veel minder effect dan bij een portefeuille die uit slechts drie of vier fondsen bestaat, zoals in de praktijk helaas is gebleken (zie mijn commentaar bij overweging 2).

Overweging 6

Commentaar:

1. In de eerste plaats merk ik op dat het Hof de producten Capital Effect en AEX Plus effect vergelijkt, zonder er rekening mee te houden dat de producten op verschillende data zijn afgesloten. Hierdoor gaat de vergelijking tussen de daadwerkelijk behaalde rendementen mank.
2. In de tweede plaats is het uiteraard mogelijk dat een belegging in vier fondsen beter of gelijk presteert in vergelijking met een goed gespreide belegging. De vraag is echter of het beleggen in slechts enkele aandelenfondsen in het algemeen meer risicovol is. Het antwoord op die vraag is ja! Daar zijn alle beleggingsdeskundigen het over eens. Prof. Damm licht dit ook toe, onder meer door cijfermatig de extra risico's uit te werken. Ik verwijs voorts naar de volgende publicaties: Markowitz (1952)⁸, Solnik (1995)⁹
3. Ik wijs ook op het AFM rapport 'Aandelenlease, niet bij rendement alleen' uit 2003, waarin op pagina 13 het volgende is vermeld:

Verder wordt opgemerkt dat de conclusies in dit rapport zijn getrokken op basis van analyses met goed gespreide aandelenpakketten. In de praktijk zijn de geleaste pakketten vaak veel minder goed gespreid, omdat ze uit maximaal 5 aandelen bestaan. Deze pakketten realiseerden weliswaar een hoger rendement dan de AEX maar dat ging gepaard met een groter risico. Deze pakketten hadden in de onderzochte periode 1983 tot 2001, een periode van aanzienlijke koersstijgingen, een hoger rendement dan de index. In 2001 en 2002 is het koersverloop van een aantal pakketten sterk achtergebleven bij de toch al gedaalde AEX. Ze presteren in een slechte markt dus nog slechter dan de index.

4. Als het hof met deze overweging wil suggereren dat een minder goed gespreide portefeuille niet meer risicovol is dan een goed gespreide portefeuille, dan is die suggestie dus onjuist.

Overweging 7 en 8

Commentaar


1. Alvorens deze overwegingen te bespreken, ga ik in op de stelling van het hof zoals deze in de aanvang van mijn rapport is vermeld:

Het hof volgt Couturier niet in haar stelling dat effectenleaseovereenkomsten zoals Dexia die aanbod veel meer risico in zich droegen dan het 'gewoon' beleggen met geleend geld.

Ik meen dat ik in het voorgaande afdoende heb aangetoond dat dit standpunt van het hof onjuist is. Ik verwijs ook naar het rapport van prof. Damm waarin uitvoerig onderbouwd is waarom deze producten juist wel veel riskanter waren dan 'gewoon' beleggen met geleend geld. Deskundigen op beleggingsgebied zullen dit standpunt van het hof dan ook niet kunnen onderschrijven.

⁸ Markowitz, H.M., 1952, 'Portfolio selection', *Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.

⁹ Solnik, Bruno H., 1995, 'Why not diversify internationally rather than domestically', *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 1, pp. 89-94.

7


2. Vervolgens komt de laatste overweging van het hof aan de orde, te weten de vraag of Dexia ook m.b.t. de beleggingstechnische gebreken voldoende duidelijke inlichtingen heeft verstrekt om een onjuiste voorstelling van zaken over de eigenschappen van de leaseovereenkomsten en de eraan verbonden risico's te voorkomen.
3. Het gaat hier om twee zaken. Enerzijds de specifieke kenmerken van de producten en anderzijds het weten wat deze kenmerken inhouden en in het bijzonder welke risico's daaraan zijn verbonden. Schematisch kan dit als volgt worden weergegeven:

Kenmerk	Risico
Spreiding over slechts 4 fondsen	Als één van de 4 fondsen fors in waarde daalt, heeft dit een groot negatief effect op de waarde van het contract (zie in casu het fonds Ahold). Bij een goed gespreide portefeuille is dat risico veel geringer.
Minimum looptijd 5 jaar	Bij dalende koersen kan (de facto) het verlies niet beperkt worden door het contract tussentijds te beëindigen of door de samenstelling van de portefeuille te wijzigen. Dit is een extra risico dat zich bij 'gewoon' beleggen niet voordoet.
niet kunnen wisselen in fondsen	De Afnemer kan niet ingrijpen bij negatieve koersontwikkelingen in een fonds en kan de portefeuille niet beschermen door te switchen naar veiligere fondsen (zoals deposito's)

4. Uit de contracten zijn wel de bovengenoemde kenmerken af te leiden (behalve het niet kunnen switchen naar andere fondsen, daarover wordt niets vermeld), maar niet de daaraan verbonden risico's, terwijl het daar juist om gaat. Zo is inderdaad vermeld dat in 4 fondsen wordt belegd, maar de leek op beleggingsgebied weet niet dat hij met een dergelijke geringe spreiding veel meer risico loopt dan bij een goed gespreide portefeuille. Ook is vermeld dat de minimale looptijd 5 jaar bedraagt, maar de leek weet niet dat hij daardoor bij dalende koersen zijn verlies niet kan beperken, terwijl de 'gewone' belegger die mogelijkheid wel heeft.
5. Aangezien Dexia deze risico's niet genoemd heeft, kan m.i. niet gezegd worden dat Dexia voldoende duidelijke inlichtingen heeft verstrekt om een onjuiste voorstelling van zaken over de eigenschappen van de leaseovereenkomsten en de eraan verbonden risico's te voorkomen.

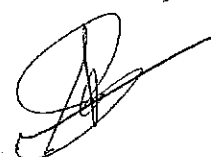


Overige opmerkingen

Naar mijn mening wordt in deze zaak een specifieke kant aan de vergelijking tussen effectenlease en het beleggen in aandelen met geleend geld onderbelicht en daarmee wordt de risicoverhogende werking onderschat. Ook het hof lijkt dit te doen wanneer het in overweging 7 stelt dat Couturier voldoende inzicht had in het afgesloten product. Effectenlease is maar tot op zekere hoogte vergelijkbaar met beleggen in geleend geld, want het is veel riskanter omdat de portefeuille voor 100% met geleend geld gefinancierd wordt zonder dat er verrekeningen plaats vinden van tussentijdse verliezen. Ik maak hierbij een vergelijking met twee verschillende manieren om met geleend geld te beleggen, namelijk op basis van een effectenkrediet of met behulp van futures (of andere derivaten):

1. Effectenkrediet: De geëigende manier om met geleend geld te beleggen is door middel van een effectenkrediet. Omdat beleggen met geleend geld extreem riskant is, wordt er bij een effectenkrediet een maximum gesteld aan het te lenen bedrag van 70%, en veel partijen hanteren of hanteerden een lager percentage (bijvoorbeeld 50%). In tegenstelling tot het product effectenlease kan bij een effectenkrediet *nooit* het volledige bedrag geleend worden. Ook Dexia had een effectenkrediet in haar assortiment, en moet dus ook op de hoogte geweest zijn van de risico's van beleggen met geleend geld voor zowel de klant als de bank. Waar de bank dus in het ene deel van het bedrijf de klant probeert te beschermen tegen de gevaren van een complex product met geleend geld doet ze dat in het andere bedrijfsonderdeel niet.
2. Long future op aandelen: Effectenlease is ook goed te vergelijken met een long future op aandelen, waarbij eveneens geen initiële investering vereist is. Bovendien wordt met een future – net als bij effectenlease – het te beleggen bedrag voor 100% geleend. Een future wordt en werd als complex gezien. Voor het berekenen van de juiste waarden en risico's van dergelijke producten worden door professionals geavanceerde wiskundige en statistische modellen gebruikt. Het grote risico van derivaten producten leidt ertoe dat de beurzen waarop futures verhandeld worden specifieke regels hanteren ten aanzien van marge verplichtingen om de verliezen uit de positie meteen te verrekenen en de positie te sluiten indien de tegenpartij deze niet langer kan dragen. De beurzen hanteren deze regels omdat veel beleggers niet het inzicht en/of de analytische vaardigheden hebben om de risico's van ogenschijnlijk eenvoudige posities te doorzien. Door verliezen meteen te verrekenen en niet door te schuiven naar het einde van de looptijd van het contract wordt voorkomen dat de verliezen uit de hand lopen, waarmee zowel de koper van het product als de beurs beschermd wordt tegen calamiteiten.

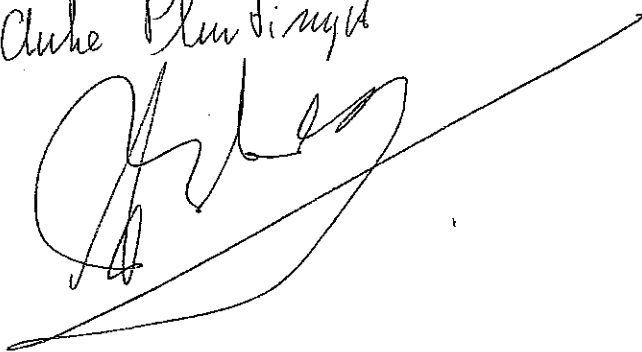
Mijn conclusie op basis van bovenstaande vergelijking is dat effectenlease veel riskanter is dan de traditionele producten omdat een effectenportefeuille voor 100% met geleend geld kan worden gefinancierd zonder dat tussentijds verliezen worden verrekend.



Conclusie oordeel hof

1. Uit mijn commentaar op de verschillende overwegingen van het Hof, volgt reeds dat de argumentatie van het Hof om te oordelen dat het product Capital Effect niet risicovoller dan 'gewoon' beleggen met geleend geld niet juist is.
2. Uiteraard is beleggen met geleend geld al risicovol, maar door de structurering van het onderhavige product worden de risico's fors vergroot. Dit is helder en duidelijk door Prof. Damm toegelicht in zijn rapport over de Winstverdriedubbelaar. Dat Rapport onderschrijf ik. Ook voor het onderhavige product, geldt dat de risico's als gevolg van de structurering fors hoger zijn dan bij 'gewoon' beleggen met geleend geld. Juist de geringe spreiding in combinatie met de onmogelijkheid om in de portefeuille te kunnen ingrijpen, maken het product (onnodig) risicovol. Dit zal elke beleggingsdeskundige kunnen onderschrijven.
3. Ik merk hierbij op dat ik het oordeel van Prof. Damm onderschrijf dat deze specifieke risico's zonder duidelijke en goede voorlichting voor de gewone consument zonder kennis van beleggen niet kenbaar waren en ook niet bekend verondersteld mochten worden. Ik baseer deze stelling op onder meer Lusardi en Mitchell (2006)¹⁰, die laten zien dat ongeveer 50% van een representatieve steekproef onder de Amerikaanse bevolking van mening is dat een belegging in een enkel aandeel minder riskant is dan een gespreide portefeuille zoals bij een beleggingsfonds. Slechts een kleine 15% van de respondenten geeft aan kennis van zaken te hebben door de stelling te onderschrijven dat gespreide portefeuilles minder riskant zijn. Vergelijkbare resultaten zijn gevonden voor de Nederlandse markt door van Rooij, Lusardi en Alessie (2011).¹¹

Groningen, november 2014

Anne Blomdijnga


¹⁰ Annamaria Lusardi and Olivia S. Mitchell, 2006, 'Financial Literacy and Planning: Implications for retirement well-being,' *Pension Research Council Working*, Paper No. 1.

¹¹ Rooij, M.C.J. van, A. Lusardi and R.J.M. Alessie, 2011, 'Financial literacy and stock market participation', *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 2, pp. 449-472.