

De *short selling*-maatregelen nader belicht

*Mr. drs. D. Dorst en mr. G.H. van Swieten**

Inleiding

In 2008 verloor de AEX-index 52,2% van zijn waarde: het slechtste beursjaar ooit.¹ De hevige koersdalingen die gedurende deze periode plaatsvonden, boden echter nog wel financieel voordeel bij het gebruik van *short selling*.² Dit succes ging echter gepaard met de nodige kritiek en na verloop van tijd volgden er beperkende maatregelen op *short selling*.

In juli 2008 nam de Amerikaanse toezichhouder, de *Securities and Exchange Commission* (SEC), een tijdelijke maatregel tot beperking van *short selling* in aandelen van 20 financiële instellingen en breidde deze later uit tot 799 financiële instellingen.³ Hierop volgde op 18 september de Britse *Financial Services Authority* met een verbod op *short selling* in aandelen van 29 Britse financiële instellingen.⁴ Op 21 september 2008 volgde, in navolging van met name de Britse maatregel, de eerste Nederlandse maatregel tot beperking van *naked short selling* van aandelen in 8 Nederlandse financiële ondernemingen⁵ (banken en verzekeraars), genoteerd in Amsterdam. Op 5 oktober 2008 werd deze maatregel uitgebreid tot een verbod op het *covered short selling* van aandelen in dezelfde financiële instellingen.

Short selling is een vrij technische materie. Deze bijdrage beoogt niet alle facetten van *short selling* te behandelen, maar eerder een praktisch overzicht te geven van de werking van *short selling* en de maatregelen die de AFM heeft genomen naar aanleiding van de ontwikkelingen op de financiële markten.

Wat is *short selling*?

Short selling is het verkopen van beursgenoteerde financiële instrumenten waarvan de verkoper – op het moment van de verkoop – geen eigendom of slechts het bezit heeft. Op het moment van levering aan de koper is de verkoper wel verplicht om de juridische eigendom over te dragen aan de koper.

Bij *short selling* speculeert de verkoper op een koersdaling. Hij hoopt – voorafgaand aan de levering – de verkochte financiële instrumenten in te kopen voor een lagere prijs dan waarvoor hij ze eerder verkocht heeft. Hiermee staat *short selling* tegenover het nemen van een *long*-positie: het kopen van een instrument met de intentie dit later te verkopen tegen een hogere prijs.

Short selling wordt tevens door portfoliomanagers gebruikt om de risico's van *long*-posities in de beleggingsportefeuille te neutraliseren ofwel te *hedgen*.

Hoe werkt *short selling*?

Er zijn twee hoofdcategorieën in *short selling* te onderscheiden: *naked short selling* en *covered short selling*.

Bij *naked short selling* verkoopt een verkoper een financieel instrument, waarbij levering op een later tijdstip plaatsvindt. Op het moment van de verkoop heeft de verkoper niet de beschikking over het betreffende instrument. Hij zal dit op een moment tussen de verkoop en levering zelf inkopen op de markt. Hij speculeert er daarbij op dat hij dit instrument kan inkopen tegen een koers die lager is dan de verkoopprijs.

Bij *covered short selling* beschikt de verkoper wél over de juridische eigendom van de financiële instrumenten op het moment van verkoop. De verkoper kan deze instrumenten hebben ingeleend van bijvoorbeeld een bank, een effectenbewaarder (*custodian bank*) of een fondsbeheerder (*fund management company*) op basis van *securities lending*. *Securities lending* lijkt naar Nederlands recht het meest op de overeenkomst van verbruikleen: hierbij geeft de uitlener een zekere hoeveelheid verbruikbare goederen aan de inlener, onder de voorwaarde dat de inlener dezelfde hoeveelheid goederen, van gelijke soort en hoedanigheid, aan de uitlener teruggeeft (art. 7A:1791 BW). Kenmerkend hierbij is dat hoewel gesproken wordt over heen- en terug-gave, de volledige juridische eigendom van de goederen wordt overgedragen.⁶ Het bestanddeel 'verbruikbare goederen' kan worden ingevuld met bijvoorbeeld 'aandelen', aangezien de overeenkomst van verbruikleen regelend recht is.

Bij het gebruik van opties, swaps, *repo's* en *CFD's* kan tevens sprake zijn van *short selling* indien de partij die zo'n transactie

* Mr. drs. D. Dorst is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance. Mr. G.H. van Swieten LLM is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance.

1. Het Financieel Dagblad 2 januari 2009, Historisch slecht jaar op Damrak krijgt passend einde.
 2. Het Financieel Dagblad 22 juli 2008, Speculeren op koersdaling weer populair.
 3. Het Financieel Dagblad 17 juli 2008, VS beperken 'short gaan'.
 4. FSA statement on short positions in financial stocks, 18 september 2008, FSA/PN/102/2008.
 5. AEGON N.V., ING Groep N.V., Fortis N.V., BinckBank N.V., KAS Bank N.V., SNS REAAL N.V., Van der Moolen Holding N.V. en Van Lanschot N.V.

6. Jac. Hijma & M.M. Olthof, Compendium van het Nederlands vermogensrecht, Deventer: Kluwer 2008, nr. 556.

aangaat, niet de onderliggende vermogensbestanddelen bezit of deze geleend heeft gedurende de looptijd.

Wat is er nu zo gevaarlijk aan?

Bij *short selling* wordt gespeculeerd op een koersbeweging die tegengesteld is aan de beweging die veel marktpartijen verwachten: lagere prijzen voor financiële instrumenten waarvan de tendens is dat zij zullen stijgen of gelijk zullen blijven. *Short selling* legt de nadruk op het genereren van winst door posities in te nemen gedurende korte periodes, in tegenstelling tot *buy and hold*-strategieën, waarbij juist langdurige, oftewel 'long-posities' worden ingenomen.

Indien er op grote schaal in de markt wordt gespeculeerd op een koersdalingen partijen grote *short*-posities innemen op bepaalde financiële instrumenten, kan dit ertoe leiden dat andere investeerders meeverkopen. Hierdoor komen de koersen van dergelijke instrumenten onder een kunstmatige neerwaartse druk te staan en kan op een gegeven moment de gehele markt in een negatieve spiraal belanden. *Short selling* kan daarom instabiliteit op een financiële markt creëren en vergroten.

De negatieve effecten van *short selling* kunnen worden vergroot door het inherente gebrek aan transparantie. Door het tijdsverloop tussen de verkoop en levering, en het gebrek aan inzicht van marktparticipanten op *short*-posities en welke partijen deze hebben ingenomen, kan de prijsvorming onzuiver worden. Dit is anders bij opties omdat hierbij informatie, zoals handelsvolumes en de recente *put*- en *call*-prijzen, genoteerd staan op effectenbeurzen. Bij *short selling* kan de markt niet goed inschatten wat een 'redelijke' koers is omdat dergelijke informatie niet beschikbaar is. Dit wordt mede veroorzaakt doordat partijen die strategische *short*-posities innemen, zoals *hedge funds*, hun posities en strategieën uit concurrentieoverwegingen niet bekendmaken.

De grote volumes waarmee bij *short selling* wordt gespeculeerd, en de sterke invloed op koersvorming kunnen leiden tot sterk uitvergroete koersdalingen op het moment dat een bepaald aandeel (of een bepaalde branche) onder vuur ligt. Dat is precies wat er gebeurde met banken en verzekeraars toen de kredietcrisis haar aanvang nam.

Eerste verbod: *naked short selling*

Op 21 september 2008 verbood de AFM *naked short selling* van op Euronext verhandelde aandelen van acht financiële instellingen ('het eerste verbod'). Staatssecretaris van Financiën De Jager gaf aan dat voorafgaand aan de Nederlandse maatregelen overleg is gevoerd met andere Europese landen en veel gekeken is naar de maatregelen van het Verenigd Koninkrijk.⁷

De motivatie achter de Nederlandse maatregelen verschilt echter van de Britse. De noodzaak tot het uitvaardigen van de Nederlandse maatregel lijkt te zijn dat er, gezien de volatiliteit van

de beurskoersen, een risico bestaat dat er een onbeheersbare neerwaartse druk op de koersen ontstaat. Gezien deze potentiële neerwaartse druk en de grote onrust die bestaat ten aanzien van financiële ondernemingen, is, voor het goed functioneren van de effectenmarkten en de bescherming van beleggers, de marktintegriteit van groot belang.⁸ De noodzaak van de Britse maatregel is dat de instabiele beurskoersen van de betreffende financiële instellingen zich vertalen in een verlies aan vertrouwen bij diegenen die hun geld storten in deze instellingen, wat wederom weer zorgt voor meer instabiliteit.⁹ Bij de Nederlandse maatregel gaat het voornamelijk om verbetering van de marktintegriteit en bij de Britse maatregel om het beperken van instabiliteit van de betreffende financiële instellingen.

Uitgezonderd van het eerste verbod waren effectenmakelaars die de verhandelbaarheid van effecten bevorderen, de zogenaamde *market makers*, en speculanten die wel reeds (via een effectenleenovereenkomst of anders) over de juridische eigendom van de verkochte effecten beschikten. Zij bleven bevoegd tot *short selling*.¹⁰ Verder vielen ongedekte transacties ten aanzien van derivaten niet onder het eerste verbod.¹¹

Ten slotte verzocht de AFM *short sellers* die een netto *short*-positie van meer dan 0,25% in een van de financiële instellingen hadden opgebouwd, dit te melden aan de AFM. Ten aanzien van de vraag wat een netto *short*-positie inhield, antwoordde de AFM:

'It means any instrument (contracts for differences, spread bets, options, equities etc.) giving rise to an exposure, whether direct or indirect, in the equity share capital of a company. The equity share capital of a company would include securities like ordinary shares and convertible bonds but would exclude debt securities.'

De AFM baseerde haar bevoegdheid tot het afkondigen van het eerste verbod op artikel 5:58 lid 1 sub a Wet op het financieel toezicht (Wft): de AFM kan op grond hiervan transacties aanmerken als marktmanipulatie, als van deze transacties een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is, met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van de betreffende financiële instrumenten.

Reparatiewetgeving

Onder juristen rezen vrijwel direct bedenkingen ten aanzien van de wettelijke basis die de AFM gebruikte voor het invoeren van het eerste verbod. Artikel 5:58 Wft is bedoeld voor het *achteraf* aanpakken van *individuele* misleidende transacties en biedt de AFM op het eerste gezicht niet de mogelijkheid hele catego-

7. Gecorrigeerd stenogram Eerste Kamer, vergadering van 7 oktober 2008, p. 30.

8. Toelichting op de Tijdelijke Regeling inzake Short Selling van 10 oktober 2008.

9. Callum McCarthy, Comments on short positions in financial stocks, 18 september 2008 (www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/103.shtml).

10. Vraag 6 Q&A behorende bij de maatregel van 21 september 2008.

11. Vraag 5 Q&A behorende bij de maatregel van 21 september 2008.

rieën transacties bij voorbaat op grond van marktmanipulatie te verbieden.

Daarnaast heeft de AFM op grond van de Wft weliswaar een beperkte bevoegdheid om algemeen verbindende voorschriften (hierna: AVV's) af te kondigen, maar slechts indien de Wft haar die bevoegdheid toekent (art. 1:28 lid 1 Wft). Dat is niet het geval bij artikel 5:58 Wft. Overigens mag de AFM deze bevoegdheid pas uitoefenen na consultatie met representatieve vertegenwoordigers van marktpartijen. Deze consultatie heeft niet plaatsgevonden: de AFM heeft wel met andere toezichthouders overlegd, aldus de aanhef bij het eerste verbod.

Om de AFM een steviger wettelijke basis voor de maatregel te geven is op 1 oktober 2008 een wetsvoorstel tot wijziging van de Wft ingediend. Dit is op 9 oktober 2008 aangenomen en op 11 oktober 2008 in werking getreden (de 'reparatiewet').¹² Hierin krijgt de AFM op grond van artikel 1:28 lid 3 Wft de bevoegdheid om onder 'bijzondere omstandigheden' tijdelijke AVV's af te kondigen, die kunnen worden ingetrokken door de minister van Financiën. Deze voorziening heeft terugwerkende kracht tot 1 oktober 2008. Verder mag de AFM volgens het wetsvoorstel nu ook op grond van artikel 5:58 lid 3 Wft categorieën transacties of handelsorders aanmerken als transacties of handelsorders die onder het verbod op marktmanipulatie (art. 5:58 lid 1 Wft) vallen. Deze voorziening heeft terugwerkende kracht tot 1 januari 2007. De reparatiewet heeft tot gevolg dat alle genomen maatregelen een wettelijke basis hebben gekregen.

Tweede verbod: *naked en covered short selling*

Op 5 oktober 2008 verving de AFM het verbod van 21 september met een nieuw verbod op zowel *naked short selling* als *covered short selling* (het 'tweede verbod'). Deze nieuwe maatregel hield een algemeen verbod in op het aangaan van transacties of het plaatsen van orders die, al dan niet in combinatie met andere transacties of orders, het volgende effect hadden:

- het creëren van een netto *short*-positie in een financiële onderneming; of
- het vergroten van een netto *short*-positie in een financiële onderneming die voor 5 oktober 2008 al bestond.

Het toetsingscriterium van het tweede verbod verschilt daarmee van dat van het eerste verbod (het aangaan van transacties die – op het moment van afsluiten – niet voor 100% worden gedekt door onderliggende stukken). Verder valt onder het tweede verbod, in tegenstelling tot het eerste, ook het aangaan van posities in derivaten (zoals opties, *futures* en swaps) voor zover deze een economisch voordeel bieden bij een dalende beurskoers op het moment van aangaan. Als laatste wordt de uitgifte van converteerbare obligaties in het tweede verbod expliciet niet aangemerkt als *short selling*.¹³

Het verzoek tot het melden van netto *short*-posities groter dan 0,25% en het uitsluiten van *market makers* bleven onveranderd van toepassing in het tweede verbod.

De Tijdelijke Regeling

Op dezelfde dag dat de reparatiewet in werking trad, is het tweede verbod, met behulp van de nieuwe bevoegdheden van de AFM, nagenoeg geheel opgenomen in de Tijdelijke Regeling inzake Short Selling van 11 oktober 2008 (de 'Tijdelijke Regeling').¹⁴ Verschil met het tweede verbod is dat het verzoek tot het melden van grote netto *short*-posities is omgezet in een meldplicht en dat de definitie van de netto *short*-positie wordt herschreven als:

'het economisch belang gerelateerd aan het totaal geplaatste kapitaal van een financiële onderneming als opgenomen in bijlage A [de acht financiële ondernemingen; DD/GvS], waarbij een economisch voordeel wordt behaald indien de prijs van een effect met effecten karakter met betrekking tot de desbetreffende financiële onderneming daalt'

De Q&A behorende bij de maatregel van 5 oktober 2008 zijn van overeenkomstige toepassing op de Tijdelijke Regeling. De Tijdelijke Regeling zelf is, na verlening, van toepassing tot 28 februari 2009.

Kanttekeningen

Afgezien van de wettelijke grondslag voor het eerste verbod is er nog een aantal andere kanttekeningen te plaatsen bij de *short selling*-maatregelen en de bijbehorende reparatiewet.

Juridische grondslag

Ten eerste geeft de reparatiewet een toezichthoudende instelling (de AFM) de regelgevende bevoegdheid om categorieën transacties bij voorbaat aan te merken als marktmanipulatie. Het toewijzen van een regelgevende taak aan een zelfstandig bestuursorgaan (AFM) staat op gespannen voet met de leer van de *trias politica*.

Ten tweede verleent de reparatiewet deze vergaande bevoegdheden – met terugwerkende kracht – in situaties dat er sprake is van het ruime begrip 'bijzondere omstandigheden'. Is hiervan sprake bij een scherpe koersdaling, zoals eens in de zoveel jaar bij een neergaande economische cyclus voorkomt? Wat zijn vervolgens de maatregelen die de AFM mag nemen?

Ten derde krijgt de AFM de bevoegdheid om hele categorieën transacties vooraf en voor onbepaalde tijd te verbieden, terwijl de oorspronkelijke regelgeving, de Marktmissbruikrichtlijn, uitging van toetsing van individuele gevallen van mogelijke marktmanipulatie achteraf.¹⁵

12. Stb. 2008, 394.

13. Vraag 9 in de Q&A behorende bij de maatregel van 5 oktober 2008 (www.afm.nl/marktpartijen/default.aspx?DocumentId=11485).

14. Stcrt. 10 oktober 2008, nr. 197, p. 2.

15. Richtlijn 2003/6/EG.

Effectiviteit

Aan de effectiviteit van de maatregelen lijkt de AFM zelf te twijfelen. AFM-bestuurder Maatman liet optekenen:

‘Het is moeilijk te meten of het verbod werkt (...) Wij sluiten ons aan bij de Britse toezichthouder, al volgen we ze niet blindelings. Onze kapitaalmarkt lijkt op de Britse, vooral ook wat betreft de derivatenhandel. De maatregel is uit voorzorg genomen. We konden niet het risico nemen dat Nederlandse banken en verzekeraars door *short sellers* in problemen komen.’¹⁶

Verder strekt het verbod zich niet uit tot *securities lending*. Dit betekent dat het overdragen van aandelen met de verplichting aandelen van dezelfde soort op een later tijdstip terug te leveren niet verboden is.¹⁷ De AFM dringt slechts aan op waakzaamheid van de uitleners van aandelen en, waar zij vermoeden dat aandelen geleend worden met de intentie ze te gebruiken voor *short selling*, de AFM hierover te informeren. In de praktijk zal het echter moeilijk zijn om de maatregel te handhaven als *securities lending* feitelijk niet wordt verboden.

Tot slot is de drempel van de meldingsplicht voor netto *short*-posities van 0,25% van het totaal geplaatste kapitaal vrij hoog, zeker als de liquiditeit van de handel in de betrokken aandelen beperkt is.

Internationale werking

In de sterk internationaal georiënteerde financiële markten is het door artikel 5:56 Wft beperkte toepassingsbereik van de Nederlandse maatregelen een belemmerende factor. Zo zijn de Nederlandse maatregelen niet van toepassing op buitenlandse partijen die in het buitenland handelen in aandelen van de Nederlandse financiële ondernemingen met een secundaire notering buiten Nederland, zoals AEGON N.V., ING Groep N.V. en Fortis (Nederland) N.V.

Van een geharmoniseerd Europees en internationaal beleid ten aanzien van *short selling* is tot op heden geen sprake. Toezichthouders in verschillende landen hebben niet allemaal gelijktijdig dezelfde regelingen getroffen, waardoor het beleid sterk gefragmenteerd is. Ondanks het bestaan van CESR, het overlegorgaan ter harmonisatie van regelgeving van de Europese financiële toezichthouders, is er geen gemeenschappelijk actieplan tot stand gekomen. Dit terwijl de Europese Marktmissbruikrichtlijn, waarop nationale regelgeving in de lidstaten gebaseerd is, uniforme Europese toepassing van marktmissbruikregels beoogt (art. 1 laatste volzin Richtlijn 2003/6/EG).

Intrekking verbod

Op 14 januari 2009 werd bekend dat de Britse FSA het verbod op *short selling* ten aanzien van bepaalde financiële instellingen in het Verenigd Koninkrijk laat aflopen per 16 januari 2009. De

FSA verlengt wel het ingevoerde *disclosure*-regime ten significante netto *short*-posities tot 30 juni 2009.¹⁸

Het Amerikaanse verbod is reeds opgeheven per 8 oktober 2008. Hiervoor is een aantal maatregelen in de plaats gekomen.¹⁹ Onder deze nieuwe maatregelen valt ook de verplichting voor een institutionele belegger (*institutional investment manager*) die effecten met een gezamenlijke marktwaarde van USD 100 miljoen onder zijn beheer heeft, om een *short sale* in een bepaald effect (*Section 13(f) Security*) bekend te maken aan de SEC een week nadat deze plaatsvond.²⁰ Een vergelijkbare aanpassing op de Tijdelijke Regeling valt te overwegen omdat een verbeterd inzicht in *short sales* de AFM in staat zou kunnen stellen toepasselijke maatregelen op en voor korte termijn te nemen.

Verbieden of inzicht verkrijgen?

Concluderend: de wettelijke bevoegdheden die de AFM heeft verkregen ter onderbouwing van de maatregelen op *short selling*, bieden aanzienlijke ruimte om tijdelijke AVV's af te kondigen en categorieën transacties voor onbepaalde tijd te verbieden. Het is echter onduidelijk of het hierop gebaseerde verbod op *short selling* in de aandelen van de acht financiële ondernemingen het gewenste effect (herstel van de marktintegriteit) heeft. Zelfs indien dit effect bereikt wordt, is het de vraag of de zwaarte van het verbod in verhouding staat tot het behaalde resultaat.

Bij de kritiek op het ingrijpen van de AFM dient wel meegenomen te worden dat – in het licht van de ontwikkelingen op de financiële markten – de maatregelen tijdig en snel moesten worden ingevoerd. Het blijft echter de vraag hoe de AFM in de toekomst met haar nieuwe bevoegdheden zal omgaan, aangezien de randvoorwaarden en beperkingen hiervan nog niet duidelijk zijn.

Een te overwegen alternatief is, naar Amerikaans en Brits voorbeeld, het verplichten van notificatie van *short sales* door grote institutionele beleggers, waardoor een groter inzicht in de verrichte *short sales* ontstaat en alsnog toepasselijke maatregelen mogelijk zijn.

16. Het Financieel Dagblad 14 oktober 2008, AFM dubt over effect verbod.

17. Vraag 17 in de Q&A behorende bij de maatregel van 5 oktober 2008 (www.afm.nl/marktpartijen/default.aspx?DocumentId=11485).

18. www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/009.shtml.

19. www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm.

20. First Interim Final Temporary Rule, www.sec.gov/rules/final/2008/34-58785.pdf.