

De (tijdelijke) maatregelen tegen *short selling* in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten

M. Kuilman & J.M. Poelgeest

1 Inleiding

Met ingang van 11 oktober 2008 is de Wet op het financieel toezicht (Wft) gewijzigd in verband met het vaststellen van tijdelijke voorschriften ter bevordering van ordelijke en transparante financiële marktprocessen en de stabiliteit in de financiële sector.¹ De bevoegdheden van De Nederlandse Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) zijn onder de gewijzigde Wft uitgebreid. In de Wft is voor de AFM de bevoegdheid neergelegd om in geval van bijzondere omstandigheden ter bevordering van de ordelijke en transparante financiële marktprocessen algemeen verbindende voorschriften vast te stellen. Daarnaast is in de Wft de bevoegdheid voor DNB neergelegd om in bijzondere omstandigheden ter bevordering van de stabiliteit van de financiële markten tijdelijke voorschriften vast te stellen. De wetgever was naar eigen zeggen genoodzaakt tot deze wetswijziging, gezien de bijzondere omstandigheden op de financiële markt. Deze bijzondere omstandigheden op de financiële markt bestaan uit grote beweeglijkheid en onstabiele van de koersen. Direct na de wijziging van de Wft maakte de AFM gebruik van haar uitgebreide bevoegdheid en kondigde zij de Tijdelijke Regeling inzake Short Selling (de Tijdelijke Regeling) af, waarmee zij short selling van (certificaten van) aandelen in financiële instellingen die worden verhandeld aan Euronext Amsterdam verbod.² Dit verbod kwam niet uit de lucht vallen; al sinds 21 september 2008 was short selling door de AFM aan banden gelegd. Er werd destijds echter getwijfeld aan de bevoegdheid van de AFM om short selling te verbieden. Met de wijziging van de Wft is deze twijfel weggenomen.

In deze bijdrage staan de maatregelen tegen short selling centraal. Voordat we overgaan tot behandeling van de diverse internationale en nationale maatregelen, staan we kort stil bij de techniek van short selling en hetgeen short selling kan faciliteren, namelijk *securities lending*. Daarna bespreken we de maatregelen tegen short selling in Engeland, de Verenigde Staten en Nederland. Welke autoriteit is in deze landen bevoegd? Hoe zien de maatregelen eruit? Hoe wordt er tegen deze maatregelen aangekeken? Dit om te bezien of de maatregelen tegen short selling daadwerkelijk een antwoord zijn op de onrust op de financiële markten. Tot slot gaan wij kort in op de wenselijkheid van een verbod op *securities lending*.

1 Wet van 9 oktober 2008 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met het kunnen vaststellen van tijdelijke voorschriften ter bevordering van ordelijke en transparante financiële marktprocessen en de stabiliteit van de financiële sector, Stb. 2008, 394.

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

2 Short selling

Short selling is het tegenovergestelde van *long selling*. Bij long selling wordt gespeculeerd op een gestage koersstijging van een aandeel in het kapitaal van een bepaalde beursgenoteerde vennootschap; bij short selling op een sterke koersdaling. Long sellers beleggen op de langere termijn, terwijl short sellers hun bedrijf maken van het realiseren van winst op de korte termijn. Voorts is er verschil in het risico dat de long seller respectievelijk de short seller loopt. Het verlies van de long seller is beperkt tot het bedrag van zijn inleg. Het verliesrisico van de short seller is in principe onbeperkt (het verlies van de short seller loopt op naarmate het aandeel meer waard wordt). Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen gedekt of *covered* short selling en ongedekt of *naked* short selling.

2.1 Gedekt of covered short selling

In geval van gedekt of *covered* short selling verkoopt de short seller aandelen die hij nog niet heeft, maar wel op korte termijn verwacht te (kunnen) verkrijgen.³ Om aan zijn leveringsverplichting jegens de koper te kunnen voldoen, verkrijgt de short seller de aandelen van een derde (bijvoorbeeld een pensioenfonds).⁴ Hiertoe wordt tussen de short seller en de derde een overeenkomst gesloten (een zogenaemde securities lending overeenkomst). In de securities lendingovereenkomst wordt afgesproken dat de short seller dezelfde soort en dezelfde hoeveelheid aandelen op een zeker moment aan de derde (de uitlener) zal terugleveren. Om vervolgens op dit moment aan deze leveringsverplichting te kunnen voldoen, koopt de short seller dezelfde soort en hoeveelheid aandelen in de markt. De short seller speculeert erop dat de prijs die hij van de koper voor de aandelen heeft gekregen hoger is dan de prijs die hij zelf in de markt moet betalen.

Voorbeeld: short seller X verwacht – mede ingegeven door negatieve berichtgeving rondom het beursgenoteerde A bv – dat de aandelen in A bv binnenkort in waarde zullen dalen. X gaat short en verkoopt 50 aandelen in A bv aan Y die op dat moment € 8 per stuk zijn. X ontvangt hiervoor € 400. Om vervolgens de aandelen aan Y te leveren, stelt aandeelhouder Z, een pensioenfonds, aan X 50 aandelen A bv ter beschikking onder de verplichting om op een bepaalde datum dezelfde soort en hoeveelheid aandelen terug te leveren. Om op deze datum aan zijn verplichting jegens Z te voldoen, koopt X 50 aandelen in A bv in de markt tegen de op dat moment geldende koers van € 7 per aandeel. X maakt zodoende (400 -/ - 350) € 50 winst minus de kosten voor het ter beschikking stellen van de aandelen.

3 C.L. Culp en J.B. Heaton, *The Economics of Naked Short Selling*, Securities Exchange, Spring 2008, p. 45-51; G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma, *Preadvies van de vereniging 'handelsrecht'* 2007. Achter de schermen van beursaandeelhouders, Deventer: Kluwer 2007, p. 12 e.v.; H. Oppelaar, *Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden*, *Ondernemingsrecht* 2008/15, p. 552-554.

4 Zie hierover: P.E.B. Corten en M.H.C. Sinnighe Damsté, *Nood breekt wet: het verbod op short selling*, *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk*, 2008/8, p. 286. De afwikkeling van transacties op de beurs van NYSE Euronext vindt binnen (t+3) plaats. De betaling en levering vinden plaats na het verstrijken van drie dagen volgend op de dag waarop de transacties tot stand zijn gekomen.

2.2 Ongedekt of naked short selling

Vaak echter verkoopt de short seller aandelen die hij nog niet in bezit heeft, terwijl er ook geen zicht op is dat hij ze binnenkort kan verkrijgen.⁵ De short seller weet op het moment van de verkoop dus niet of hij aan zijn leveringsverplichting zal kunnen voldoen. Hoewel het zeer aantrekkelijk is om geen securities lending-overeenkomst af te sluiten – er hoeven dan immers geen provisies te worden betaald – bestaat het risico dat de short seller in zijn geheel niet aan zijn leveringsverplichting kan voldoen. Dit ongedekt verkopen van aandelen wordt ook wel ongedekte of *naked* short selling genoemd.

3 Securities lending

Zoals gezegd, wordt bij gedekte short selling gehandeld in aandelen die de short seller op het moment van verkoop nog niet heeft, maar wel op korte termijn kan verkrijgen.⁶ Het verkrijgen van aandelen vindt plaats door middel van securities lending. Hoewel men spreekt van securities *lending*, worden de aandelen niet uitgeleend, maar in eigendom overgedragen.⁷ Kort en goed komt securities lending op het volgende neer.⁸ De inlenende partij ontvangt aandelen van de uitlenende partij onder de verplichting om op een later tijdstip eenzelfde hoeveelheid van dezelfde soort aandelen (zogenoemde *Equivalent Securities*) weer aan de uitlener over te dragen. De inlener hoeft dus niet precies dezelfde aandelen terug te leveren, zolang het maar dezelfde soort en hoeveelheid aandelen is. Ter verzekering van de obligatoire verplichting van de inlener onder de securities lendingovereenkomst om op een later moment dezelfde hoeveelheid van dezelfde soort aandelen als eerder ontvangen terug over te dragen, verschaft de inlener bepaalde zekerheden. Als zekerheid kan dienen giraal geld, geld dat op rekening-courant of op een depositorekening staat of girale effecten.⁹ Op het moment van levering van de *Equivalent Securities* aan de uitlener dient de uitlener eenzelfde hoeveelheid van dezelfde soort girale effecten of giraal geld dat als onderpand heeft gediend (zogenoemde *Equivalent Collateral*) aan de inlener over te dragen. De uitlenende partij ontvangt voor het uitleenen van de aandelen een vergoeding. Daar staat tegenover dat indien giraal geld als onderpand dient, de uitlener in de regel de rente die hij hierover ontvangt aan de inlener moet doorbetalen.

5 Zie hierover ook G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma, Preadvies van de vereniging 'handelsrecht' 2007. Achter de schermen van beursaandeelhouders, Deventer: Kluwer 2007, p. 12 e.v.

6 Hierna wordt enkel gesproken over securities lending van aandelen in een beursgenoteerde vennootschap. Naast het uitleenen van aandelen in een beursgenoteerde vennootschap kunnen ook andere effecten worden uitgeleend.

7 De securities lendingovereenkomst kwalificeert als een overeenkomst van verbruikleen ex art. 7A: 1791 BW. Ingevolge een overeenkomst tot verbruikleen gaat het juridisch eigendom over op de inlener en blijft het economisch risico blijft bij de uitlener.

8 Een van de meest gebruikte raamovereenkomsten betreft de *Global Master Securities Lending Agreement* (2000), een raamovereenkomst opgesteld door de *International Securities Lending Association* (ISLA), te verkrijgen op <www.isla.co.uk/industry_documentation.asp>. Zie ook E.M. van Ardenne-Stachiw, *Effectenleningen* (NIBE-reeks, nr. 26), Amsterdam 1995, p. 10.

9 Art. 7:51 BW.

4 De voor- en nadelen van short selling

4.1 Voordelen

Er zijn zowel voorstanders als tegenstanders van short selling. Voorstanders van short selling vinden short selling een volstrekt acceptabele en gebruikelijke strategie, die de prijsvorming van aandelen en de werking van de financiële markten kan bevorderen.¹⁰ Met short selling wordt het (te) hoog oplopen van de koersen tegengegaan en de logistieke afwikkeling van aandelentransacties vergemakkelijkt.¹¹ Een ander voordeel van short selling is dat het een vrij eenvoudige manier is om het risico op een daling van de koers van een aandeel (gedeeltelijk) af te wenden (te *hedgen*).¹² Daarnaast wordt betoogd dat short selling niet veel anders is dan het kopen van een putoptie.¹³ Met een putoptie wordt een recht verworven om een bepaald aandeel op een vooraf vastgelegd tijdstip te verkopen tegen een bepaalde prijs. Evenals bij short selling hoopt de koper van een putoptie dat de prijs die hij met de verkoper van de putoptie (degene die de optie schrijft) afspreekt hoger ligt dan de koers van het aandeel op het vastgelegde tijdstip (het moment waarop de koper de aandelen in de markt moet kopen).

4.2 Nadelen

Short selling, met name ongedekte short selling, kan leiden tot een grote beweeglijkheid en tot een daling van de koers van een aandeel. Kort gezegd, zorgt de short seller ervoor dat op het moment waarop de short seller aandelen aanbiedt die hij nog niet heeft het totale aanbod van aandelen stijgt en de koers van het aandeel daalt. Deze 'extra' aandelen worden ook wel fantoomaandelen genoemd.¹⁴ Als de short seller de aandelen daarentegen zelf in de markt moet kopen (ter voldoening van zijn leveringsverplichting uit de koopovereenkomst of uit de securities lending-overeenkomst) stijgt de vraag en eventueel de koers van het aandeel. Een daling kan – naast het toenemen van het aanbod van aandelen – worden versterkt door een *self-fulfilling prophecy*.¹⁵ Een vennootschap die veel short sellers aantrekt, zal wel in de problemen verkeren, zo is de gedachte. De overige (conservatievere) beleggers zullen ook op een daling van de koers gaan speculeren en zo snel mogelijk hun aandelen proberen te verkopen. Het gevolg is een nog groter aanbod en een nog snellere daling van de koers.

10 R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin, Ondernemingsrecht 2006/7, p. 257. Zie ook AFM-rapport 2005, p. 35.

11 Zie hierover: H. Oppelaar, Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden, Ondernemingsrecht 2008/15, p. 552-554; C.L. Culp en J.B. Heaton, The Economics of Naked Short Selling, Securities Exchange, Spring 2008, p. 45-51.

12 International Securities Lending Association, Why asset management arms of banks should continue to lend banks shares, juni 2008.

13 The Economist, Searching for the naked truth, 17 augustus 2008.

14 The Economist, Searching for the naked truth, 17 augustus 2008; The Economist, Phantom Menace, 14 augustus 2008.

15 Zie hierover ook G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma, Preadvies van de vereniging 'handelsrecht' 2007. Achter de schermen van beursaandeelhouders, Deventer: Kluwer 2007, p. 12 e.v.

5 Short selling in strijd met de Pensioenwet?

Pensioenfondsen dienen bij de uitvoering van hun beleggingsbeleid de Pensioenwet (PW) in acht te nemen. Krachtens artikel 135 PW dient een pensioenfonds een beleggingsbeleid te voeren dat in overeenstemming is met de zogenoemde prudent-personregel.¹⁶ Op grond van deze regel dienen de waarden op zodanige wijze te worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd. Tevens dienen de waarden uitsluitend te worden belegd in het belang van de aanspraak- en de pensioengerechtigden.¹⁷ Handelt een pensioenfonds dat instemt met het tijdelijk ter beschikking stellen van aandelen aan een short seller in strijd met de Pensioenwet? De belangen van de aanspraak- en pensioengerechtigden zijn gediend met een stijging van de waarden dan wel met het behoud van de waarden. Betoogd kan worden dat het ter beschikking stellen van aandelen aan een short seller die gokt op een verlaging van de koers van die aandelen niet past in het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Indien buitenproportionele hoeveelheden aandelen worden uitgeleend, zou de vorenstaande vraag bevestigend kunnen worden beantwoord. Hier kan tegenover worden gesteld dat het pensioenfonds met het uitlenen van de aandelen extra rendement op de aandelen kan behalen dat zij zonder short selling zou zijn misgelopen. Pensioenbeheerder APG, beheerder van het bedrijfstakpensioenfonds ABP, heeft onlangs aangegeven dat het geen aandelen meer ter beschikking stelt aan short sellers. Tevens tientallen andere pensioenfondsen uit Europa en de Verenigde Staten zouden zijn gestopt met het uitlenen van aandelen in financiële instellingen.¹⁸

6 Engeland en de Verenigde Staten¹⁹

In het hiernavolgende bekijken we hoe in Engeland en de Verenigde Staten is omgegaan met short selling en in welke maatregelen dit heeft geresulteerd. Interessant is het om te zien dat in de Verenigde Staten de discussie 'wat te doen tegen short selling' al sinds de eerste helft van de vorige eeuw speelt en dat de Amerikaanse toezichthouder, de *Securities Exchange Commission* (SEC) nog geen twee jaar geleden de toen geldende beperkingen op short selling juist heeft afgeschaft. De maatregelen tegen short selling in Engeland hebben een aanmerkelijke kortere traditie.

6.1 Situatie in Engeland

In Engeland heeft de toezichthouder, de *Financial Services Authority* (FSA) op grond van de *Financial Services and Markets Act 2000* onder meer de taak om te zorgen voor vertrouwen in de financiële markten, het promoten van het begrijpen van het

16 R.H. Maatman, Beleggen volgens de 'prudent person'-regel, *Ondernemingsrecht* 2003, p.645.

17 Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3.

18 Het Financieele Dagblad, ABP treedt op tegen speculatie, 19 september 2008.

19 Voor een overzicht van de maatregelen genomen in diverse landen wordt verwezen naar de bijlage bij een brief van de minister van Financiën: Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 6.

financiële systeem, het waarborgen van een gepaste mate van consumentenbescherming en het voorkomen van financiële misdaden.²⁰

Op basis van haar bevoegdheden zoals neergelegd in de Financial Services and Markets Act 2000 heeft de FSA in haar *Market Conduct sourcebook* op 18 september 2008 en op 23 september 2008 maatregelen opgenomen tegen short selling.²¹ In haar maatregelen heeft de FSA aangegeven dat short selling marktmisbruik betreft.²² De FSA heeft in haar *Market Conduct sourcebook* opgenomen dat indien een persoon een transactie of een samenstel van transacties aangaat die het effect hebben dat er 1) een netto shortpositie wordt gecreëerd in een vennootschap uit de financiële sector met een zetel in Engeland of 2) een netto shortpositie wordt vergroot in een dergelijke vennootschap ten opzichte van de positie voor 19 september 2008 er naar het oordeel van de FSA sprake is van marktmisbruik (misleitend gedrag). Er is sprake van een netto shortpositie als het een economisch belang betreft in het uitstaande kapitaal van een vennootschap uit de financiële sector²³ in Engeland van 0,25% of meer.²⁴

In haar maatregel heeft de FSA tevens bepaald dat shortposities dagelijks moeten worden gemeld. Het betreft hier zowel gedekte als ongedekte short selling.²⁵ Meldingen moeten worden gedaan voor 15.30 uur op de werkdag volgend op de dag dat de netto shortpositie is verkregen.²⁶ In haar maatregel heeft de FSA tevens bepaald dat het niet (tijdig) melden van een netto shortpositie ook wordt aangemerkt als

20 Zie <www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/103.shtml>.

21 The Short Selling (No 2) Instrument 2008, geldig vanaf 19 september 2008, zie <www.fsa.gov.uk>; de Short Selling (No 3) Instrument 2008, geldig vanaf 24 september 2008, zie <www.fsa.gov.uk>.

22 Zie hierover ook F.F. Nagelkerke, update over recente ontwikkelingen, Juridisch up to date, nr. 18, 9 oktober 2008, p. 9.

23 Hieronder wordt verstaan een bank of een verzekeraar uit Engeland of een moederonderneming van een bank of een verzekeraar uit Engeland, terwijl het bedrijf van de groep waartoe de moedermaatschappij behoort het verlenen van financiële diensten is; dit blijkt uit de definitie van 'UK financial sector company'. The Short Selling (No 2) Instrument 2008 en The Short Selling (No 3) Instrument 2008, zie <www.fsa.gov.uk>.

24 Dit blijkt uit de definitie van *disclosable short position*; het betreft per 30 september 2008: Aberdeen Asset Management Plc, Admiral Group Plc, Alliance & Leicester Plc, Alliance Trust Plc, Arbutnot Banking Group Plc, Aviva Plc, Barclays Plc, Brit Insurance Holdings Plc, Chesnara Plc, Close Brothers Group Plc, European Islamic Investment Bank Plc, F&C Asset Management Plc, Friends Provident Plc, HBOS Plc, Highway Insurance Group Plc, HSBC Holdings Plc, Investec Plc, Islamic Bank of Britain Plc, Just Retirement Holdings Plc, Legal & General Group Plc, Lloyds TSB Group Plc, London Scottish Bank Plc, Novae Group Plc, Old Mutual Plc, Provident Financial Plc, Prudential Plc, Rathbone Brothers Plc, Royal Bank of Scotland Group Plc, RSA Insurance Group Plc, Schroders Plc, St James's Place Plc, Standard Chartered Plc, Standard Life Plc and Tawa Plc (zie <www.fsa.gov.uk>).

25 Zie hierover ook Short Selling (No 2) Instrument 2008 – FAQs Version 5 – Issued 25 November 2008.

26 In de melding moeten worden vermeld de naam van de persoon die positie heeft, de omvang van de positie en de naam van het bedrijf waarin de positie wordt gehouden.

marktmisbruik. Een uitzondering is gemaakt voor transacties die zijn verricht vóór 19 september 2008 en voor transacties door *market makers*.²⁷

De FSA heeft de maatregelen genomen om de integriteit en kwaliteit van de financiële markten te behouden en om verdere instabiliteit van de financiële markten te voorkomen. De maatregelen zouden een 'kalmerend' effect moeten hebben.²⁸ Bij het uitvoeren van de maatregel is opgemerkt dat short selling onder normale marktcondities in beginsel een gerechtvaardigde investeringstechniek is. De genomen maatregelen waren echter noodzakelijk gezien de uitzonderlijke marktomstandigheden.

De FSA heeft bij het instellen van de maatregelen aangegeven dat dertig dagen na het nemen van de maatregelen de effectiviteit van de maatregelen zou worden bekeken en de resultaten hiervan zouden worden gepubliceerd. Op 22 oktober 2008 publiceerde de FSA haar bevindingen en concludeerde dat de genomen maatregelen, op één uitzondering na, niet hoefden te worden gewijzigd. De uitzondering betreft de verplichting om shortposities dagelijks te melden. In plaats hiervan hoeven alleen nieuwe shortposities en shortposities die zijn gewijzigd te worden gemeld. Deze wijziging geldt vanaf 31 oktober 2008. De FSA heeft aangegeven dat de maatregelen effectief bevonden worden.

De door de FSA ingevoerde maatregelen golden tot 14 januari 2009. Per 14 januari 2009 is er een nieuwe maatregel van kracht geworden.²⁹ In deze maatregel is niet meer opgenomen dat short selling wordt aangemerkt als marktmisbruik. De meldingsplicht blijft daarentegen in gewijzigde vorm nog wel bestaan,³⁰ waarbij het niet melden van een meldingsplichtige positie nog steeds wordt aangemerkt als marktmisbruik. De gewijzigde meldingsplicht geldt nog tot 30 juni 2009.³¹

Door per 18 september 2008 een totaal verbod op short selling uit te vaardigen, is de FSA overigens verder gegaan dan de Amerikaanse toezichthouder; de SEC beperkte het verbod op short selling tot ongedekte short selling.³² In het hiernavolgende zullen wij kort uiteenzetten wat de maatregelen zijn, zoals genomen door de Amerikaanse toezichthouder.

27 Market maker is in het market conduct sourcebook gedefinieerd als '(except in COBS) (in relation to an investment) a person who (otherwise than in his capacity as the operator of a regulated collective investment scheme) holds himself out as able and willing to enter into transactions of sale and purchase in investments of that description at prices determined by him generally and continuously rather than in respect of each particular transaction. (In COBS) a person who holds himself out on the financial markets on a continuous basis as being willing to deal on own account by buying and selling financial instruments against his proprietary capital at prices defined by him'.

28 Zie <www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/103.shtml>.

29 Short selling instrument (No 5) 2009.

30 Er moet worden gemeld bij elke 0,1% boven de 0,25%-grens, dus bij 0,35%, 0,45%, 0,55%, enz. Ook als een short positie onder de 0,25% komt, zal er gemeld moeten worden; zie <www.fsa.gov.uk>.

31 Er moet worden gemeld bij elke 0,1% boven de 0,25%-grens, dus bij 0,35%, 0,45%, 0,55%, enz. Ook als een short positie onder de 0,25% komt, zal er gemeld moeten worden; zie <www.fsa.gov.uk>.

32 Zie onder meer: brief van de minister van Financiën, Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 6.

6.2 Situatie in de Verenigde Staten

De beurskrach van 1929 en de grote depressie die daarop volgde, noopte de Amerikaanse wetgever landelijke maatregelen te nemen. De Securities Act 1933³³ kwam destijds tot stand met als doel de transparantie en informatievoorziening bij de uitgifte van aandelen te vergoten en frauduleus handelen tegen te gaan. In navolging op de Securities Act 1933 werd de Securities Exchange Act 1934 ingevoerd.³⁴ De Securities Exchange Act 1934 reguleert de secundaire effectenmarkt, de handel in uitgegeven effecten die genoteerd staan aan, onder meer, de New York Stock Exchange en de NASDAQ. Op grond van de Securities Exchange Act 1934 is de Amerikaanse toezichthouder, de SEC, belast met het toezicht op deze secundaire effectenmarkt.

Evenals tijdens de huidige kredietcrisis, was na de beurskrach van 1929 de *communis opinio* dat short selling op het negatieve beursstemming een versterkend effect zou hebben gehad. Een reeks maatregelen tegen short selling was het gevolg. Eén van deze maatregelen betrof de in 1938 ingevoerde *uptick*-regel. Als gevolg van de *uptick*-regel was short selling van een aandeel tegen een prijs die lager lag dan de meest recente koers niet meer mogelijk.³⁵ Short selling mocht alleen in aandelen waarvan de koers een stijgende lijn vertoonde. De SEC handhaafde de *uptick*-regel bijna zeventig jaar. In 2005 onderzocht de SEC de werking en de wenselijkheid van de *uptick*-regel en concludeerde medio 2007 dat:

‘today’s markets are characterized by high levels of transparency and regulatory surveillance. These characteristics greatly reduce the risk of abusive or manipulative short selling going undetected’³⁶

en schafte de *uptick* regel af.

De maatregelen tegen short selling die sinds 1938 golden, werden op 3 januari 2005 vervangen door Regulation SHO.³⁷ Krachtens Regulation SHO is de relevante tussenpersoon gemachtigd, indien de verkoper dertien dagen na de verkoop nog steeds in gebreke is met het leveren van de aandelen, de aandelen in de markt te kopen en deze namens de koper te leveren.³⁸ Deze regel wordt ook wel de *close-out requirement* genoemd. Deze close-out requirement betreft specifieke aandelen (*Threshold Securities*), waarbij de ervaring heeft geleerd dat vertraging in de levering van de aandelen regelmatig voorkomt. Daarnaast bepaalt Regulation SHO dat de ongedekte short seller in de periode waarin hij in gebreke is met de levering van de aandelen geen ongedekte transacties meer mag verrichten.³⁹ Een uitzondering op

33 The Securities Act 1933, 15 U.S.C. § 77a et seq.

34 The Securities Exchange Act 1934, 15 U.S.C. § 78a et seq.

35 Het Financieel Dagblad, Verbod short gaan uitgebreid, 6 oktober 2008.

36 Regulation SHO, Release No. 34-55970.

37 Zie <www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>.

38 Rule 203(b)(3) van Regulation SHO.

39 Rule 203(b)(3)(v) van Regulation SHO.

deze bepalingen geldt voor market makers.⁴⁰ Krachtens Section 10a van Regulation SHO is de SEC bevoegd maatregelen te treffen tegen short selling in beursgenoteerde vennootschappen.

In navolging van de FSA en de toezichthouders in onder meer Frankrijk, Portugal en Ierland, verbood de SEC op 15 juli 2008 ongedekte short selling in negentien genoteerde vennootschappen.⁴¹ Deze tijdelijke regeling gold wederom niet voor market makers en verviel op 12 augustus 2008. Uit onderzoek bleek later dat de koersen van de aandelen van de vennootschappen die door de maatregel van de SEC waren beschermd, gedurende de periode waarin de maatregel van kracht was niet beter presteerden en dat ongedekte short selling in aandelen van de 'beschermd' vennootschappen niet significant afnam.⁴²

Na het faillissement van Lehman Brothers in het weekend van 13 en 14 september 2008, nam de SEC in het belang van de openbare orde en ter bescherming van investeerders verdergaande maatregelen en werd short selling in 799 genoteerde vennootschappen verboden.⁴³ Daarnaast werd Regulation SHO op een aantal punten aangescherpt. De SEC introduceerde een boete voor alle ongedekte short sellers en tussenpersonen⁴⁴ die verzuimen binnen drie dagen aan hun leveringsverplichting te voldoen⁴⁵ en bepaalde dat eenieder die niet de waarheid spreekt over zijn intenties en over de mogelijkheid de aandelen binnen drie dagen te leveren, geacht werd de regeling te overtreden.⁴⁶ Tevens werd besloten de uitzondering voor market makers op de close-out requirement zoals geformuleerd in Rule 203(b)(3) te schrappen. Tot slot voerde de SEC een maatregel in waardoor short sellers wekelijks werden verplicht hun posities openbaar te maken door middel van het invullen en insturen van een bepaald formulier (Form SH) gericht aan de SEC.⁴⁷

40 De door de SEC gehanteerde definitie van 'market maker' is te vinden in Section 3(a)(38) of the Securities Exchange Act 1934: 'The term "market maker" means any specialist permitted to act as a dealer, any dealer acting in the capacity of block positioner, and any dealer who, with respect to a security, holds himself out (by entering quotations in an inter-dealer communications system or otherwise) as being willing to buy and sell such security for his own account on a regular or continuous basis.'

41 Exchange Act Release No. 58166 (July 15, 2008). Naast Fannie Mae en Freddy Mac, werd ongedekte short selling verboden in Bank of America, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Citigroup, Morgan Stanley, Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland, Wells Fargo, US Bancorp, Bank of New York Mellon, Wachovia, PNC en Credit Suisse.

42 The Economist, Phanton Menace, 14 augustus 2008; The Economist, Searching for the naked truth, 17 augustus 2008; The New York Times, Did it help to Curb Short Sales?, 12 augustus 2008. Zie <<http://uk.reuters.com/article/companyNews/idUK1349228620080813>>. Het is ons onduidelijk waarom short selling, ondanks de genomen maatregelen, niet significant afnam.

43 Op 21 september 2008 bepaalde de SEC dat de 'national securities exchange listing markets' de te beschermen vennootschappen dienden aan te wijzen. In totaal werd short selling in meer dan 950 vennootschappen uitgesloten.

44 Clearing instellingen zoals gedefinieerd in section 3(a)(23)(A) van de Exchange Act Release No. 58166 (July 15, 2008).

45 Rule 204T van Regulation SHO.

46 Rule 10b-21 van Regulation SHO; Herald Tribune, 17 september 2008, SEC adopts rules against 'naked' short selling.

47 Rule 10a-3T van Regulation SHO.

Het verbod op short selling was van korte duur.⁴⁸ Op 9 oktober 2008 werd het verbod op short selling, wat gedekte short selling betreft, alweer opgeheven. Het verbod op ongedekte short selling verviel op 17 oktober 2008. De overige maatregelen, zijnde aanpassingen van Regulation SHO, zijn nog steeds van kracht. De verplichting om openheid van zaken te geven en de aangescherpte leveringsvereisten gelden nog tot 1 augustus 2009.

In tegenstelling tot de FSA heeft de SEC nog niet de effectiviteit van de genomen maatregelen bekeken. Gezien de bijzondere omstandigheden, bestaande uit een volatiele en onstabiele financiële markt, is het moeilijk om vast te stellen of de maatregelen tegen short selling daadwerkelijk effect hebben (gehad). Het is onzeker of de koers van een aandeel in het kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap sterker zou zijn gedaald indien short selling wel mogelijk zou zijn geweest. Wellicht dat over een aantal jaren de uitwerking van het verbod kan worden vastgesteld. De voorzitter van de SEC heeft intussen, terugkijkend, aangegeven short selling niet nogmaals te verbieden.⁴⁹

In het licht van de recente ontwikkelingen is het achteraf opvallend te noemen dat de SEC in juli 2007 de *uptick*-regel heeft afgeschaft. Uit een onderzoek van de Financial Times bleek dat ongeveer 85% van de ondervraagden (bestuurders van vennootschappen genoteerd aan de NYSE) voorstander is van het herinvoeren van de *uptick*-regel.⁵⁰ Verder is het, zoals al eerder gezegd, opmerkelijk dat het verbod op gedekte short selling in de Verenigde Staten eerder is opgeheven dan hetzelfde verbod in Engeland.⁵¹ De SEC was in 1938 de eerst toezichthouder die maatregelen tegen short selling nam, de FSA volgde pas in 2008.

7 Verbod op short selling

7.1 Maatregelen AFM

7.1.1 21 september 2008

Op 21 september 2008 publiceerde de AFM, tegelijk met de toezichthouders in België en Frankrijk, haar eerste maatregel tegen ongedekt short selling. De maatregel hield een verbod in op ongedekte short selling, voor zover het betreft het verkopen van (certificaten van) aandelen in financiële instellingen die worden verhandeld aan Euronext Amsterdam. Op grond van de maatregel was het verboden om dergelijke (certificaten van) aandelen te verkopen indien de verkoper de (certificaten van) aandelen niet in zijn of haar bezit had. Aanleiding voor de AFM om ongedekte short selling te verbieden, waren de heftige koersschommelingen van aandelen in finan-

48 Op grond van Section 12(k)(2)(c) van de Securities Exchange Act is het de SEC slechts toegestaan maatregelen te nemen die gelden voor een periode van maximaal dertig dagen.

49 Zie <www.reuters.com/article/newsOne/idUSTRE4BU3GG20081231>.

50 Financial Times 22 oktober 2008.

51 Zie onder meer: brief van de minister van Financiën, Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 6.

ciële instellingen, zoals banken en verzekeraars. Het was de bedoeling dat deze maatregel voor een periode van drie maanden zou gelden.⁵²

Krachtens de maatregel van 21 september 2008 dienden partijen voorts een netto shortpositie⁵³ van meer dan 0,25% van het geplaatste kapitaal in financiële ondernemingen te melden aan de AFM. Daarnaast werd verzocht tijdelijk geen (certificaten) van aandelen uit te lenen (lees: securities lendingovereenkomsten aan te gaan). Tot slot bepaalde de AFM in haar maatregel dat een transactie of order, of een combinatie van transacties of orders die op zichzelf niet valt onder de maatregel maar hetzelfde effect kan bewerkstelligen, geacht kan worden onder het verbod van artikel 5:58 Wft te vallen.⁵⁴ Hoewel niet geëxpliciteerd, zal het hier het verbod betreffen van artikel 5:58 lid 1 sub a Wft, dat kort gezegd inhoudt dat iemand geen transacties mag verrichten waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of als er een sterke mogelijkheid is dat er een onjuist of misleidend signaal van uit zal gaan. Dit heeft tot gevolg dat een dergelijke transactie onder het verbod van marktmissbruik valt. In de maatregel is vermeld dat er zonedig handhavend zal worden opgetreden.

Er werd op dat moment door diverse partijen openlijk getwijfeld aan de wettelijke bevoegdheid van de AFM om de maatregel te nemen.⁵⁵ Een van de redenen hiervoor is dat in artikel 1:28 Wft is vastgelegd dat toezichthouders niet overgaan tot het vaststellen van algemeen verbindende voorschriften dan nadat een daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen is geraadpleegd. Dit is voor het vaststellen van de maatregel van 21 september 2008 niet gebeurd. Onduidelijk is wat de juridische status is van dit verbod van de AFM en of de AFM daadwerkelijk handhavend heeft opgetreden.

7.1.2 5 oktober 2008

Op 5 oktober 2008 heeft de AFM een nieuwe maatregel gepubliceerd. Gelet op de aanhoudende uitzonderlijke marktomstandigheden achtte de AFM zich noodzaak verdergaande maatregelen te nemen tegen transacties die de handel in aandelen van financiële ondernemingen kunnen verstoren. De maatregel van 5 oktober 2008 betreft een verbod op ongedekte en gedekte short selling en gaat daarmee

52 De AFM heeft in de maatregel aangegeven dat de duur en de inhoud van de maatregelen tussentijds kunnen worden aangepast of ingetrokken.

53 Netto shortpositie: het economisch belang gerelateerd aan het totaal geplaatste kapitaal van de desbetreffende financiële onderneming. Het economisch belang is blijkens de vraag-en-antwoordenlijst: 'It means any instrument (contracts for differences, spread bets, options, ADR's, etc) giving rise to an exposure, whether direct or indirect, to the total issued share capital of a financial company.'

54 Op grond van art. 58 lid 3 Wft kan 'De Autoriteit Financiële Markten categorieën transacties of handelsorders aanmerken als transacties of handelsorders die onder de in het eerste lid bedoelde verboden geacht worden te vallen'.

55 Zie bijvoorbeeld *Het Financieele dagblad*, *Advocaten zien geen grond voor verbod short selling*, 23 september 2008; H. Oppelaar, *Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden*, *Ondernemingsrecht* 2008/15, p. 552-554.

De (tijdelijke) maatregelen tegen short selling in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten

verder dan de maatregel van 21 september 2008.⁵⁶ De maatregel van 5 oktober 2008 is soortgelijk aan de Tijdelijke Regeling die hierna uitgebreid zal worden besproken. Feitelijk was de maatregel van 5 oktober 2008 slechts tot 11 oktober 2008 van kracht. Evenals ten tijde van het instellen van de maatregel van 21 september 2008, had de AFM op 5 oktober 2008 nog geen wettelijke bevoegdheid.

In de vragen-en-antwoordenlijst van de AFM van 5 oktober 2008 is vermeld dat zonodig handhavend zal worden opgetreden. Voor zover ons bekend, zijn er tot op heden geen maatregelen tot handhaving genomen die betrekking hadden op handelen in de periode voor 11 oktober 2008, de datum waarop de Wft werd gewijzigd en de AFM de wettelijke bevoegdheid kreeg in bijzondere omstandigheden algemeen verbindende voorschriften vast te stellen zonder dat een daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen moet zijn geraadpleegd.

7.2 Wijziging Wft

Aan de maatregelen van de SEC en de FSA lag van meet af aan een duidelijke wettelijke bevoegdheid ten grondslag,⁵⁷ terwijl dit niet kan worden gezegd over de maatregelen van de AFM. Met enige creativiteit is hier echter in een mum van tijd een mouw aan gepast. Op 11 oktober 2008 is de Wft gewijzigd. Artikel 1:28, 1:29, 5:56 en artikel 5:58 Wft zijn aangepast. De wijzigingen van artikel 1:28, 1:29 en 5:56 Wft hebben terugwerkende kracht tot en met 1 oktober 2008, te weten tot de datum van indiening bij de Tweede Kamer. De wijziging van artikel 5:58 lid 3 Wft werkt zelfs terug tot 1 januari 2007, de datum van inwerkingtreding van de Wft.⁵⁸

Met betrekking tot de terugwerkende kracht merkt de minister van Financiën op dat hoewel het beleid is om terughoudend om te gaan met het toekennen van terugwerkende kracht aan de inwerkingtreding van wettelijke maatregelen 1) het gelet op de bijzondere omstandigheden, 2) het feit dat de te treffen maatregelen zijn geconcretiseerd in het gezamenlijke persbericht van 21 september 2008 van de AFM en DNB en 3) het feit dat het parlement officieel in kennis is gesteld van de op handen zijnde wetgeving via de brief van de minister van Financiën van 22 september 2008, hierop in dit geval een uitzondering gerechtvaardigd is.⁵⁹

7.2.1 Artikel 1:28 en 1:29 lid 3 Wft

De belangrijkste wijziging van de Wft betreft de verruiming van de bevoegdheden van de AFM en DNB. Krachtens artikel 1:28 lid 2 Wft is de AFM nu bevoegd om in geval van bijzondere omstandigheden algemeen verbindende voorschriften vast te stellen ter bevordering van de ordelijke en transparante financiële marktprocessen

56 Deze maatregel is vastgesteld na overleg met de minister van Financiën, Kamerstukken I 2008/09, 31 724, B.

57 De SEC was gemachtigd tot het nemen van deze maatregelen op grond van Section 12(k)(2) van de Securities Exchange Act 1934.

58 Voor de gevolgen van deze terugwerkende kracht wordt verwezen naar D. Doorenbos, Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezichthouders, Nederlands Juristenblad, 2008/37, p. 2360-2361.

59 Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 3.

zonder dat een daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen moet zijn geraadpleegd. Ingevolge lid 3 is DNB bevoegd om in bijzondere omstandigheden tijdelijke voorschriften vast te stellen ter bevordering van de stabiliteit van de financiële markten, eveneens zonder raadpleging van een representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen. Wat de bijzondere omstandigheden nu precies inhouden en wanneer de AFM en DNB dus bevoegd zijn, is niet uitgemaakt. Hoewel uit de memorie van toelichting volgt dat de AFM en DNB bij de aanwending van hun bevoegdheden altijd binnen hun taakomschrijving moeten blijven, blijft er ruimte voor interpretatie.⁶⁰ In artikel 1:29 Wft is wel bepaald dat de minister van Financiën de door de toezichthouder vastgestelde voorschriften kan intrekken als zij bijvoorbeeld in strijd zijn met een wet of een verdrag.

7.2.2 *Opmerkingen*

Het is onduidelijk wanneer er sprake is van bijzondere omstandigheden in de zin van artikel 1:28 lid 2 en lid 3 Wft. Bij het invoeren van de bevoegdheid lijkt de focus enkel te zijn gelegd op de huidige marktomstandigheden en de door de AFM reeds gepubliceerde maatregel.⁶¹ De indruk wordt gewekt dat er niet of nauwelijks is beraadslaagd over mogelijke toekomstige bijzondere omstandigheden en over de toepassingen van de bevoegdheden. Doorenbos stelt over de wijziging van de Wft dat de toezichthouders een blanco cheque wordt verleend die zij ook in rustiger tijden kunnen verzilveren.⁶² Het lijkt er inderdaad op dat AFM en DNB door deze wetswijziging een ruime bevoegdheid hebben gekregen. Zowel voor de toezichthouders zelf als voor derden is het onduidelijk wanneer van deze bevoegdheid gebruik mag worden gemaakt.

7.2.3 *Artikel 5:56 Wft*

In het kader van de wetswijziging van de Wft is tevens een wijziging doorgevoerd in de reikwijdte van artikel 5:56 Wft. Deze wijziging staat los van het verbod op short selling. Het betreft de verbodsbepaling om gebruik te maken van voorwetenschap. Artikel 5:56 Wft luidt:

‘Het is een ieder die behoort tot een in het tweede lid genoemde categorie personen verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten in of vanuit Nederland in financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in een andere lidstaat (...).’

In plaats van ‘een gereguleerde markt in een andere lidstaat’ is nu opgenomen ‘een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit in een andere lidstaat. Hiermee is de reikwijdte van het verbod om gebruik te maken van voorwe-

60 Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 3, p. 2.

61 Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 3.

62 D. Doorenbos, *Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezichthouders*, *Nederlands Juristenblad*, 24 oktober 2008/37, p. 2360-2361 en Leon Heuts, *Wetenschapper vindt, Advocatenblad*, 14 november 2008, p. 703.

De (tijdelijke) maatregelen tegen short selling in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten

tenschap ook van toepassing geworden op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit in een andere lidstaat. Volgens de memorie van toelichting wordt van de gelegenheid gebruikgemaakt een omissie te herstellen in de reikwijdte van artikel 5:56 Wft.⁶³

7.2.4 *Opmerkingen*

De aanpassing van dit toepassingsbereik betekent dat indien in of vanuit Nederland wordt gehandeld in financiële instrumenten die worden verhandeld op een multilaterale handelsfaciliteit, er een verbod geldt op het handelen met voorwetenschap.

Het toepassingsbereik van artikel 5:57 Wft (tipverbod) en artikel 5:58 Wft (marktmanipulatie) is gestoeld op het bereik van artikel 5:56 Wft. Een tweede gevolg van de wijziging is daardoor dat het tipverbod zoals vermeld in artikel 5:57 Wft en het verbod op marktmanipulatie zoals vermeld in artikel 5:58 Wft eveneens gelden voor personen die handelen in dergelijke financiële instrumenten.

Zoals vermeld werkt artikel 5:56 Wft terug tot 1 oktober 2008. Hiermee is bereikt dat iemand die na 1 oktober 2008 in of vanuit Nederland handelde met voorwetenschap, het tipverbod of het verbod van marktmanipulatie overtrad met betrekking tot financiële instrumenten verhandeld op een multilaterale handelsfaciliteit, met terugwerkende kracht strafbaar heeft gehandeld. Overtreding van deze bepalingen levert namelijk een economisch delict op.⁶⁴ Hiervan kan op zijn minst gezegd worden dat dit indruist tegen de strafrechtelijke basisbepalingen van het Nederlandse recht.⁶⁵

7.2.5 *Artikel 5:58 Wft*

Artikel 5:58 Wft bevat het verbod op marktmanipulatie. Het verbod op marktmanipulatie houdt kort gezegd in dat iemand geen transacties mag verrichten waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of als er een sterke mogelijkheid is dat er een onjuist of misleidend signaal van zal uitgaan. Daarnaast mogen ook geen transacties worden verricht waardoor de koers van bepaalde financiële instrumenten kunstmatig hoog wordt gehouden of waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding. Tevens is het verboden informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of als er een sterke mogelijkheid daartoe is.

Op grond van artikel 5:58 lid 3 Wft kunnen categorieën transacties of handelsorders worden aangewezen waarop een deel van het verbod niet van toepassing is. Aan lid 3 is met de wijziging van de Wft het volgende toegevoegd:

‘De Autoriteit Financiële Markten kan categorieën transacties of handelsorders aanmerken als transacties of handelsorders die onder de in het eerste lid bedoelde verboden geacht worden te vallen.’

63 Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 3.

64 Art. 1 sub 2 van de Wet op de economische delicten.

65 Zie over de werking van de terugwerkende kracht ook D. Doorenbos, Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezichthouders, Nederlands Juristenblad, 24 oktober 2008/37, p. 2360-2361.

De AFM heeft sinds de wijziging van de Wft dus de bevoegdheid om bepaalde transacties te kwalificeren als marktmanipulatie in de zin van de Wft. Dit is ter verduidelijking dat de AFM de bevoegdheid heeft om transacties als zodanig te kwalificeren.⁶⁶

7.2.6 *Opmerkingen*

De wijziging van artikel 5:58 Wft werkt terug tot en met 1 januari 2007, de datum van inwerkingtreding van de Wft. Blijkens de memorie van toelichting beoogt de wetgever met de terugwerkende kracht een verduidelijking aan te brengen in de bedoelingen van de wetgever en de bevoegdheden van de AFM.⁶⁷ In combinatie met de terugwerkende kracht tot 1 oktober 2008 van de wijziging van artikel 1:28 Wft kan worden vastgesteld dat het verbod op short selling van de AFM van 5 oktober 2008 een wettelijke grondslag had. Het is echter niet duidelijk wat de juridische status is van het verbod op ongedekte short selling van 21 september 2008.

7.3 *Tijdelijke Regeling*

De AFM heeft direct na de inwerkingtreding van de gewijzigde Wft gebruikgemaakt van haar bevoegdheid op grond van artikel 1:28 lid 2 Wft en een algemeen verbindend voorschrift vastgesteld: de Tijdelijke Regeling.⁶⁸ De Tijdelijke Regeling zou aanvankelijk gelden tot 4 november 2008, maar is op 28 oktober 2008 verlengd tot 17 januari 2009⁶⁹ en op 17 januari 2009 nogmaals verlengd tot 28 februari 2009.⁷⁰ De Tijdelijke Regeling is gebaseerd op de regeling inzake short selling zoals die is uitgevaardigd door de FSA. De AFM heeft bij het instellen van haar maatregelen gelet op de maatregelen genomen in andere staten, maar de maatregelen zijn hoofdzakelijk gestoeld op de regels zoals ingesteld door de FSA.⁷¹

7.3.1 *Marktmanipulatie*

De AFM heeft gebruikgemaakt van haar bevoegdheid neergelegd in artikel 5:58 Wft door in de Tijdelijke Regeling te bepalen dat onder het verbod van artikel 5:58 Wft transacties en handelsorders vallen die op zichzelf of in samenhang met andere transacties of handelsorders leiden tot het creëren van een netto shortpositie of het vergroten van een netto shortpositie in vergelijking tot de positie voor 11 oktober 2008.⁷²

66 Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 3.

67 Kamerstukken II 2008/09, 31 724, nr. 3. Hierover ook F.F. Nagelkerke, Juridisch up to date, p. 7, waarin zij opmerkt dat deze verduidelijking niet was opgenomen in de Reparatiewet Wft die voor dit soort zaken bedoeld was.

68 Tijdelijke Regeling inzake Short Selling, Stcrt. 10 oktober 2008, nr. 197, p. 2.

69 Verlenging Tijdelijke Regeling inzake Short Selling, Stcrt. 28 oktober 2008, nr. 407.

70 Verlenging Tijdelijke Regeling inzake Short Selling, Stcrt. 16 januari 2009, nr. 730. Op het moment van schrijven is nog niet duidelijk of de Tijdelijke Regeling wederom zal worden verlengd.

71 Dat met de genomen maatregelen aansluiting is gezocht bij het door de FSA uitgevaardigde verbod op short selling blijkt onder meer uit Kamerstukken I 2008/09, 31 724, B. Een kleine afwijking is dat de FSA uitgaat van een publieke melding, terwijl dat op grond van de maatregelen van de AFM niet zo is. Volgens Kamerstukken I 2008/09, 31 724, B is dit verschil veroorzaakt door een verschil in systematiek van de toezichtsstructuur.

72 Art. 2 Tijdelijke Regeling.

De (tijdelijke) maatregelen tegen short selling in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten

Op dit verbod gelden twee uitzonderingen, te weten 1) voor personen die handelen als market maker en 2) voor transacties of handelsorders die zijn verricht of bewerkstelligd voor 11 oktober 2008.⁷³ Een market maker is iemand die voor eigen rekening handelt door financiële instrumenten tegen door hem vastgestelde prijzen te kopen en te verkopen.⁷⁴ Uit de vragen-en-antwoordenlijst van de AFM van 5 oktober 2008 blijkt dat het enkel market makers betreft, voor zover zij in die hoedanigheid handelen en dat registratie als market maker niet relevant is.

Uit de toelichting op de Tijdelijke Regeling blijkt dat de AFM deze regeling heeft vastgesteld om valse en misleidende signalen met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten te vermijden, zodat het vertrouwen van beleggers in de markten gehandhaafd kan worden.

7.3.2 Meldingsregeling

Op basis van de Tijdelijke Regeling dient iedereen die na 10 oktober 2008 een netto shortpositie heeft of verkrijgt in bepaalde financiële ondernemingen deze positie bij de AFM te melden. Onder een netto shortpositie wordt een positie van 0,25% of meer verstaan. Dit is het belang ten opzichte van het totaal geplaatste kapitaal van bepaalde financiële ondernemingen (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., Van Landschot N.V.). Indien het belang onder de grens van 0,25% komt of indien iemand een positie krijgt van 0,25% of meer, moet deze positie, gelijk aan de huidige in de Wft opgenomen meldingsregelingen, uiterlijk de volgende dag aan de AFM worden gemeld.⁷⁵

7.3.3 Opmerkingen

Het verbod op short selling ziet op handelingen verricht in de periode 11 oktober 2008 tot 28 februari 2009. De AFM heeft de bevoegdheid handhavend op te treden tegen eenieder die niet voldoet aan hetgeen bij of krachtens de Wft is bepaald.⁷⁶ Op grond van artikel 1:79 Wft kan de AFM een last onder dwangsom opleggen ingeval het verbod op short selling wordt overtreden. Artikel 1:80 Wft bepaalt voorts dat de AFM een bestuurlijke boete kan opleggen. Overtreding van het verbod op short selling kan tevens worden aangemerkt als een economisch delict.⁷⁷ De AFM kan na afloop van de Tijdelijke Regeling nog handhavend optreden tegen handelingen ver-

73 Art. 2 lid 2 Tijdelijke Regeling.

74 Op grond van de Tijdelijke Regeling is de definitie van market maker: 'Een persoon die op de financiële markten doorlopendelijk geeft van de bereidheid voor eigen rekening te handelen door financiële instrumenten tegen door hem vastgestelde prijzen te kopen of te verkopen, zowel in het OTC-segment, als op de gereguleerde markten of multilaterale handelsfaciliteiten, op een wijze die erg gewoonlijk voor zorgt dat er op constante basis liquiditeit tot stand wordt gebracht in de markten, met dien verstande dat dit zowel voor de bied- als de laatkant dient te gelden.'

75 Voor deze meldingen is een meldingsformulier gemaakt dat kan worden gebruikt voor de melding.

76 Art. 1:75 Wft.

77 Art. 1 sub 2 Wet op de economische delicten.

M. Kuilman & J.M. Poelgeest

richt in de hiervoor genoemde periode.⁷⁸ In de Tweede Kamer zijn vragen gesteld over de naleving en de handhaving van de meldingsplicht. In een brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer geeft de minister van Financiën aan dat de AFM tot op heden een aantal meldingen heeft ontvangen, maar dat het goed mogelijk is dat niet alle meldingsplichtige posities worden gemeld bij de AFM en dat de AFM handhavend zou moeten optreden.⁷⁹

De *Committee of European Securities Regulators* (CESR), de coördinator van acties van Europese beurstoezichhouders wat betreft short selling, onderzoekt momenteel de effecten van het verbod op short selling en de wenselijkheid van het continueren daarvan, eventueel in Europees verband.⁸⁰ De consultatieperiode waarin iedere belanghebbende zijn visie kon geven, liep af op 20 januari 2009.⁸¹

8 Verbod op securities lending?

Tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel tot wijziging van de Wft in de Eerste Kamer is de techniek securities lending aan de orde gekomen, waarbij de vraag rees of securities lending niet verboden zou moeten worden. De minister van Financiën heeft toen toegezegd hierop te zullen terugkomen. Op 21 november 2008 heeft de minister van Financiën de Eerste Kamer per brief geïnformeerd over de uitwerkingen van een eventueel verbod op securities lending.⁸² In zijn brief bespreekt de minister van Financiën eerst de ongewenste nevenaspecten van securities lending en gaat hij in op de beleggingsactiviteiten short selling en securities lending met het (uitsluitende) oogmerk het tijdelijk verkrijgen van stemrechten (ook wel *empty voting* genoemd). De minister komt tot de conclusie dat een verbod op securities lending niet wenselijk is uit vrees voor opdroging van de uitleenmarkt met als risico een beperkte liquiditeit en een minder effectief werkende financiële markt. De minister van Financiën laat het aan de AFM om te beoordelen of het tijdelijk verbieden van securities lending proportioneel moet worden geacht in het

78 Op grond van art. 1:87 vervalt de bevoegdheid van de AFM tot het opleggen van een boete drie jaar na de dag waarop de overtreding werd begaan. Verwacht wordt dat de Vierde tranche van de Awb binnenkort in werking treedt. Het hierin opgenomen art. 5:45 Awb, dat art. 1:87 lid 1 Wft vervangt, verlengt de vervaltermijn in aanzienlijke mate, namelijk tot vijf jaren nadat de overtreding heeft plaatsgevonden. In theorie kan de AFM dus tot 2014 handhavend optreden tegen short sellers die zijn short gedaan.

79 Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 46.

80 Zie <www.cesr.eu/index.php?page=document_details&id=5437>.

81 Zie <www.scgop.nl/page/downloads/CESR_consultation_short_selling.pdf>. Eumedion, een Nederlands corporate governance forum voor institutionele beleggers, heeft bijvoorbeeld in een reactie op het CESR-consultatiedocument over de effectiviteit van de recente maatregelen tegen short selling geschreven dat zij de tijdelijke maatregelen die de verschillende autoriteiten in het najaar van 2008 tegen short selling hebben genomen, kon steunen in het licht van de uitzonderlijke omstandigheden op de kapitaalmarkt. Verschillende recent gepubliceerde onderzoeken zouden echter hebben aangetoond dat de effectiviteit van de genomen maatregelen gering is geweest, terwijl de maatregelen wel een licht negatief effect hadden op de liquiditeit van de kapitaalmarkt en op het verschil tussen de bied- en laatprijzen van de aandelen.

82 Kamerstukken I 2008/09, 31 724.

licht van de zich op dat moment manifesterende bijzondere omstandigheden. Hoewel de AFM op 21 september 2008 partijen verzocht tijdelijk geen securities lendingovereenkomsten meer af te sluiten en in haar vragen-en-antwoordenlijst van 5 oktober 2008 partijen vroeg om misbruik van securities lending te rapporteren, heeft de AFM, voor zover bekend, nog geen verbod op securities lending uitgesproken. Het lijkt erop dat de nadelen van een verbod op securities lending, de negatieve effecten op de efficiëntie van de financiële marktwerking, groter zijn dan de eventuele voordelen, het tegengaan van short selling en empty voting.

9 Conclusie

In navolging van het verbod op short selling in diverse lidstaten, waaronder Engeland, heeft de AFM, wellicht ietwat gehaast, een verbod op (naked) short selling afgekondigd, zonder hierbij in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen te raadplegen. De AFM heeft bij het instellen van haar maatregelen gelet op de maatregelen genomen in andere staten, maar de maatregelen zijn hoofdzakelijk gestoeld op de regels zoals ingesteld door de FSA in Engeland.

Aangezien er werd getwijfeld aan de bevoegdheid van de AFM om een dergelijke maatregel te nemen, is de Wft gewijzigd. De behandeling van het wetsvoorstel waarin onder meer de bevoegdheid van de AFM, maar ook van DNB (met terugwerkende kracht) is uitgebreid, is bijzonder snel behandeld, waarbij het de vraag is in hoeverre daarbij is gerealiseerd wat de (ruim geformuleerde) bevoegdheid kan inhouden in toekomstige situaties.

Uit onze vergelijking tussen de maatregelen die in Nederland zijn genomen en de maatregelen genomen in Engeland en de Verenigde Staten blijkt dat de toezichthouders die de maatregelen tegen short selling aldaar hebben genomen wel gebaseerd waren op een duidelijke bevoegdheid. De SEC is op grond van de Securities Exchange Act 1934 belast met het toezicht op de secundaire effectenmarkten en is op grond van Section 10a van Regulation SHO bevoegd maatregelen tegen short selling te treffen. De FSA heeft op grond van de Financial Services and Markets Act 2000 onder meer de taak om te zorgen voor vertrouwen in de financiële markten, het promoten van het begrijpen van het financiële systeem, het waarborgen van een gepaste mate van consumentenbescherming en het voorkomen van financiële misdaden en zij heeft op basis van haar bevoegdheden zoals neergelegd in de Financial Services and Markets Act 2000 in haar Market Conduct sourcebook haar maatregelen tegen short selling opgenomen.

De FSA heeft bij haar bevindingen aangeven dat de maatregelen effectief zijn bevonden, maar inmiddels heeft zij het verbod op short selling alweer opgeheven. De SEC is al langer bekend met maatregelen tegen short selling en had juist in 2007 dergelijke maatregelen afgeschaft. In juli 2008 heeft zij ze weer ingevoerd, maar per oktober 2008 heeft zij het verbod op short selling weer opgeheven. Uit onderzoek is gebleken dat de koersen van de aandelen die door de maatregel van de SEC waren

M. Kuilman & J.M. Poelgeest

beschermde gedurende het verbod niet beter presteerden. De voorzitter van de SEC heeft intussen, terugkijkend, aangegeven short selling niet nogmaals te verbieden.

De AFM heeft in september 2008 maatregelen tegen short selling genomen en deze maatregelen zijn verlengd tot 28 februari 2009. Het is maar de vraag in hoeverre de maatregelen die zijn genomen het beoogde effect hebben bereikt. De AFM en DNB hebben aan de maatregelen tegen short selling in ieder geval een ruime bevoegdheid overgehouden om in de toekomst in bijzondere omstandigheden algemeen verbindende voorschriften in te stellen zonder dat daarvoor een in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen moeten worden geraadpleegd. De AFM heeft bovendien de mogelijkheid gekregen om categorieën transacties of handelsorders aan te merken als transacties of handelsorders die onder het verbod van marktmanipulatie vallen.