



Masterscriptie Ondernemingsrecht

## **Short selling in Europa: efficiënt gereguleerd?**

*De Europese verordening betreffende short selling en bepaalde aspecten van credit default swaps kritische geanalyseerd vanuit een Europees, internationaal en nationaal perspectief*

Tilburg University

Faculteit der Rechtsgeleerdheid

Departement Business Law

Student: Thom W. Beenen

Studentnummer: s598767

Scriptiebegeleider: prof. dr. C. H. Van der Elst

Tweede lezer: mr. dr. W.C.T. Weterings

Afstudeerdatum: 9 december 2013 (15:00 uur)

## Voorwoord

Geachte lezer,

Begin februari 2013 las ik een artikel in Het Financieele Dagblad met de kop ‘Speculanten verdienen ruim 26 mln op SNS’. Door de beleggingstechniek *short selling* hadden beleggers flink geld verdiend aan de ‘ondergang’ van de Nederlandse SNS-bank. *Short selling* is een controversieel fenomeen dat sinds de financiële crisis van 2008 weer op de agenda staat van de wetgever. Dit onderwerp wekte mijn interesse om zijn actualiteit, relevantie en het feit dat het zowel een economische als juridische inslag heeft. Zodoende ligt voor u de scriptie ter afronding van mijn master Ondernemingsrecht aan Tilburg University met als onderwerp ‘*short selling* in Europa: efficiënt gereguleerd?’.

In dit voorwoord wil ik daarnaast graag van de gelegenheid gebruik maken om een aantal personen te bedanken. Allereerst wil ik mijn ouders bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun, betrokkenheid en enthousiasme gedurende mijn studie. Daarnaast wil ik in het bijzonder mijn vriendin bedanken voor haar liefdevolle ondersteuning gedurende mijn master en het schrijven van deze scriptie. Ten slotte gaat mijn dank uit naar prof. dr. C.H. Van der Elst voor zijn tijd, medewerking en advies en mr. dr. W.T.C. Weterings voor zijn deelname in de examencommissie.

Thom W. Beenen

Tilburg, november 2013

# Inhoudsopgave

|                                                                                                     |               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>Inleiding .....</b>                                                                              | <b>- 1 -</b>  |
| <b>1 Short selling in beweging.....</b>                                                             | <b>- 6 -</b>  |
| 1.1 Inleiding .....                                                                                 | - 6 -         |
| 1.2 Terminologie betreffende <i>short selling</i> .....                                             | - 7 -         |
| 1.2.1 <i>Covered-</i> en <i>naked short selling</i> .....                                           | - 7 -         |
| 1.2.2 <i>Securities lending agreements</i> .....                                                    | - 8 -         |
| 1.2.3 <i>Empty voting</i> en <i>hidden ownership</i> .....                                          | - 9 -         |
| 1.3 De markt voor <i>short selling</i> nader bekeken.....                                           | - 10 -        |
| 1.3.1 Wie gaat er <i>short: hedge funds</i> , institutionele beleggers en <i>marketmakers</i> ..... | - 11 -        |
| 1.3.2 Waarin gaat men <i>short</i> : financiële instrumenten (effecten en derivaten).....           | - 12 -        |
| 1.3.3 Voordelen, nadelen en mogelijke risico's van <i>short selling</i> op de fin. markten .        | - 15 -        |
| 1.4 <i>Short selling</i> in de financiële- en Europese kredietcrisis.....                           | - 16 -        |
| 1.4.1 <i>Short selling</i> op de aandelenmarkt .....                                                | - 17 -        |
| 1.4.2 <i>Short selling</i> op de staatsobligatiemarkt.....                                          | - 18 -        |
| 1.5 Tijdelijke maatregelen van Europese lidstaten.....                                              | - 20 -        |
| 1.5.1 De tijdelijke maatregelen in Engeland, Nederland, Duitsland en Frankrijk.....                 | - 21 -        |
| 1.5.2 Effectiviteit van de tijdelijke maatregelen in economisch opzicht.....                        | - 26 -        |
| 1.5.3 Ontwikkelingen voor een geharmoniseerd Europees en internationaal kader ....                  | - 27 -        |
| 1.6 Tussenconclusie .....                                                                           | - 29 -        |
| <b>2 De Verordening.....</b>                                                                        | <b>- 30 -</b> |
| 2.1 Inleiding .....                                                                                 | - 30 -        |
| 2.2 Kwalificeren van belangrijke definities .....                                                   | - 30 -        |
| 2.2.1 'Shorttransactie' .....                                                                       | - 31 -        |
| 2.2.2 (Bruto) shortpositie .....                                                                    | - 31 -        |
| 2.2.3 (Bruto) longpositie .....                                                                     | - 32 -        |
| 2.2.4 Berekening netto shortpositie.....                                                            | - 33 -        |
| 2.3 Meldings- en openbaarmakingsverplichtingen van netto shortposities.....                         | - 35 -        |
| 2.3.1 Meldingsplicht voor netto shortposities in aandelen en overheidsschuld .....                  | - 36 -        |
| 2.3.2 Openbaarmakingsverplichtingen voor aandelen .....                                             | - 38 -        |
| 2.3.3 Wijze van melden en openbaar maken.....                                                       | - 39 -        |

|          |                                                                                                       |               |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| 2.3.4    | Aggregatie van netto shortposities bij fondsbeheerders en in groepsverband.....                       | - 40 -        |
| 2.4      | Beperkingen <i>naked</i> shorttransacties .....                                                       | - 42 -        |
| 2.4.1    | <i>Naked</i> shorttransacties in aandelen en overheidsschuld .....                                    | - 42 -        |
| 2.4.2    | Verbod op <i>naked</i> -SCDSs .....                                                                   | - 44 -        |
| 2.4.3    | <i>Buy-in</i> -procedure en <i>settlement failures</i> .....                                          | - 45 -        |
| 2.5      | Overige maatregelen: interventiebevoegdheden .....                                                    | - 46 -        |
| 2.5.1    | Tijdelijke meldings- en openbaarmakingsverplichtingen .....                                           | - 46 -        |
| 2.5.2    | Tijdelijk verbod <i>short selling</i> en CDSs .....                                                   | - 47 -        |
| 2.5.3    | <i>Circuit breaker</i> .....                                                                          | - 47 -        |
| 2.6      | Vrijstellingen: <i>markmakers</i> en <i>primary dealers</i> .....                                     | - 48 -        |
| 2.7      | Handhaving; bevoegdheden autoriteiten en ESMA .....                                                   | - 49 -        |
| 2.8      | Tussenconclusie .....                                                                                 | - 50 -        |
| <b>3</b> | <b>De Verordening in een internationaal perspectief .....</b>                                         | <b>- 52 -</b> |
| 3.1      | Inleiding .....                                                                                       | - 52 -        |
| 3.2      | VS.....                                                                                               | - 52 -        |
| 3.2.1    | Definitie ‘shorttransactie’ .....                                                                     | - 53 -        |
| 3.2.2    | <i>Circuit breaker</i> .....                                                                          | - 54 -        |
| 3.2.3    | Beperkingen op <i>naked</i> shorttransacties: <i>locate rule</i> en <i>close-out</i> -procedures..... | - 55 -        |
| 3.2.4    | Transparantieverplichtingen.....                                                                      | - 56 -        |
| 3.3      | Australië .....                                                                                       | - 57 -        |
| 3.3.1    | Definitie ‘shorttransactie’ .....                                                                     | - 57 -        |
| 3.3.2    | Beperkingen op <i>naked</i> shorttransacties: <i>locate rule</i> .....                                | - 58 -        |
| 3.3.3    | Transparantieverplichtingen.....                                                                      | - 59 -        |
| 3.4      | Functionele rechtsvergelijking .....                                                                  | - 61 -        |
| 3.4.1    | Beperkingen op <i>naked</i> shorttransacties .....                                                    | - 61 -        |
| 3.4.2    | Transparantieverplichtingen.....                                                                      | - 62 -        |
| 3.4.3    | <i>Circuit breaker</i> .....                                                                          | - 63 -        |
| 3.5      | Tussenconclusie .....                                                                                 | - 63 -        |
| <b>4</b> | <b>De Verordening kritisch geanalyseerd.....</b>                                                      | <b>- 64 -</b> |
| 4.1      | Inleiding .....                                                                                       | - 64 -        |
| 4.2      | De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen kritisch bekeken .....                                  | - 64 -        |
| 4.2.1    | Bezwaren en lacunes betreffende de meldingsplicht.....                                                | - 64 -        |

|       |                                                                                    |               |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| 4.2.2 | Bezwaren openbaarmakingsverplichting .....                                         | - 67 -        |
| 4.2.3 | Alternatieve meldings- en openbaarmakingsdrempels in aandelen .....                | - 70 -        |
| 4.2.4 | Aanvullende transparantie: meldingsplicht omtrent bruto shortpositie.....          | - 72 -        |
| 4.3   | Beperkingen op <i>naked</i> shorttransacties kritisch bekeken.....                 | - 75 -        |
| 4.3.1 | Lacune in de <i>locate rule</i> .....                                              | - 75 -        |
| 4.3.2 | Inconsistentie omtrent boetes in <i>buy-in</i> -procedures .....                   | - 76 -        |
| 4.3.3 | Juiste ratio achter een verbod op <i>naked</i> -SCDSs? .....                       | - 77 -        |
| 4.3.4 | Inconsistentie omtrent het verbod op <i>short selling</i> in overheidsschuld?..... | - 78 -        |
| 4.4   | De interventiebevoegdheden kritisch bekeken.....                                   | - 78 -        |
| 4.4.1 | Mogelijk gebrek aan consistentie bij in te voeren interventie maatregelen .....    | - 78 -        |
| 4.4.2 | Negatieve effecten van een tijdelijk verbod .....                                  | - 79 -        |
| 4.4.3 | <i>Circuit breaker</i> .....                                                       | - 80 -        |
| 4.5   | Reikwijdte Verordening .....                                                       | - 80 -        |
| 4.5.1 | Bedrijfsschuld en CCDSs.....                                                       | - 80 -        |
| 4.5.2 | <i>Naked</i> -CDSs in CDOs: SEC v. Goldman Sachs .....                             | - 82 -        |
|       | <b>Conclusie .....</b>                                                             | <b>- 84 -</b> |
|       | <b>Literatuurlijst .....</b>                                                       | <b>- 92 -</b> |

## Lijst met veel voorkomende afkortingen en verkorte aanduidingen

|                          |                                                            |
|--------------------------|------------------------------------------------------------|
| ABS(s)                   | asset-backed securitie(s)                                  |
| AFM                      | Autoriteit Financiële Markten                              |
| AIMA                     | Alternative Investment Management Association              |
| AMF                      | Autorité des Marchés Financiers                            |
| Art.                     | artikel                                                    |
| ASIC                     | Australian Securities and Investment Commission            |
| ASX                      | Australian Stock Exchange                                  |
| AUD                      | Australische dollars                                       |
| BaFin                    | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht            |
| BW                       | Burgerlijk Wetboek                                         |
| CCDS(s)                  | corporate credit default swap(s)                           |
| CDO                      | collateral debt obligation                                 |
| CDS(s)                   | credit default swap(s)                                     |
| CESR                     | Committee of European Securities Regulators                |
| CONSOB                   | Commissione Nazionale per le Società e la Borsa            |
| Dodd-Frank Act           | Dodd-Frank Wall Str. Reform and Consumer Protect. Act 2010 |
| EC                       | Europese Commissie                                         |
| ESMA                     | European Securities and Markets Authority                  |
| EUR                      | euro                                                       |
| FINMAR                   | Financial Stability and Market Confidence Sourcebook       |
| FSA                      | Financial Services Authority                               |
| Gedelegeerde Verordening | verordening (EU) nr. 918/2012 ( <i>PbEU</i> 2012, L 274)   |
| IMF                      | Internationaal Monetair Fonds                              |
| IOSCO                    | International Organization of Securities Commission        |
| jo.                      | juncto                                                     |
| Marktmisbruikrichtlijn   | Richtlijn 2003/6/EG ( <i>PbEG</i> 2003, L 96)              |
| MiFID                    | verordening 2004/39/EC ( <i>PbEU</i> 2004, L 145)          |
| MTF                      | multilateral trading facility                              |
| NYSE                     | New York Stock Exchange                                    |
| OTC                      | over the counter                                           |
| p.                       | pagina                                                     |
| RMBS(s)                  | residential mortgage backed-securitie(s)                   |
| SCDS(s)                  | sovereign credit default swap(s)                           |
| SPV(s)                   | special purpose vehicle(s)                                 |
| SRO                      | self-regulatory organizations                              |

|                        |                                                             |
|------------------------|-------------------------------------------------------------|
| Transparantierichtlijn | Richtlijn 2004/109/EG ( <i>PbEU</i> 2004, L 390/38).        |
| TRISS                  | Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling                    |
| Uitvoeringsverordening | verordening (EU) nr. 827/2012 ( <i>PbEU</i> 2012, L 251/11) |
| USD                    | Amerikaanse dollars                                         |
| Verordening            | verordening (EU) nr. 236/2012 ( <i>PbEU</i> 2012, L 86/1)   |
| v.                     | versus                                                      |
| vgl.                   | vergelijk                                                   |
| VOC                    | Vereenigde Oost-Indische Compagnie                          |
| Wft                    | Wet financieel toezicht                                     |
| WpHG                   | Wertpapierhandelsgesetz                                     |

# Inleiding

## I. Aanleiding en probleem

Heel basaal is *short selling* het verkopen van een financieel instrument<sup>1</sup> wat de verkoper op het moment van verkoop (nog) niet bezit. Dit is het tegenovergestelde van ‘long gaan’ in een bepaald financieel instrument – het kopen en verwerven ervan.

Op het hoogtepunt van de financiële crisis hebben bevoegde autoriteiten van verschillende landen (o.a. VS, Japan, maar ook Nederland) noodmaatregelen genomen om *short selling* in financiële instrumenten, al dan niet tijdelijk, te verbieden. De ratio achter deze maatregelen was gelegen in het feit dat men een neerwaartse spiraal van aandelenkoersen en daarmee financiële instabiliteit wilde voorkomen. De aanleiding van deze maatregelen waren de abrupte koersdalingen van de Amerikaanse zakenbanken Bear Stearns en Lehman Brothers. Bear Stearns werd overgenomen door JP Morgan en Lehman Brothers ging failliet.<sup>2</sup> Voormalig CEO van Lehman Brothers, Richard Fuld, geeft aan dat de ondergang van zijn bank deels te wijten is aan *short sellers*.<sup>3</sup> *Short sellers* kunnen in tijden van crisis voor ‘olie op het vuur’ zorgen.<sup>4</sup> Naast het tijdelijk verbieden van *short selling* werden er door veel bevoegde autoriteiten<sup>5</sup> transparantiemaatregelen ingevoerd. Bevoegde autoriteiten, marktdeelnemers<sup>6</sup> en uitgevende instellingen hadden onvoldoende inzicht welke partijen shortposities hielden en wat de omvang was van deze posities. De tijdelijk genomen maatregelen verschilden echter van elkaar, waardoor er een inconsistent beleid ontstond in Europa, maar ook wereldwijd. Een geharmoniseerd regelgevend kader ontbrak voor de Europese interne markt. Om dit kader te bewerkstelligen heeft de EC op 15 september 2010 een voorstel voor een verordening<sup>7</sup> gepubliceerd.<sup>8</sup> Op 14 maart 2012 is de Verordening<sup>9</sup> in werking getreden en sinds 1 november

---

<sup>1</sup> Zie art. 1:1 Wft voor de definitie van ‘financieel instrument’. Dit artikel bevat een limitatieve opsomming van instrumenten die aangemerkt kunnen worden als financiële instrumenten, waaronder o.a.: effecten, opties, *swaps*, *futures*, etc. Zie paragraaf 1.3.2.

<sup>2</sup> Zie aldus A. Sorokin, *Too big to fail*, New York: Penguin 2009 en K. van der Hof, *Snelweg naar de afgrond! Over de kredietcrisis, dollars en olie*, Rijswijk: Elmar 2008.

<sup>3</sup> Zie de verklaring van Richard J. Fuld voor de United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, 6 oktober 2008.

<sup>4</sup> G. Matsumoto, *Naked Short Selling Hint Fraud in Bringing Down Lehman*, 29 maart 2009, te raadplegen via <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aB1jlmFOTCA>>.

<sup>5</sup> De definitie ‘bevoegde autoriteit’ wordt in dit onderzoek als overkoepelende term gebruikt voor een toezichthouder van de financiële markten van een afzonderlijk land.

<sup>6</sup> De definitie ‘marktdeelnemer’ wordt in dit onderzoek gelijkgesteld met elke partij die op de financiële markt zich bezig houdt met *short selling*-activiteiten. Dit is een overkoepelende term die in dit onderzoek consistent wordt gebruikt.

<sup>7</sup> Krachtens art. 288 Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) heeft een verordening een algemene strekking en is het verbindend in al haar onderdelen. Tevens is zij rechtsreeks toepasselijk in elke lidstaat en hoeft niet eerst in nationaal recht te worden omgezet. Hiermee is een verordening een geschikt wetgevingsinstrument om een geharmoniseerd beleid af te dwingen. Het is namelijk een vorm van supranationaal recht en bereikt daarmee elke lidstaat van de EU.

<sup>8</sup> Europese Commissie 2010b.



2012 volledig van toepassing.<sup>10</sup> De Verordening moet een aantal risico's en problemen ondervangen. Deze zijn door de EC onderzocht in een *impact assessment*.<sup>11</sup> Het gaat om de volgende vier risico's/problemen:

- Het beperken van negatieve prijsspiralen. Indien het vertrouwen in een financiële markt laag is, kan *short selling* de indruk wekken dat er veel aanbod is en daarmee andere marktdeelnemers aanzetten tot het verkopen van hun effecten. Dit kan een systeemrisico creëren.<sup>12</sup>
- Het voorkomen van risico's dat shorttransacties mislukken. Dit kan het geval zijn als deze niet tijdig kunnen worden afgewikkeld (*settlement failure*). Te denken valt aan een *short seller* die er niet in slaagt de effecten tegen de afwikkelingsdatum aan de koper te leveren. Dit lijkt voornamelijk een probleem te zijn bij een ongedekte shorttransactie (hierna: *naked* shorttransactie of *naked short selling*), aangezien in dat geval de verkoper de effecten nog niet heeft geleend of getraceerd.<sup>13</sup>
- Het gebrek aan transparantie betreffende shorttransacties over de gehele linie.<sup>14</sup> Door shorttransacties te *disclosen* krijgen marktdeelnemers en bevoegde autoriteiten een beter inzicht wat de te verwachten prijsbewegingen zijn.
- Het reduceren van toezicht- en regelgeving arbitrage (*regulatory arbitrage*) en hoge *compliance*-kosten. Marktdeelnemers zouden zonder harmonisatie hun transacties kunnen uitvoeren in een rechtsgebied met de minste beperkingen. Bovendien kan een verscheidenheid aan regels voor marktdeelnemers tot hoge *compliance*-kosten leiden, omdat ze zich moeten aanpassen aan verschillende reguleringsystemen.

In het licht van bovenstaande risico's en problemen dienen met de nieuwe Verordening de risico's voor de financiële stabiliteit, de systeemrisico's en de risico's voor de marktintegriteit die uit de *short selling*-transacties voortvloeien te worden verkleind, zodat de efficiëntie van de interne markt wordt vergroot.<sup>15</sup> Om dit doel te bereiken moeten de hierboven aangestipte risico's worden gereduceerd en als specifieke beleidsdoelen worden getypeerd. Twee van die specifieke beleidsdoelen zijn het transparanter maken van shortposities in zowel aandelen,

---

<sup>9</sup> Voluit: Verordening (EU) nr. 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 14 maart 2012 betreffende *short selling* in bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps (*PbEU* 2012, L 86/1).

<sup>10</sup> Art. 48 Verordening.

<sup>11</sup> Zie voor een samenvatting Europese Commissie 2010a en voor het volledige ex-ante evaluatieonderzoek Europese Commissie 2010d. Zie voor een schematische weergave van de risico's en problemen Europese Commissie 2010d, p. 22.

<sup>12</sup> Europese Commissie 2010a, p. 4. Een *self fulfilling prophecy* van (bijvoorbeeld) een financiële instelling kan andere financiële instellingen meenemen in een neerwaartse spiraal. Dit kan het gevolg zijn van een hechte financiële verwevenheid tussen bepaalde instellingen, zoals zogeheten systeembanken. Dit systeemrisico geldt voor zowel de aandelenmarkt als de markt voor staatsobligaties.

<sup>13</sup> Theoretisch zou een verkoper bij een *naked* shorttransactie meer effecten kunnen verkopen dan er beschikbaar zijn op de markt.

<sup>14</sup> Zowel transacties in aandelen, overheidsschuld als SCDSs.

<sup>15</sup> Europese Commissie 2010a, p. 4.

obligaties als derivaten, door middel van meldings- en openbaarmakingsverplichtingen<sup>16</sup> en het opleggen van beperkende maatregelen voor *naked* shorttransacties in aandelen, obligaties en CDSs. In de Verordening worden deze beleidsdoelen ondergebracht in hoofdstuk II (meldings- en openbaarmakingsverplichtingen van netto shortposities) en hoofdstuk III (*naked* shorttransacties).

## **II. Het Onderzoek**

Zoals hierboven uiteengezet beslaat de Verordening meerdere onderwerpen. In dit onderzoek wordt de Verordening als reguleringsmechanisme voor *short selling* beschouwd en kritisch geanalyseerd. Hierbij zal voornamelijk aandacht worden besteed aan de twee belangrijkste mechanismes uit de Verordening om *short selling* te reguleren, te weten de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen betreffende netto shortposities en de beperkende maatregelen voor *naked* shorttransacties. Dit juridisch onderzoek tracht zo een inzicht te geven in de problematiek die *short selling* met zich mee kan brengen en hoe de Verordening deze problematiek oplost. De reguleringsmechanismen uit de Verordening staan zodoende centraal in dit onderzoek, waarbij kritisch wordt gekeken naar de doelmatigheid van deze mechanismes. Daarbij wordt bezien of bovengenoemde vier problemen/risico's worden verholpen/gereduceerd. Voorts worden de mechanismes vergeleken met de wet- en regelgeving in de VS en Australië. Door dit rechtsvergelijkende onderzoek wordt de Verordening als supranationaal recht functioneel vergeleken met andere internationale regelgeving op ontwikkelde financiële markten. Hierdoor wordt gekeken wat de plaats is van de Verordening op globaal niveau.

### **Centrale onderzoeksvraag**

Dit brengt mij tot de volgende onderzoeksvraag: *in hoeverre zijn de mechanismes om short selling te reguleren, zoals vormgegeven in de Verordening betreffende short selling en bepaalde aspecten van credit default swaps, efficiënt als we kijken naar de doelstellingen van de EC en hoe verhouden deze mechanismes zich ten opzichte van wet- en regelgeving in de VS en Australië?*

### **Opbouw**

Om de onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, wordt het onderzoek opgesplitst in een aantal deelonderzoeken. Hoofdstuk 1 bestaat uit een introductie van het fenomeen *short selling*, de ontwikkelingen en toelichting van bepaalde terminologieën. Tevens wordt ingegaan op de ontwikkelingen op verschillende financiële markten en de regels betreffende *short selling* die vanaf het moment dat in 2008 de financiële crisis uitbrak zijn ingevoerd door bevoegde

---

<sup>16</sup> Dit wordt in dit onderzoek ook aangehaald als 'transparantieplichtingen'.

autoriteiten van verschillende lidstaten. De chronologie van gebeurtenissen en helderheid van bepaalde terminologieën vormen een vertrekpunt voor het volgende hoofdstuk. In hoofdstuk 2 worden de maatregelen uit de Verordening besproken en in het bijzonder de daarin opgenomen meldings- en openbaarmakingsverplichtingen en beperkingen op *naked* shorttransacties. Daarbij wordt gekeken naar de specifieke bepalingen omtrent de meldings- en openbaarmakingsplicht van netto shortposities,<sup>17</sup> de bepaling en berekening hiervan, handhaving van de meldingsplicht, wijze van melden, de beperkingen op *naked* shorttransacties, vrijstellingen en de (interventie)bevoegdheden van de bevoegde autoriteiten en de ESMA. Hoofdstuk 3 bestaat uit een rechtsvergelijkende analyse van *short selling*-regelgeving in de VS en Australië. Dit zijn landen met financiële markten die vergelijkbaar zijn met de Europese markt. In hoofdstuk 4 wordt de Verordening kritisch geanalyseerd vanuit de literatuur en vanuit mijn eigen visie. Het laatste hoofdstuk bevat een antwoord op de onderzoeksvraag en aanbevelingen.

### **Beperkingen van het onderzoek**

Dit literatuuronderzoek heeft zijn beperkingen die onderkend moeten worden. Zo is in dit onderzoek gezocht op Engelse en Nederlandse zoektermen. Hierdoor is voorbij gegaan aan de literatuur uit niet-Engelstalige en niet-Nederlandse landen. Gezien het feit dat het merendeel van de (relevante) literatuur Engelstalig is, is naar mijn goed weten een groot gedeelte van de bestaande literatuur behandeld. Daarnaast is in de beschikbare literatuur meer bekend over *short selling* in aandelenmarkten dan *short selling* in overheidsschuld en CDSs. Derhalve zal in dit onderzoek de nadruk liggen op *short selling* in aandelen.

### **III. Methodologie**

De opbouw heeft geïllustreerd dat een aantal verschillende methodologische benaderingen zullen worden toegepast in dit onderzoek. Allereerst is het onderzoek gefocust en gecentreerd rondom *short selling*. Hierdoor kan dit specifieke onderwerp onderworpen worden aan een diepgaand juridisch onderzoek. Dit is naar mijn weten tot op heden niet verricht in Nederland. Ten tweede zal een analyse van de Verordening een interdisciplinaire *law & economics*-benadering met zich meebrengen. De financiële markten zijn immers een goed voorbeeld van een gebied waar de disciplines recht en economie samenkomen. Hierdoor zal ook economische literatuur onderzocht worden om de werking van de financiële markten, financiële instrumenten en zijn marktdeelnemers te kunnen begrijpen. Ten derde wordt het onderzoek vanuit een rechtsvergelijkend en internationaal perspectief benaderd. Zoals reeds besproken wordt de Verordening vergeleken met de wet- en regelgeving in de VS en Australië. Ook worden afzonderlijke tijdelijke maatregelen inzake *short selling* van Engeland, Nederland, Duitsland en

---

<sup>17</sup> De netto shortpositie is de bruto longpositie verminderd met de bruto shortpositie. Zie voor een meer specifieke uitleg van deze begrippen paragraaf 2.2.

Frankrijk besproken om zo de periode voorafgaand aan de Verordening te laten zien. Deze internationale en rechtsvergelijkende benadering van dit onderzoek is logisch te verklaren nu financiële markten wereldwijd sterk verweven zijn. Ten vierde bevat het onderzoek ook een historisch-vergelijkend gedeelte. In hoofdstuk 1 wordt namelijk de wet- en regelgeving betreffende *short selling* van voor de Verordening besproken.

### **Noodzaak tot simplificatie**

De complexiteit van dit onderwerp leidt noodzakelijk tot een aantal simplificaties. Zo wordt gedurende het onderzoek getracht technische aspecten van *short selling* vereenvoudigd weer te geven. Met andere woorden: een diepgaande economische uiteenzetting van *short selling*, CDSs en andere technische zaken, zoals bepaalde handelsstrategieën zullen immers ver buiten het bereik van dit (juridische) onderzoek vallen. Het rechtsvergelijkende gedeelte in hoofdstuk 4 zal tevens onderwerp zijn tot simplificaties. Zo zullen uitsluitend de huidige en belangrijkste wet- en regelgeving omtrent *short selling* in de VS en Australië worden geraadpleegd. Deze benadering kan ervoor zorgen dat er voorbij wordt gegaan aan andere effectenrechtelijke wet- en regelgeving.

*Het onderzoek van deze scriptie is afgesloten op 1 november 2013*

# 1 *Short selling* in beweging

## 1.1 Inleiding

Bij *short selling* wordt er gespeculeerd op een daling van een financieel instrument, zoals een aandeel, obligatie of derivaat. Dit fenomeen is niet iets van de laatste jaren. Het gaat terug tot de verhandeling van aandelen op de Nederlandse aandelenmarkt in de 17<sup>e</sup> eeuw. Nederland was in de Gouden Eeuw een economische grootmacht en zocht een manier om de risicovolle expedities naar Indië te financieren. De VOC gaf aandelen uit, waar het publiek zich op kon inschrijven en daarmee een recht verkreeg op de winst (dividend) na een succesvolle expeditie.<sup>18</sup> De effectenbeurs was geboren. In 1610 crashte deze Nederlandse effectenbeurs en de prijzen van VOC aandelen daalde. Isaac Le Maire, een voormalig bestuurslid en een grote aandeelhouder van de VOC, werd beschuldigd van het manipuleren van deze daling door grote hoeveelheden aandelen te verkopen terwijl hij deze ten tijde van de verkoop niet bezat. In januari 1610 werd er in Nederland voor het eerst een regeling tegen *short selling* ingevoerd.<sup>19</sup> Daar zou het echter niet bij blijven. *Short sellers* kregen ook de schuld van de ineenstorting van de tulpenmarkt in Nederland, maar ook bij het uiteenspatten van de South Sea Bubble in Engeland en de alom bekende beurskrach op Wall Street in 1929.<sup>20</sup> Deze crisissen werden gevolgd door regelgeving om *short selling* aan banden te leggen. Dit is heden ten dagen niet anders. Na de financiële en de daaropvolgende Europese kredietcrisis herhaalt de geschiedenis zich en heeft *short selling* wederom een dubieus imago.

In dit hoofdstuk wordt allereerst ingegaan op de (juridische) betekenis van *short selling* (paragraaf 1.2). Vervolgens wordt de markt voor *short selling* onder de loep genomen (paragraaf 1.3). Hierna wordt aan de hand van twee casestudies, die speelde gedurende de financiële- en kredietcrisis, de problematiek omtrent *short selling* behandeld (paragraaf 1.4). Vervolgens worden de verschillende tijdelijke maatregelen van een aantal Europese lidstaten (Engeland, Nederland, Duitsland en Frankrijk) besproken en wordt er ingezoomd op de economische- en juridische gevolgen van deze maatregelen (paragraaf 1.5). Dit hoofdstuk zal worden afgesloten met een tussenconclusie (paragraaf 1.6).

---

<sup>18</sup> Van Schilfgaarde 2009, p. 11.

<sup>19</sup> Elineau 2012, p. 64; Bris, Goetzmann & Zhu 2007, p. 1029 en Raaijmakers 2007, p.13. Lees meer over de ontstaansgeschiedenis van de VOC en de eerste short transacties van Le Maire in J.G. van Dillen, Geoffrey Poitras en Asha Majithia, *Isaac Le Maire and the early trading in Dutch East India Company shares, Pioneers of Financial Economics*: vol. 1, p. 45 en de originele studie over de Le Maire: J.G. van Dillen, 1930, "Isaac Le Maire en de handle in action der Oost-Indische Compagnie", *Economisch-historisch Jaarboek* 16:46, p. 107-111.

<sup>20</sup> Raaijmakers 2007, p. 14.

## 1.2 Terminologie betreffende *short selling*

### 1.2.1 *Covered- en naked short selling*

Zoals reeds besproken, is *short selling* het verkopen van een financieel instrument zonder dat je dit financiële instrument daadwerkelijk bezit. Zo kan een marktdeelnemer die een shortpositie houdt in een bepaald financieel instrument speculeren op een koersdaling. Dit negatieve economische belang kan (eventueel) samengaan met het verspreiden van geruchten op de markt, wat een daling van de koers tot gevolg kan hebben en vervolgens kan leiden tot marktmanipulatie en het verstoren van de markt. Het volgende voorbeeld zal de werking van een shorttransactie verduidelijken:

Marktdeelnemer A analyseert dat beursfonds XYZ overgewaardeerd is. Marktdeelnemer A verkoopt op  $T^1$  1000 aandelen XYZ tegen de dan geldende koers van EUR 10 aan Marktdeelnemer B. Marktdeelnemer B verwacht een toekomstige stijging in aandeel XYZ. Om aan zijn leveringsverplichtingen te voldoen van  $T^{+3,21}$  leent Marktdeelnemer A 1000 aandelen XYZ bij Institutionele Belegger C.<sup>22</sup> Marktdeelnemer A heeft met Institutionele Belegger C afgesproken dat op  $T^2$  Marktdeelnemer A de 1000 aandelen weer terug levert. Stel dat aandeel XYZ op  $T^2$  is gedaald naar EUR 8, dan hoeft Marktdeelnemer A nog maar EUR 8000 te betalen om 1000 aandelen XYZ uit de markt te kopen en terug te leveren aan Institutionele Belegger C. Dit terwijl hij op  $T^1$  nog EUR 10.000 heeft ontvangen van Marktdeelnemer B. Doordat het aandeel is gedaald maakt Marktdeelnemer A een winst van EUR 2000 verminderd met de leenvergoeding die betaald moet worden aan Institutionele Belegger C. Indien de koers op  $T^2$  echter stijgt, kunnen de verliezen voor de *short seller* ongelimiteerd hoog oplopen.

De hierboven beschreven transactie valt onder de noemer '*covered short selling*'. Dit houdt in dat de verkoper op het moment van verkoop over het juridische eigendom van de desbetreffende financiële instrumenten beschikt.<sup>23</sup> Dit betekent i.c. dat de verkoper de aandelen kan hebben ingeleend van bijvoorbeeld een bank, een effectenbewaarder (*custodian*) of een fondsbeheerder (*fund management company*) op basis van een *securities lending agreement*.<sup>24</sup> Deze uitleners van aandelen zullen doorgaans een longpositie houden in het desbetreffende instrument. De tegenhanger van *covered short selling* is *naked short selling*. Bij deze meer agressieve vorm van *short* gaan, heeft de *short seller* op het moment van de verkoop geen regeling getroffen die

---

<sup>21</sup> Op NYSE Euronext worden in de regel transacties afgewikkeld binnen drie dagen na de dag dat de transactie is verricht.

<sup>22</sup> Zie over *securities lending* paragraaf 1.2.2.

<sup>23</sup> Corsten & Sinnighe Damsté 2008, p. 287. Zie over het splitsen van juridisch en economisch eigendom Asser/Maijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 406.

<sup>24</sup> Dorst & Van Swieten 2009, p. 9.

ervoor zorgt dat de verkochte aandelen tijdig geleverd kunnen worden. Hierdoor kan het risico ontstaan dat de verkoper niet of niet tijdig aan zijn leveringsverplichtingen kan voldoen en daarmee in gebreke blijft.<sup>25</sup> Als een *short seller* dit risico bewust neemt – om zo de prijzen op korte termijn naar beneden te kunnen drijven – kan dit tot marktmanipulatie leiden.<sup>26</sup>

### 1.2.2 *Securities lending agreements*

Zoals hierboven al beschreven zal de *short seller* bij een *covered* shorttransactie de aandelen inlenen bij een institutionele belegger<sup>27</sup>. Anders dan de term doet vermoeden is er geen sprake van daadwerkelijk lenen. De aandelen worden juridisch volledig overgedragen onder de obligatoire verplichting voor de inlener (*borrower*), de *short seller*, om op een afgesproken tijdstip hetzelfde aantal aandelen terug te leveren.<sup>28</sup> *Securities lending* is naar Nederlands recht te kwalificeren als een overeenkomst van verbruikleen (vgl. art. 7A:1791-1792 BW) en niet als een overeenkomst van bruikleen (vgl. art. 7A:1978 BW).<sup>29</sup> Het verschil is dat bij een bruikleenovereenkomst de uitlener (*lender*) eigenaar blijft van de zaak, terwijl bij een verbruikleenovereenkomst de inlener ten aanzien van de geleende aandelen rechthebbende is en dus (juridisch) eigenaar wordt. Dit is logisch, aangezien de inlener de aandelen wil verkopen aan een derde partij. Na de verkoop moet de inlener hetzelfde aantal aandelen uit de markt halen om deze terug te leveren aan de uitlener. In art. 7A:1791 BW staat dat de inlener de uitlener “(...) haar even zo veel, van gelijke soort en hoedanigheid, terug geve”. Dit betekent dat de aandelen die de uitlener terugkrijgt, niet precies dezelfde hoeven te zijn. Een aandeel is immers, in beginsel, een homogene en inwisselbare zaak.<sup>30</sup>

In de praktijk wordt een hierboven omschreven *securities lending agreements* gesloten door middel van standaardcontracten, zoals de Global Master Securities Lending Agreement 2010 van de International Securities Lending Association.<sup>31</sup> Uit de Global Master Securities Lending Agreement 2010 volgt dat wanneer de uitlener de financiële instrumenten uitleent aan de inlener, de inlener tegelijkertijd zekerheid moet stellen aan de uitlener. De inlener zal dat vaak doen door (in feite) de door hem ontvangen koopprijs na afwikkeling van de shorttransactie als

---

<sup>25</sup> Corsten & Sinninghe Damsté 2008, p. 287; Kuilman & Poelgeest 2009, p. 42; Van Hoorn 2012, p. 135 en Peeters 2012, p. 191.

<sup>26</sup> Raaijmakers 2007, p. 15.

<sup>27</sup> Voor de term ‘institutionele belegger’ kan worden aangesloten bij de definities uit de Nederlandse Corporate Governance Code en de Wft. In bepaling IV.4.1. van de Nederlandse Corporate Governance Code wordt onder ‘institutionele belegger’ verstaan: pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders. In art. 1:1 Wft wordt onder ‘institutionele belegger’ verstaan: beleggingsinstelling, levensverzekeraar, pensioenfonds en premiepensioeninstelling. Het is voor dit onderzoek niet noodzakelijk om deze definitie verder af te bakenen.

<sup>28</sup> Raaijmakers 2007, p. 16 en Kuilman & Poelgeest 2009, p. 41.

<sup>29</sup> Corsten & Sinninghe Damsté 2008, p. 286; Raaijmakers 2007, p. 16; Peeters 2012, p. 190 en Kuilman & Poelgeest 2009, p. 41.

<sup>30</sup> Uitzonderd aandelen met een bijzonder recht, zoals prioriteitsaandelen, preferente aandelen, etc.

<sup>31</sup> Raaijmakers 2007, p. 19. De Global Master Securities Lending Agreement 2010 is te raadplegen via <www.isla.co.uk>.

onderpand in geld (*cash collateral*) aan de uitlener te betalen. Over dit bedrag zal de uitlener een variabele rente moeten betalen aan de inlener. De uitlener kan gedurende de leenperiode de *cash collateral* weer uitlenen tegen een rentepercentage dat hoger ligt dan de verschuldigde rente aan de inlener.<sup>32</sup> De *cash collateral* ligt doorgaans ook iets boven de waarde van de aandelen, waardoor hier, net als bij de rente, een marge (*margin*) in acht wordt genomen.<sup>33</sup> Vis-à-vis betaalt de inlener een leenvergoeding (*fee*) aan de uitlener. Deze vergoeding komt boven op de eventuele koerswinst en dividendbetalingen.<sup>34</sup> Zodoende kan *securities lending* voor een institutionele belegger een eenvoudige manier zijn om op korte termijn rendement te genereren op vaak langlopende investeringen.<sup>35</sup> De keerzijde van de medaille zijn de (eventuele) negatieve gevolgen van het uitlenen van aandelen aan *short sellers* die een tegenovergesteld belang nastreven dat tot uiting komt in het zogeheten ‘*empty voting*’.

### 1.2.3 *Empty voting en hidden ownership*

Gerelateerd aan *short selling* en *securities lending* is het verschijnsel van *empty voting*. *Empty voting* houdt in dat het economische belang wordt losgekoppeld van het juridische stemrecht van een aandeel in een beursgenoteerde onderneming, waardoor er een ‘leeg’ stemrecht ontstaat.<sup>36</sup> Deze ontkoppeltechnieken worden ook wel *structured products*<sup>37</sup> genoemd. Deze technieken kunnen vergaande gevolgen hebben, omdat degene die aandelen inleent zeggenschapsrechten<sup>38</sup> kan aanwenden die gekoppeld zijn aan de aandelen, terwijl hij een negatief economisch belang heeft. Indien een inlener aandelen inleent via een *securities lending agreement* en hij daarvoor een shortpositie heeft ingenomen, heeft de inlener, zoals hierboven opgemerkt, baat bij een lage koers. De ingeleende ‘lege’ aandelen kunnen dan worden gebruikt om de koers – al dan niet op korte termijn – te beïnvloeden door stemrechten op die manier uit te oefenen dat de koers daalt.

Een dergelijke synthetische constructie kan ook de andere kant op werken: het economisch belang is groter dan het juridische eigendom.<sup>39</sup> Dit verschijnsel wordt *hidden ownership* genoemd en kan zich voordoen indien een marktdeelnemer zijn financiële instrumenten uitleent aan een derde. *Hidden ownership* wordt o.a. toegepast door aandeelhouders die niet aan

---

<sup>32</sup> Van Vliet 2008, p. 428.

<sup>33</sup> Vgl. par. 5.4 jo. par. 1 van het bijbehorende Schedule van de Global Master Securities Lending Agreement 2010.

<sup>34</sup> Peeters 2012, p. 191.

<sup>35</sup> Stefanini 2005, p. 32-33.

<sup>36</sup> Hu & Black 2006, p. 815 e.v.

<sup>37</sup> Te denken valt aan *securities lending*, *equity swaps* en andere derivaten constructies.

<sup>38</sup> Aandeelhouders hebben immers stemrecht (zie art. 2:118 BW) en bij het inlenen van ten minste 1% van het geplaatst kapitaal het recht om onderwerpen op de agenda te zetten die zullen worden behandeld tijdens de algemene vergadering (zie art. 2:114a BW). Tevens kunnen de aandeelhouders het bestuur verzoeken een buitengewone algemene vergadering te organiseren.

<sup>39</sup> Hu & Black 2007, p. 1.



bepaalde meldingsverplichtingen willen voldoen,<sup>40</sup> of die niet onder de verplichte openbaar bod-regeling<sup>41</sup> willen vallen of dat de ze door middel van een ‘bliksemoverval’ de uitgevende instelling voor een voldongen feit wil plaatsen door ineens al hun stemrechten in te zetten.<sup>42</sup> Dit kan leiden tot negatieve effecten op de prijsvorming van het aandeel, omdat de markt niet de volledige informatie heeft over de opbouw en verdeling van belangen binnen een dergelijke uitgevende instelling.<sup>43</sup>

Voor dit onderzoek is het niet relevant hier nu verder op in te gaan.<sup>44</sup> Wel moet worden opgemerkt dat door shorttransacties *empty voting* en *hidden ownership* kunnen ontstaan, met alle gevolgen van dien. Indien de maatregelen in de Verordening effect zouden hebben op het aantal shorttransacties dat gesloten wordt en dus effect heeft op *securities lending agreement*-markt, kan dit ook effect hebben op het kwantitatieve gebruik van de hierboven besproken *structured products*.

### 1.3 De markt voor *short selling* nader bekeken

*Short selling* is al jarenlang een veel toegepaste techniek op financiële markten. In 2005 waren 24% van de transacties op de NYSE en 31% van de transacties op de NASDAQ, shorttransacties.<sup>45</sup> Hoewel de cijfers ietwat gedateerd zijn, geeft het wel aan dat *short selling* een aanzienlijk gedeelte van de Amerikaanse markttransacties omvat. In Europa zijn er geen exacte cijfers bekend wat betreft het volume shorttransacties. Aan de hand van de *securities lending*-markt is berekend dat in 2010, 1-3% van de totale marktkapitalisatie in Europa uit shorttransacties bestond.<sup>46</sup> Het feit dat er weinig data omtrent *short selling*-activiteiten beschikbaar is, geeft aan dat meer transparantie in Europa wenselijk is. Om een nauwkeuriger beeld te krijgen voor wie de verplichtingen uit de Verordening van toepassing zijn, wordt er aandacht besteed aan de partijen die frequent shorttransacties uitvoeren (paragraaf 1.3.1). Vervolgens worden er voor dit onderzoek belangrijke financiële instrumenten besproken (paragraaf 1.3.2) en zal er worden ingegaan op de voordelen, nadelen en risico's van *short selling* voor de werking van financiële markten (paragraaf 1.3.3).

---

<sup>40</sup> Art. 5:38 Wft bevat een meldingsplicht voor aandeelhouders om onverwijld hun (long)positie in het kapitaal van de uitgevende instelling te melden aan de AFM. De meldingsdrempel is 3% van het geplaatst kapitaal.

<sup>41</sup> Art. 5:70 lid 1 Wft.

<sup>42</sup> Eumedion 2011, p. 1 e.v. en Luyér & Van den Broek 2009, p. 30.

<sup>43</sup> Eumedion 2011, p.3. Zie de zaak van Porsche tegen Volkswagen in paragraaf 1.4.1.1.

<sup>44</sup> Er wordt hier op teruggekomen in paragraaf 4.2.4.

<sup>45</sup> Diether, Lee & Werner 2009, p. 575-607.

<sup>46</sup> Europese Commissie 2010d, p. 12 en Elinea 2012, p. 64.

### 1.3.1 *Wie gaat er short: hedge funds, institutionele beleggers en marketmakers*<sup>47</sup>

Het afgelopen decennium zijn activistische aandeelhouders in Nederland steeds meer gebruik gaan maken van verkregen rechten – waaronder het agenderingsrecht – om zo hun visie op de strategie van een onderneming door te drukken.<sup>48</sup> Activistische aandeelhouders die gebruik maken van *structured products*, zoals *empty voting*, *hidden ownership*, *securities lending* en *short selling*, zijn onder meer *hedge funds*.<sup>49</sup> De markt voor *hedge funds* is de afgelopen jaren fors toegenomen. Volgens Eurekahedge, dataverzamelaar van alternatieve investeringsfondsen, steeg in 2012 het beheerd vermogen van *hedge funds* wereldwijd tot bijna USD 1800 miljard.<sup>50</sup> *Hedge funds* zijn juridisch gezien beleggingsfondsen die doorgaans niet onder direct toezicht<sup>51</sup> staan van een bevoegde autoriteit en daardoor gebruik kunnen maken van een onbeperkt scala aan beleggingsinstrumenten- en strategieën,<sup>52</sup> waarvan het innemen van *long/short*-posities vaak de basis vormt.<sup>53</sup> Het innemen van een *long/short*-positie door een *hedge fund* werkt als volgt:

*Hedge fund X* calculeert dat de aandelen van onderneming Y ondergewaardeerd zijn en die van onderneming Z overgewaardeerd. *Hedge fund X* gaat vervolgens *short* in onderneming Z. Het leent aandelen in middels de eerder beschreven methode van *securities lending*. Vervolgens gebruikt *Hedge fund X* het geld van de shorttransactie om aandelen te kopen van onderneming Y, om zo een longpositie in te nemen. Als de calculatie klopt en aandeel Y stijgt en aandeel Z daalt, profiteert *Hedge fund X* aan twee kanten. Bovendien is de aanslag op de geldhoeveelheid klein doordat het fonds koopt en verkoopt. *Hedge funds* kunnen zo meerdere en grotere posities innemen, omdat ze zo efficiënt met hun *money management* omspringen. Deze posities kunnen extra rendement opleveren indien deze worden gesloten met geleend geld (*leverage*).

---

<sup>47</sup> FSA 2009, p. 7-11.

<sup>48</sup> Zie de rol van *hedge funds* en de door hun gebruikte aandeelhoudersrechten in de Nederlandse zaken OK 17-01-2007, *JOR* 2007, 42 (Stork), HR 13-07-2007, *NJ* 2007, 434 (ABN AMRO/VEB) en HR 09-07-2010, *JOR* 2010, 228 (ASMI).

<sup>49</sup> Vgl. Hu & Black 2007.

<sup>50</sup> *Het Financieele Dagblad*, Beheerd vermogen Nederlandse hedgefondsen groeit in zwak jaar, 14 januari 2013.

<sup>51</sup> Met Richtlijn 2011/61/EU (*PbEU* 2011, L 174/1), de AIFMD, worden managers van *alternative investment funds* aan toezicht onderworpen. *Hedge funds* vallen in de zin van deze richtlijn ook onder *alternative investment funds*. Het gaat met name om de transparantieplichtingen omtrent het werken met *leverage*. Fondsmanagers moeten bepaalde informatie verstrekken aan bevoegde autoriteiten, zoals de maximale *leverage* die zij voor een *alternative investment fund* gebruiken en de hoeveelheid *leverage* dat al in gebruik is. Deze transparantieplichtingen moeten bevoegde autoriteiten een beter inzicht geven in potentiële systeemrisico's. Hoewel de AIFMD verder buiten de reikwijdte van dit onderzoek valt, is het wel goed om op te merken dat de EC meerdere reguleringsmechanismen invoert om de uit de financiële crisis voortvloeiende systeemrisico's te bestrijden.

<sup>52</sup> Voor een overzicht van gebruikte strategieën zie <<http://www.morningstar.nl/nl/news/34301/hedge-fund-strategie%C3%ABn.aspx>>.

<sup>53</sup> Raaijmakers 2007, p. 24.

*Leverage* is gunstig zodra de te betalen rente over het geleend bedrag lager is dan het rendement dat wordt gemaakt met de transactie.<sup>54</sup>

Naast *hedge funds* maken ook institutionele beleggers gebruik van *short selling*. Institutionele beleggers zien de beleggingsstrategieën van dergelijke *hedge funds* – waaronder *short selling* – als een goed alternatief om hun eigen beleggingsrisico te spreiden. Institutionele beleggers beleggen vaak op lange termijn, waardoor ze doorgaans longposities houden in bijvoorbeeld beursvennootschappen. Zodra de rendementen op deze longposities uitblijven – door bijvoorbeeld een neergang van financiële markten – kunnen shortposities dit risico afdekken (*hedgen*).<sup>55</sup>

Veel shorttransacties worden daarnaast uitgevoerd door *marketmakers*. *Marketmakers* zijn marktdeelnemers die ervoor zorgen dat de liquiditeit op een bepaalde financiële markt gewaarborgd blijft.<sup>56</sup> Ze kopen en verkopen financiële instrumenten, waardoor er steeds een bepaald niveau van vraag en aanbod is. Deze techniek voorkomt schommelingen in de koersen en kan daarmee volatiliteit<sup>57</sup> verminderen. Bij een tijdelijk tekort aan bepaalde financiële instrumenten – veroorzaakt door bijvoorbeeld een verhoogde vraag of een beperkt aantal verkopers – zullen *marketmakers* zich aanbieden als verkoper, waarvoor zij eventueel short zullen moeten gaan.<sup>58</sup> *Marketmakers* wikkelen de shortposities vaak al na enkele minuten of zelfs secondes af.<sup>59</sup>

### **1.3.2 Waarin gaat men short: financiële instrumenten (effecten en derivaten)**

In voorgaande voorbeelden worden shorttransacties uitgelegd aan de hand van aandelen. Aandelen zijn niet de enige financiële instrumenten waar de Verordening betrekking op heeft. Volgens de Verordening moet het toepassingsgebied zo ruim mogelijk zijn, waardoor er een preventief reguleringskader ontstaat. Een dergelijk kader moet op alle financiële instrumenten betrekking hebben.<sup>60</sup> Derhalve wordt hieronder kort aandacht besteed aan de (wettelijke) betekenis van deze financiële instrumenten naar Nederlands- en Europees recht. Er kan worden

---

<sup>54</sup> Deze handelsstrategie wordt ook gebruikt door *investment banks*. Indien een *investment bank* voor eigen rekening handelt, wordt dat ook wel ‘*proprietary trading*’ genoemd. Zie FSA 2009, p. 8.

<sup>55</sup> Dat het *hedgen* van longposities een positief aspect is van *short selling* is door verschillende bevoegde autoriteiten onderkend. Zie AFM, *Hedge Funds: An exploratory study of conduct-related issues*, augustus 2005, p. 34-35, te raadplegen via <<http://www.afm.nl/~media/files/rapport/2005/hedge-funds-exploratory-study.ashx>> en FSA, *Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*, juni 2005, p. 14 te raadplegen via <[http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05\\_04.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf)>.

<sup>56</sup> Battalio, Mehran & Schultz 2011, p. 7 en Bogaert 2010, p. 4.

<sup>57</sup> De volatiliteit van een financieel instrument geeft de beweeglijkheid van de koers van een aan. De volatiliteit is tevens een risico-indicator voor marktdeelnemers. Een hoge volatiliteit betekent dat de koers van een fonds sterk stijgt en daalt binnen een relatief korte periode. Zie <<http://www.aex.nl/aex-college/begrippenlijst>>.

<sup>58</sup> Bogaert 2010, p. 4.

<sup>59</sup> Battalio, Mehran & Schultz 2011, p. 2.

<sup>60</sup> Vgl. punt 4 van de considerans van de Verordening. Zie tevens paragraaf 3.2 voor de definities uit de Verordening.

aangesloten bij de definities uit de Wft aangezien deze zijn afgeleid van de MiFID en de Verordening weer refereert naar de definities uit de MiFID.<sup>61</sup>

#### 1.3.2.1 *Effecten*

In de Wft worden verhandelbare aandelen en obligaties gelijkgesteld met effecten (zie art. 1:1 Wft voor de definitie van ‘effect’). Art. 1:1 Wft bepaalt dat onder aandelen en obligaties – en dus effecten – het volgende moet worden verstaan:

- a. een verhandelbaar<sup>62</sup> aandeel of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht, niet zijnde een appartementsrecht;
- b. een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument

Hiermee fungeert de definitie van ‘effecten’ als een overkoepelende term. De definitie ‘effecten’ valt in de Wft en de MiFID onder de definitie ‘financieel instrument’.

#### 1.3.2.2 *Derivaten*

De term ‘derivaten’ wordt niet als zodanig gedefinieerd in de Wft en MiFID. In de Wft en de MiFID vallen derivaten onder de noemer van ‘financiële instrumenten’.<sup>63</sup> Derivaten zijn financiële instrumenten met een waarde die wordt bepaald door een nader te bepalen onderliggende waarde van een financieel instrument of de waarde van een goed. Dit kunnen aandelen zijn, maar ook obligaties, grondstoffen, valuta en indices. Derivaten worden doorgaans verhandeld op een ongereguleerde markt. Dit kan zowel op een MTF als OTC. OTC-derivaten zijn op maat gemaakte contracten of standaardcontracten tussen partijen die daarmee een bilaterale overeenkomst sluiten.<sup>64</sup> In tegenstelling tot de gereguleerde markt zijn er op de OTC-markt minder handelaren actief. Dit zorgt voor minder handel waardoor de markt minder liquide en transparant is dan de gereguleerde markt. Dit heeft tot gevolg dat de prijs van derivaten minder objectief en nauwkeurig tot stand komen.<sup>65</sup> Derivaten worden meestal gebruikt om financieringskosten te verlagen, opbrengsten te verhogen en risico’s af te dekken. Bij het afdekken van risico’s kun je denken aan het afdekken van het renterisico (*interest rate swaps*), een valutarisico (*currency swap*) of het afdekken van een kredietrisico (CDS).<sup>66</sup> Gezien het toepassingsbereik van de Verordening verdienen CDSs in het licht van dit onderzoek extra aandacht.

---

<sup>61</sup> MiFID, Bijlage 1, deel C.

<sup>62</sup> Vgl. Grundmann - Van de Krol 2010, p. 46 e.v. Grundmann - Van de Krol concludeert dat er sprake is van verhandelbaarheid wanneer er aan de volgende criteria wordt voldaan: (i) overdraagbaarheid en (ii) uitwisselbaarheid (enige mate van standaardisatie) opdat (iii) verhandeling mogelijk is.

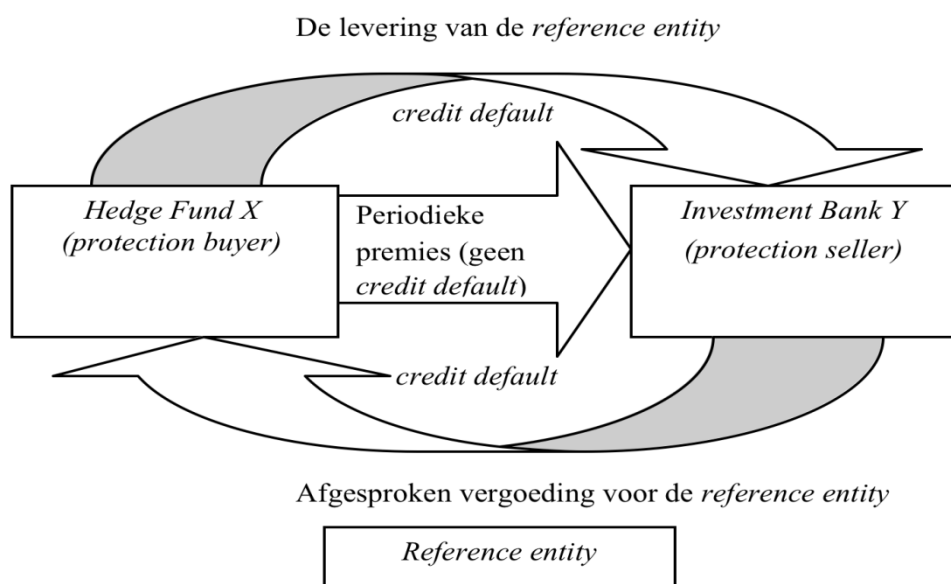
<sup>63</sup> Voor een volledig overzicht van het begrip ‘financieel instrument’ zie Grundmann- Van de Krol 2010, p. 53-56.

<sup>64</sup> Rank 2009, p. 111.

<sup>65</sup> Volg het online college ‘centrale markt en clearing’ op <<http://www.euronextlearning.be/?id=3535460&lang=nl>>. Lees in dit verband tevens de functie van *marktmakers* in paragraaf 2.3.1.

<sup>66</sup> Rank 2009, p. 112 en Grundmann- Van de Krol 2010, p. 56.

Volgens de Wft en de MiFID zijn CDSs afgeleide instrumenten voor de overdracht van kredietrisico.<sup>67</sup> Kredietrisico is het risico dat een schuldenaar zijn geldelijke verplichtingen niet nakomt. Met een CDS verzekert je als het ware het kredietrisico ten aanzien van bijvoorbeeld een bedrijfs- of overheidsobligatie. De protectiekoper (*protection buyer*) draagt een of meerdere kredietrisico's (*credit events*) over aan de protectieverkoper (*protection seller*). Indien een van die risico's zich verwezenlijkt, dan is de protectieverkoper zich vis-à-vis een of meerdere debiteuren (*reference entities*) verplicht de schade te vergoeden.<sup>68</sup> De protectiekoper hevelt het risico tot wanbetaling (*failure to pay*) of een insolventieprocedure (*bankruptcy*)<sup>69</sup> ten aanzien van een *reference entity* over naar de protectieverkoper. De protectiekoper betaalt periodiek een premie aan de protectieverkoper. Indien zich een *credit event* voordoet, zal de protectieverkoper worden verplicht een bepaald bedrag te betalen aan de protectiekoper, de betrokken effecten te vergoeden (*cash settlement*) of tegen een overeengekomen bedrag over te nemen (*physical settlement*).<sup>70</sup> Zie de afbeelding onder aan de pagina ter verduidelijking van voorgaande. Evenals bij de *securities lending agreements* wordt er bij derivatencontracten gebruik gemaakt van standaarddocumentatie van de International Swaps and Derivatives Association.<sup>71</sup>



Eigen bron

<sup>67</sup> Art. 1:1 Wft onder definitie 'financieel instrument' onder sub h en MiFID, Bijlage 1, deel C onder 8.

<sup>68</sup> Rank 2009, p. 112; De Jong 2009, p. 156 en Peeters 2005, p. 69.

<sup>69</sup> De nationalisering van SNS Reaal op 1 februari 2013 is te kwalificeren als een *credit event*. Zie *Het Financieele Dagblad* 13 februari 2013, Onteigening SNS-papier 'credit event'. Een mogelijk *bankruptcy* van Griekenland was ook de reden dat veel marktdeelnemers SCDSs kochten om posities in Griekse staatsobligaties af te dekken.

<sup>70</sup> Peeters 2012, p. 190; Rank 2009, p. 112; De Jong 2009, p. 156 en Peeters 2005, p. 69.

<sup>71</sup> Voor een compleet overzicht van de ISDA transactiedocumentatie zie Rank 2009, p. 113 en Peeters 2006, p. 63 e.v.

### 1.3.3 Voordelen, nadelen en mogelijke risico's van short selling op de financiële markten

Al jaren wordt erkend dat *short selling* positieve effecten heeft op de werking van financiële markten. Dit is ook het uitgangspunt van de Verordening.<sup>72</sup> Ten eerste is het verkopen van een financieel instrument dat je zelf niet hebt goed voor de marktliquiditeit.<sup>73</sup> Marktliquiditeit is belangrijk voor financiële markten, omdat er zo grotere handelsvolumes mogelijk zijn wat leidt tot een vermindering van transactiekosten en daarmee tot een hogere marktefficiëntie.<sup>74</sup> Ten tweede zal door *short selling* de prijsvorming van financiële instrumenten goed blijven werken.<sup>75</sup> Door een shorttransactie kan immers een negatieve visie over de waarde van een financieel instrument worden verdisconteerd in de prijs van het desbetreffende financiële instrument.<sup>76</sup> Te denken valt aan een *hedge fund* dat analyseert dat de waardering van een bepaald aandeel te hoog is en vervolgens short gaat op dit aandeel. Dit bevordert en versnelt de correcte waardering van overgewaardeerde of verkeerd geprijsde aandelen.<sup>77, 78</sup> Hierdoor krijgt de markt een correcte en eerlijke prijs die is gecorrigeerd door sentimenten en verkeerde waarderingen. *Short sellers* kunnen daarnaast een onderontwikkelde financiële markt een impuls geven en ‘marktbubbels’ opsporen.<sup>79</sup> Ten derde wordt *short selling* gebruikt om bepaalde risico's te *hedgen*. Denk bijvoorbeeld aan een marktdeelnemer die zijn longpositie afdekt door een shortpositie in te nemen. Wanneer marktdeelnemers deze risico's niet kunnen afdekken, omdat *short selling* bijvoorbeeld wordt verboden, dan zullen deze partijen wellicht minder financiële instrumenten kopen, waardoor het transactievolume zal terugvallen. Deze terugval zal logischerwijs leiden tot minder liquiditeit in de markt met als gevolg dat de prijsvorming vertraagd zal worden.<sup>80</sup> Daarnaast kan een verbod op *short selling* leiden tot marktbubbels, omdat een marktdeelnemer alleen via het innemen van longposities rendement kan halen op een financieel instrument.

---

<sup>72</sup> Vgl. punt 5 van de considerans van de Verordening: “*hoewel short selling in sommige situaties negatieve gevolgen kan hebben, draagt short selling in normale marktomstandigheden in belangrijke mate bij aan de goede werking van de financiële markten, in het bijzonder wat marktliquiditeit en efficiënte prijsvorming betreft.*”

<sup>73</sup> Beber & Pagano 2009.

<sup>74</sup> Gruenewald, Wagner & Weber 2009, p.16.

<sup>75</sup> Bris, Goetzmann & Zhu 2007.

<sup>76</sup> Battalio & Schultz 2011, p. 9.

<sup>77</sup> Een voorbeeld van een *short seller* die verkeerd geprijsde aandelen opspoorde was *hedge fund manager* James Chanos van het fonds Kynik Associates. Chanos verklaarde voor het House Committee on Energy and Commerce dat zijn bedrijf zocht naar bedrijven met overdreven hoge winsten, een zwak bedrijfsplan of bedrijven die zich bezig hielden met frauduleuze activiteiten. Vlak voor de ineenstorting van energiebedrijf Enron in 2001 ging het bedrijf van Chanos short in aandelen Enron (Battalio, Mehran & Schultz 2011, p. 3 en Squires 2013, p. 16-18).

<sup>78</sup> Diamond & Verrecchia 1987, p. 279; Stefanini 2005, p. 3 en Diether, Lee & Werner 2009. Zie ook E. Miller, ‘Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion’, *Journal of Finance* 1977, p. 1151-1168.

<sup>79</sup> Zo wil China het beleggingsklimaat voor *short sellers* op de Chinese financiële markten in 2012 verbeteren door een *centralized securities lending exchange* op te richten, waardoor de markten aantrekkelijker worden voor *hedge funds*. De Chinezen hopen juist dat de *short sellers* meer liquiditeit op de markten brengen en zo de volatiliteit van de koersen te reduceren (*Het Financieele Dagblad*, China gaat short, 6 januari 2012).

<sup>80</sup> Pollack 1986. Zie ook J.W. Welborn, ‘The ‘phantom shares’ menace’, *Regulation* 2008, 54.

Hoewel *short selling* onmiskenbare economische voordelen oplevert, kunnen er ook nadelen en risico's worden genoemd. Indien financiële instrumenten zich in een neerwaartse trend bevinden, kunnen *short sellers* deze neerwaartse beweging versterken door nog meer financiële instrumenten te verkopen op de markt. Hierdoor stijgt het aanbod en daalt de prijs van de desbetreffende financiële instrumenten nog verder, waardoor er een *self fulfilling prophecy* kan ontstaan. Dergelijke abrupte koersdalingen kunnen gevaar opleveren voor de stabiliteit van financiële markten en zelfs tot een systeemrisico<sup>81</sup> leiden.<sup>82</sup> Daarnaast bestaat het risico bij *naked short selling* dat men meer aandelen verkoopt dan er op dat moment worden aangeboden op de markt. Hierdoor kan de *short seller* zijn leveringsverplichting niet nakomen en zal deze voor veel geld toch de aandelen moeten kopen van derden. Zie hierover de zaak Volkswagen (paragraaf 1.4.1.1). Dergelijke *settlement failures* kunnen tevens leiden tot systeemrisico's. De marktdeelnemer die de financiële instrumenten koopt kan op zijn beurt een eventuele doorverkooptransactie niet nakomen, waardoor er een kettingreactie ontstaat. Dit kan weer een negatief effect hebben op het vertrouwen in de markt en afwikkelingsmechanismen.<sup>83</sup> Ook kan er bij *short sellers* een prikkel ontstaan om de markt te manipuleren. *Short sellers* kunnen er baat bij hebben om negatieve geluiden de markt in te brengen.<sup>84</sup> Een bekend voorbeeld zijn de zogeheten *bear raiders*.<sup>85</sup> Hierdoor kan er een negatieve invloed worden uitgeoefend op de waarde van een bepaald financieel instrument. Bovenstaande drie risico's tracht de EC via de Verordening te ondervangen.

#### **1.4 Short selling in de financiële- en Europese kredietcrisis**

In de volgende paragraaf worden de hierboven besproken risico's die door *short selling* kunnen ontstaan besproken aan de hand van twee 'casestudies'. Deze zaken geven een aantal knelpunten weer die *short selling* met zich meebrengen en die tot dan toe niet of onvoldoende zijn ondervangen door wet- en regelgeving. De zaken hebben tevens betrekking op de aandelenmarkt (paragraaf 1.4.1) en de staatsobligatiemarkt (paragraaf 1.4.2). Deze specifieke markten vallen onder de reikwijdte van de Verordening.

---

<sup>81</sup> Na het omvallen van Lehman Brothers viel tevens de interbancaire handel stil door een gebrek aan vertrouwen. Banken durfden elkaar geen geld uit te lenen, waardoor geldstromen stagneerde. In situaties zoals met Lehman Brothers of andere financiële- en systeemgevoelige instellingen moet *short selling* aan banden gelegd kunnen worden om zo een verstoring van de gehele (financiële) markt te kunnen voorkomen.

<sup>82</sup> Dorst & Van Swieten 2009, p. 10.

<sup>83</sup> Russi & Rosati 2012, p. 152.

<sup>84</sup> Hierbij moet worden opgemerkt dat dit nadeel niet alleen opgaat voor *short selling*. Indien een marktdeelnemer een longpositie houdt kan er ook een prikkel ontstaan om 'te positieve' berichten de markt in te sturen. Dit zal ook een negatief effect hebben op de prijsvorming van een financieel instrument.

<sup>85</sup> Deze *short sellers* sporen financiële instrumenten op waarin veel marktdeelnemers *long* zijn gegaan. Vervolgens wordt er agressief *short* gegaan op het desbetreffende instrument. De prijs daalt. De *short sellers* verspreiden negatieve geluiden in de hoop dat de *long* investeerders massaal zullen verkopen, waardoor de prijs nog verder daalt. Vgl. Bogaerts 2010, p. 2 en 5 en McGavin 2010, p. 202.

### 1.4.1 Short selling op de aandelenmarkt

In 2008 verloor de AEX-index 52,2% van zijn waarde. Dit was het slechtste jaar ooit voor de Amsterdamse aandelenindex.<sup>86</sup> De koersdalingen en volatiliteit van beursfondsen brachten echter mogelijkheden voor *short sellers*. Daarnaast werd er steeds meer gebruik gemaakt van financiële instrumenten om ‘synthetisch’ short- en longposities in aandelen te verwerven.<sup>87</sup> Indien marktdeelnemers dergelijke derivatenposities houden zonder dat de markt dit weet, kan dit bij *short sellers* tot problemen leiden en kan de markt en prijsvorming worden verstoord. Dit was dan ook het geval bij de zaak van Porsche Automobil Holding SE (hierna: Porsche) tegen Volkswagen AG (hierna: Volkswagen).

#### 1.4.1.1 Casestudie: Porsche v. Volkswagen

Porsche had een belang van 31% in Volkswagen. In maart 2008 maakte Porsche via een persverklaring bekend dat ze niet van plan was om haar belang in Volkswagen uit te breiden tot 75%. Op 26 oktober 2008 maakt Porsche echter alsnog via een persbericht<sup>88</sup> bekend dat haar directe belang was gestegen van 31% tot 74.1%, waarvan 42,6% gewone aandelen en 31,5% via derivaten: *cash settled options* (met aandelen als onderliggende waarde).<sup>89</sup> *Short sellers* hadden hier geen rekening mee gehouden, omdat hun strategie was bepaald aan de hand van het eerdere persbericht van Porsche. Zij raakte in paniek door de berichtgeving en wilde hun shortpositie afdekken door de aandelen weer uit de markt te kopen.<sup>90</sup> Doordat de Duitse deelstaat Nedersaksen 20,1% van de aandelen hield was de *free float* van het aandeel Volkswagen maar 5,8%. Dit terwijl 12,8% van Volkswagen’s aandelen via shorttransacties waren verkocht. Er waren dus niet genoeg aandelen beschikbaar om de leveringsverplichtingen die voortvloeiden uit de gehouden shortposities af te dekken: een *short squeeze*.<sup>91</sup> Door de *short squeeze* steeg de vraag en daarmee de koers van een aandeel Volkswagen op 28 oktober 2008 met 82% tot EUR 945 per aandeel. Hierdoor werd Volkswagen voor even het meest waardevolle bedrijf ter

---

<sup>86</sup> *Het Financieele Dagblad*, Historisch slecht jaar op Damrak krijgt passend einde, 2 januari 2009.

<sup>87</sup> Hu & Black 2007, p. 343 e.v. Te denken valt aan derivaten, zoals opties, swaps, repo’s en *contracts for difference*. Voor de uitleg van de werking van deze aandelederivaten zie ook Raaijmakers 2007; Duynstee & Peters 2011, p. 149 e.v. en Grundmann - Van de Krol 2010, p. 54-56.

<sup>88</sup> Zie <<http://www.porsche-se.com/pho/en/press/newsarchive2008/?pool=pho%20%20&id=2008-10-26>>. In het persbericht van Porsche stond: “*Due to the dramatic distortions on the financial markets Porsche Automobil Holding SE, Stuttgart, has decided over the weekend to disclose its holdings in shares and hedging positions related to the takeover of Volkswagen AG, Wolfsburg. At the end of last week Porsche SE held 42.6 percent of the Volkswagen ordinary shares and in addition 31.5 percent in so called cash settled options relating to Volkswagen ordinary shares to hedge against price risks, representing a total of 74.1 percent. Upon settlement of these options Porsche will receive in cash the difference between the then actual Volkswagen share price and the underlying strike price in cash.*”

<sup>89</sup> Squires 2013, p. 11; Jalink 2012, p. 14; Van Hoorn 2012, p. 136 en Duynstee & Peters 2011, p. 160 en Luyér & Van den Broek 2009, p. 27.

<sup>90</sup> *Wall Street Journal*, VW’s 348% Two-Day Gain in Pain for Hedge Funds, 29 oktober 2008 en *Het Financieele Dagblad*, Short squeeze en koersexplosie VW na melding Porsche, 28 oktober 2008.

<sup>91</sup> Squires 2013, p. 11.



wereld.<sup>92</sup> Porsche kondigde vervolgens aan om 5% van haar belang te vereffenen in cash om zo de liquiditeit van het aandeel te vergroten, waarna de waarde van het aandeel Volkswagen werd gecorrigeerd en halveerde.<sup>93</sup>

Aan deze *short squeeze* lagen twee fundamentele problemen ten grondslag. Ten eerste het gebrek aan transparantie van zowel de *cash settled options* die Porsche hield in Volkswagen als de hoeveelheid uitstaande shortposities in het aandeel Volkswagen.<sup>94</sup> Doordat de derivaten werden gehouden in geld in plaats van aandelen, stonden ze niet onder toezicht van de Duitse bevoegde autoriteit BaFin. Er bestond in Duitsland toentertijd geen meldingsplicht voor *cash settled options*.<sup>95</sup> Toen Porsche haar derivatenpositie openbaar maakte ontstond er paniek en werd de markt verstoord. Deze zaak laat zien dat derivatenposities in aandelen (-en obligaties) gemeld moeten worden bij bevoegde autoriteiten en dat dergelijke derivaten in aandelen moeten worden meegerekend in een netto shortpositie. Hierdoor krijgen bevoegde autoriteiten een vollediger inzicht in shortposities van marktdeelnemers en kan men beter – indien nodig – preventief ingrijpen. Het tweede probleem was het feit dat de *short sellers* de aandelen niet uit de markt konden halen om hun shortposities af te dekken, waardoor er een *settlement failure* ontstond. Bij (*naked*) shortposities is het van belang dat marktdeelnemers een *incentive* hebben om hun positie zo snel mogelijk af te wikkelen of zich met de benodigde financiële instrumenten in te dekken, waardoor een *short squeeze* voorkomen kan worden. Deze casus laat zien dat (*naked*) *short sellers* de prijsvorming van een financieel instrument en dus de markt, ernstig kunnen verstoren.

#### **1.4.2 Short selling op de staatsobligatiemarkt**

De Volkswagen-zaak speelde zich af op een volatiele aandelenmarkt in het begin van de financiële crisis. Zoals uit die zaak blijkt, kan op een verstoorde markt de koers van een aandeel enorm fluctueren. Na het uitbreken van de financiële crisis en de daaropvolgende kredietcrisis, hebben veel marktdeelnemers hun investeringen in aandelen en derivaten naar veiliger geachte (vastrentende) beleggingen – waaronder staatsobligaties – verschoven.<sup>96</sup> De marktpartijen die beleggen in staatsobligaties zijn over het algemeen professionele investeerders die grote hoeveelheden obligaties kopen. Te denken valt aan institutionele beleggers, pensioenfondsen, banken en verzekeraars die op lange termijn willen beleggen en minder risico willen lopen dan bij aandelen het geval is.<sup>97</sup> De gemiddelde transactiegrootte is met EUR 5 miljoen in staatsobligaties aanzienlijk groter dan transacties op de aandelenmarkt. De grotere transacties in

---

<sup>92</sup> *Wall Street Journal*, Short Sellers Return in Volkswagen Shares, 20 augustus 2009.

<sup>93</sup> Duynstee & Peters 2011, p. 160; Van Hoorn 2012, p. 136 en Duynstee & Peters 2011, p. 160.

<sup>94</sup> Zie ook Luyér & Van den Broek 2009.

<sup>95</sup> Jalink 2012, p.13. Op 1 februari 2012 werd in Duitsland ook de meldingsplicht voor *cash settled instruments* geregeld in de WpHG.

<sup>96</sup> AFM 2010, p. 10.

<sup>97</sup> AFM 2010, p. 18.

staatsobligaties vinden plaats op de OTC-markt.<sup>98</sup> De waarde van een obligatie en de rente die een houder van een obligatie ontvangt is afhankelijk van de kredietwaardigheid van de uitgevende lidstaat. Bij het bepalen van de prijzen voor staatsobligaties wordt gebruik gemaakt van de prijzen van CDSs.<sup>99</sup> Een CDS die het kredietrisico van een staatsobligatie afdekt wordt aangeduid als een SCDS. De prijs van een SCDS is daarmee een indicator voor de kredietwaardigheid en de fiscale gezondheid van een (lid)staat.<sup>100</sup> Door een zwak begrotingsbeleid van sommige eurolanden – de zogenaamde ‘PIIGS-landen’<sup>101</sup> – ontstond er echter onrust op de Europese markt voor staatsobligaties. De PIIGS-landen konden steeds moeilijker geld lenen op de financiële markten om hun bestaande renteschuld af te lossen. Door de hechte verwevenheid van de financiële sectoren van de eurolanden ontstond er besmettingsgevaar dat de PIIGS-landen hun staatsschuld niet meer konden afbetalen en uiteindelijk failliet zouden gaan. Door steunpakketten vanuit de EU en het IMF is de rust anno 2013 weer teruggekeerd. Desalniettemin heeft (met name) Griekenland op de rand van de afgrond gestaan en heeft ook (*naked*) *short selling* in deze rumoerige tijd een rol gespeeld.

#### 1.4.2.1 Casestudie: Griekenland

Eind 2009 bleek dat Griekenland een dusdanig begrotingstekort had dat door analisten werd getwijfeld of het land zijn schulden zou kunnen herfinancieren door nieuwe staatsobligaties uit te geven in de markt.<sup>102</sup> In februari 2010 had het land een staatsschuld van EUR 300 miljard en een overheidstekort van 12,7% van het bnp.<sup>103</sup> Investeerders werden steeds risico-averser en de *spreads*<sup>104</sup> van de Grieks staatsobligaties stegen. Vervolgens stelden de *credit rating agencies* de waarderingen van de staatsobligaties en dus de kredietwaardigheid van het land, naar beneden bij.<sup>105</sup> Dit zorgde voor veel onrust onder marktdeelnemers, waardoor nog meer houders van Griekse staatsobligaties deze wilde verkopen met als gevolg dat het aanbod steeg en de koersen daalde.<sup>106</sup> De daling van de koers bracht met zich mee dat er marktpartijen SCDSs kochten zonder de onderliggende Griekse staatsobligaties te bezitten: de zogeheten *naked-SCDSs*.<sup>107</sup> Hiermee speculeerde zij op een verdere daling van de koers. De marktpartijen hadden zodoende baat bij een faillissement van Griekenland, want dan zou zich immers een *credit event* voordoen

---

<sup>98</sup> AFM 2010, p. 18.

<sup>99</sup> AFM 2010, p. 6.

<sup>100</sup> Pekarek & Lufrano 2011, p. 24. De Markit iTraxx SovX Western Europe index geeft informatie over de waarde van SCDSs van West-Europese landen.

<sup>101</sup> Dit betrof de landen Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje.

<sup>102</sup> AFM 2010, p. 10.

<sup>103</sup> *De Volkskrant*, Een ‘verzekering’ die de Grieken de afgrond induwt, 23 februari 2010.

<sup>104</sup> Een *spread* is het verschil tussen wat ‘de markt’ biedt voor de obligatie (biedprijs) en wat ‘de markt’ wil ontvangen om de obligatie te verkopen (laatprijs). Een hoge *spread* betekent een groter risico ten opzichte van de obligaties. Zie Pekarek & Lufrano 2012, p. 24.

<sup>105</sup> Zie AFM 2010, p. 10. Standard & Poor’s verlaagde op 27 april 2010 de Griekse staatsobligatie tot *junkstatus*.

<sup>106</sup> AFM 2010, p. 5.

<sup>107</sup> Pekarek & Lufrano 2012, p. 24-25.

wat zou leiden tot het uitbetalen van de schade door de *protection seller*. De schade zou gerelateerd zijn aan de waarde van de Griekse staatsobligaties die de marktpartij met een *naked-SCDS* op dat moment echter niet bezit. Dit is een variant van *naked short selling*. Volgens overheden van lidstaten in de EU was het voor Griekenland moeilijker om haar schuld te herfinancieren, omdat veel partijen in de markt *naked-SCDSs* kochten.<sup>108</sup> Ook de Tweede Kamer constateerde dat de crisis rondom de euro mede is ontstaan doordat er onverantwoord is gehandeld en gespeculeerd op staatsobligaties en zegt dat: “*op grote schaal short selling heeft plaatsgevonden (...) partijen op ruime schaal gebruik hebben gemaakt van Credit Default Swaps om te kunnen speculeren op staatsobligaties*”.<sup>109</sup> Deze onrust zorgde voor ‘reactiepolitiek’. Zo besloot Duitsland, zonder overleg met andere lidstaten, om op 19 mei 2010 een verbod op *naked-SCDSs* af te kondigen.<sup>110</sup> Na deze maatregel daalde de koers van de euro en liepen de *spreads* op Duitse *Bunds* op. Deze stijgende volatiliteit destabiliseerde de markt voor staatsobligaties. Zo liep de liquiditeit van *SCDSs* van PIIGS-landen terug.<sup>111</sup> Ook de handel in *Bunds* reduceerde, wat weer een negatief effect had op de handel van Nederlandse staatsobligaties.<sup>112</sup>

Voorgaande geeft goed weer dat de Europese markt voor staatsobligaties zeer vervlochten is. Stijgende rentes en een dalend vertrouwen bij de ene lidstaat kan overslaan op een andere lidstaat. Om de markt voor staatsobligaties beter te kunnen monitoren, zouden posities in *SCDSs* gemeld moeten worden aan bevoegde autoriteiten van lidstaten. Immers, de markt voor *SCDSs* is sterk gecorreleerd aan de markt voor staatsobligaties. Het feit dat met een *naked-SCDSs* positie hetzelfde wordt bereikt als het innemen van een shortpositie, geeft het beperken van *naked-SCDSs* een plek in de Verordening.<sup>113</sup> Daarnaast geeft deze zaak goed weer dat door lidstaten afzonderlijk genomen maatregelen – zoals de BaFin deed – een destabiliserende werking heeft.

## 1.5 Tijdelijke maatregelen van Europese lidstaten

Het merendeel van de Europese landen heeft na de val van Lehman Brothers en ten tijden van de onrust op de Europese markten tijdelijke maatregelen ingevoerd om *short selling* tegen te gaan.<sup>114</sup> De maatregelen waren alles behalve consistent. Ze hadden verschillende looptijden en betrekking op verschillende financiële instrumenten. Sommige lidstaten hebben in zijn geheel

---

<sup>108</sup> *Wall Street Journal*, Germany To Ban Some Naked Short-Selling, 19 mei 2010 en IMF 2013, p. 72.

<sup>109</sup> *Kamerstukken II* 2009/10, 21 501-07, nr. 724.

<sup>110</sup> AFM 2010, p. 13 en *Wall Street Journal*, Germany To Ban Some Naked Short-Selling, 19 mei 2010.

<sup>111</sup> IMF 2013, p. 72.

<sup>112</sup> Zie AFM 2010, p. 13.

<sup>113</sup> Vgl. paragraaf 2.4.2.

<sup>114</sup> Lees voor een uitgebreide studie over de verschillende maatregelen genomen door Europese lidstaten Beber & Pagano 2009.

geen maatregelen genomen.<sup>115</sup> De maatregelen die zijn genomen kunnen grofweg worden onderverdeeld in (i) een al dan niet tijdelijk verbod op *naked-* en *covered short selling* in financiële instrumenten en (ii) transparantiemaatregelen omtrent shortposities in financiële instrumenten van financiële instellingen. Achtereenvolgend worden de maatregelen in Engeland, Nederland, Duitsland en Frankrijk chronologisch besproken, gevolgd door een conclusie (paragraaf 1.5.1). Vervolgens wordt de (economische) effectiviteit van deze tijdelijke maatregelen bekeken aan de hand van verschillende studies (paragraaf 1.5.2). Tot slot wordt ingegaan op de voorstellen van IOSCO en CESR om *short selling* te harmoniseren (paragraaf 1.5.3).

### **1.5.1 De tijdelijke maatregelen in Engeland, Nederland, Duitsland en Frankrijk**

#### **1.5.1.1 Engeland**

In Engeland was de FSA<sup>116</sup> verantwoordelijk voor de maatregelen die zijn ingevoerd om *short selling* te reguleren in september 2008. Per 19 september 2008 werd er zowel een verbod op *naked-* als *covered short selling* in aandelen van een aantal financiële instellingen als een transparantieregime voor netto shortposities ingevoerd.<sup>117</sup> De bevoegdheid tot het nemen van de maatregelen ontleende de FSA aan de Financial Services and Markets Act 2000. Een netto shortpositie<sup>118</sup> verwerven, of een uitbreiding van een netto shortpositie in een financiële instelling die is opgericht in Engeland, werd door de FSA aangemerkt als marktmanipulatie.<sup>119</sup> Bij de berekening hiervan, moest rekening worden gehouden met “*any form of economic interest in the shares of the company*”.<sup>120</sup> *Marketmakers* werden van dit verbod uitgezonderd. Het verbod kwam ook te gelden voor *intraday*-handel.<sup>121</sup> Het verbod duurde tot 16 januari 2009. Naast het verbod op *short selling* werd er ook een transparantieregime ingevoerd. Netto shortposities in financiële instellingen moesten worden gemeld aan de FSA wanneer de drempel

---

<sup>115</sup> Tsjechië, Finland, Hongarije, Polen, Slovenië en Zweden.

<sup>116</sup> Per 1 april 2013 is de FSA opgeheven en vervangen en zijn de verantwoordelijkheden van de FSA opgevangen door twee instanties: de *Prudential Regulation Authority* en de *Financial Conduct Authority*. De *Financial Conduct Authority* is nu belast met het gedragstoezicht op de financiële markten.

<sup>117</sup> FSA, Short Selling (No 2) Instrument 2008, (18 september 2008), te raadplegen via <[http://www.cgsh.com/cgsh/fsa\\_short\\_selling\\_instrument\\_no\\_2\\_2008.pdf](http://www.cgsh.com/cgsh/fsa_short_selling_instrument_no_2_2008.pdf)>.

<sup>118</sup> De FSA definieerde ‘netto shortpositie’ als “*a net short position which gives rise to an economic exposure to the issued capital of a company*”. Zie FSA, Short Selling (No 2) Instrument 2008, (18 september 2008), Annex B.

<sup>119</sup> FSA, Short Selling (No 2) Instrument 2008, (18 september 2008), Annex A: “*A person who enters into a transaction that (whether by itself or in conjunction with other transactions) has the effect of (a) creating a net short position in a UK financial sector company; or (b) increasing any net short position in a UK financial sector company that the person had immediately before 19 September 2008; is, in the opinion of the FSA, engaging in behaviour that is market abuse (misleading behaviour)*”.

<sup>120</sup> FSA, Short Selling (No 2) Instrument 2008, (18 september 2008), Annex B.

<sup>121</sup> Het was ook verboden een shortpositie in te nemen die op dezelfde dag werd gecreëerd en gesloten.

van 0.25% werd bereikt.<sup>122</sup> Indien de meldingsplicht werd geschonden, werd dit tevens aangemerkt als marktmisbruik. De melding moest worden gedaan de dag volgende op de dag dat de positie is gehouden en niet later dan 15:30 uur. De meldingsverplichting duurde net als het verbod tot 16 januari 2009.

Vanaf 16 januari 2009 werd *short selling* niet meer aangemerkt als marktmisbruik.<sup>123</sup> De transparantiemaatregel bleef wel van kracht. Het niet of niet tijdig melden bleef een vorm van marktmisbruik waartegen de FSA kon optreden. Daarnaast kwam er een meldingsplicht als een positie met 0,1% steeg of daalde. Deze maatregel gold tot 30 juni 2009. De transparantiemaatregelen zijn na de invoering van de Financial Services Act 2010 verhuisd van de Code of Market Conduct naar een nieuwe sectie van de FINMAR.<sup>124</sup> De marktdeelnemer met een netto shortpositie van 0,25% moest dit zowel aan de FSA als aan de markt melden.<sup>125</sup>

#### 1.5.1.2 Nederland

In navolging van andere landen als de VS en Engeland, werden er in Nederland op 21 september 2008 via een persbericht maatregelen afgekondigd door de AFM.<sup>126</sup> *Naked short selling* in aandelen werd verboden in een gelimiteerde groep van acht beursgenoteerde financiële instellingen.<sup>127</sup> *Short sellers* die een netto shortpositie<sup>128</sup> hielden van meer dan 0.25% van het kapitaal van een van de hierboven genoemde financiële instellingen, moesten dit melden aan de AFM de dag volgende op de dag waarop de positie was ingenomen (T<sup>+1</sup>). *Marketmakers* werden van deze maatregelen uitgezonderd. De marktdeelnemers waar het verbod wel betrekking op had moesten de maatregelen in acht nemen vanaf 22 september 2008, voor een termijn van 3 maanden. Volgens het persbericht zouden de maatregelen de integriteit en de goede werking van de financiële markt bevorderen en moest worden voorkomen dat er transacties of orders zouden plaatsvinden die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven over het aanbod van, de vraag naar, of de koers van financiële instrumenten, zoals

---

<sup>122</sup> FSA, Short Selling (No 2) Instrument 2008, (18 september 2008), Annex B. Een dergelijke positie (disclosable short position) werd door de FSA gedefinieerd als: “*a net short position which represents an economic interest of one quarter of one per cent or more of the issued capital of a company*”.

<sup>123</sup> FSA, Short Selling (No 5) Instrument 2009, (14 januari 2009), te raadplegen via <[http://finra.complinet.com/net\\_file\\_store/new\\_rulebooks/f/s/FSA\\_LI\\_2009\\_01.pdf](http://finra.complinet.com/net_file_store/new_rulebooks/f/s/FSA_LI_2009_01.pdf)> en FSA Handbook, FINMAR 2.2.1.

<sup>124</sup> FSA 2010/25, Financial Stability and Market Confidence Sourcebook Instrument 2010.

<sup>125</sup> FSA Handbook, FINMAR 2.2.1(c).

<sup>126</sup> Het persbericht van de AFM is te raadplegen via <<http://www.afm.nl/nl/nieuws/2008/sep/naked-short-selling-verboden.aspx>>.

<sup>127</sup> Het betrof Aegon, ING Groep, Fortis, BinckBank, Kas Bank, SNS Reaal, Van der Moolen Holding en Van Lanschot.

<sup>128</sup> Op de vraag wat een netto shortpositie inhield antwoordde de AFM als volgt: “*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. The issued share capital of a financial company would include ordinary shares and preference shares but would exclude debt securities.*” Zie *Kamerstukken II 2008/09, 31 724, B, p. 7.*

bedoeld in art. 5:58 Wft. Hiermee viel het verbod op *short selling*, net als in Engeland, onder de noemer marktmisbruik.<sup>129</sup>

Op 5 oktober 2008 heeft de AFM nieuwe maatregelen bekendgemaakt. Hiermee verviel de maatregel van 21 september 2008. Het verbod betrof nu zowel *naked*- als *covered short selling* waarmee het verbod verder reikte dan de maatregelen van 21 september. De meldingsplicht van een netto shortpositie van 0,25% van het aandelenkapitaal van de financiële instellingen bleef tevens gehandhaafd. De maatregel van 5 oktober 2008 gold voor een termijn van 30 dagen.<sup>130</sup> Per 11 oktober 2008 is de regeling van 5 oktober 2008 vervangen door de TRISS.<sup>131</sup> Buiten de betekenis van het begrip ‘netto shortpositie’<sup>132</sup> waren er inhoudelijk geen verschillen met de maatregelen die genomen zijn op 5 oktober. De wettelijke grondslag van de TRISS betrof wel art. 1:28 lid 3 Wft in plaats van marktmisbruik.

### 1.5.1.3 Duitsland

De BaFin heeft op 19 september 2008<sup>133</sup> en 21 september 2008<sup>134</sup> decreten uitgegeven waarmee een aantal maatregelen van kracht gingen. *Naked short selling* werd in 11 financiële instellingen<sup>135</sup> verboden. Alle nieuw ingenomen shortposities of stijgingen van shortposities in deze instellingen werden per 19 september 2008 verboden. Dit verbod zou gelden tot 31 januari 2010. De juridische basis van de door de BaFin genomen maatregelen was gelegen in art. 4(1) WpHG.<sup>136</sup> Dit is een verschil met de regelingen in Engeland en Nederland, waar de juridische

---

<sup>129</sup> De bevoegdheid van de AFM tot het nemen van dergelijke maatregelen werd verduidelijkt in een vernieuwd art. 5:58 lid 3 Wft dat door een zogenaamde ‘noodwet’ werd ingevoerd op 9 oktober 2008. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 724. 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 financiëlemarktprocessen en de stabiliteit van de financiële sector. Deze wet gaf de AFM en DNB, krachtens art. 1:28 Wft, de bevoegdheid om bij bijzondere omstandigheden tijdelijk algemeen verbindende voorschriften (AMvB) vast te stellen. De regelgevende bevoegdheid die werd ontleend aan art. 5:58 lid 3 Wft, alsmede art. 1:27 lid 3 Wft werkte met terugwerkende kracht tot 1 januari 2007. Hiermee hebben de genomen maatregelen een wettelijke basis gekregen (Dorst & Van Swieten 2009, p. 11). In de literatuur zijn er vraagtekens gezet bij de juridische grondslag van veel maatregelen, ook na de ‘noodwet’ (volg Corsten & Sinninghe Damsté 2008; Oppelaar 2008; Dorst & Van Swieten 2009 en Kuilman & Poelgeest 2009).

<sup>130</sup> *Kamerstukken II* 2008/09, 31 724, B, p. 1-2.

<sup>131</sup> Stcrt. 10 oktober 2008, nr. 197, p. 2.

<sup>132</sup> Definitie ‘netto shortpositie’ in de TRISS: “*het economisch belang gerelateerd aan het totaal geplaatste kapitaal van een financiële onderneming als opgenomen in bijlage A, waarbij een economisch voordeel wordt behaald indien de prijs van een effect met aandelenkarakter met betrekking tot de desbetreffende financiële onderneming daalt.*” In bijlage A staan de acht financiële instellingen waar de maatregelen van 21 september 2008 en 5 oktober 2008 ook betrekking op hadden.

<sup>133</sup> Zie <[http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verfuegung/vf\\_080919\\_leerverk\\_en.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verfuegung/vf_080919_leerverk_en.html)>.

<sup>134</sup> Zie <[http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verfuegung/vf\\_080921\\_leerverk\\_en.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verfuegung/vf_080921_leerverk_en.html)>.

<sup>135</sup> Aareal Bank, Allianz, AMB Generali Holding, Commerzbank, Deutsche Bank, Deutsche Börse, Deutsche Postbank, Hannover Rückerversicherung, Hypo Real Estate Holding, MPL, Münchener Rückerversicherungs-Gesellschaft.

<sup>136</sup> Art. 4(1) WpHG: “*The Federal Financial Supervisory Authority (Supervisory Authority) shall exercise supervision in accordance with the provisions of this Act. Within the framework of the functions assigned to it, the Supervisory Authority shall counteract undesirable developments which may adversely affect the*

grondslag marktmisbruik was. Op 18 mei 2010 werd er wederom door de BaFin een decreet<sup>137</sup> uitgegeven waarin is bepaald dat er vanaf 19 mei 2010 opnieuw een verbod op *naked short selling* in aandelen van kracht werd.<sup>138</sup> De aanleiding was dit keer de onrust op de Europese markten voor staatsobligaties. De BaFin was bedacht op de situatie dat deze onrust zou kunnen overslaan op aandelenprijzen in financiële instellingen en daarmee de financiële sector in Duitsland zou kunnen besmetten. Dit tweede verbod op *naked short selling* duurde tot 31 maart 2011.

Op 27 juli 2010 werden er een aantal bepalingen uit de Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier und Derivategeschäfte (Wet om marktmisbruik in effecten- en derivatentransacties te voorkomen) toegevoegd aan onderdeel 5b Leerverkäufe und Geschäfte in Derivaten van de WpHG. Dit zorgde voor een permanent regime om vormen van *short selling* te verbieden en voor transparantieplichtingen omtrent shortposities.<sup>139</sup> In art. 30h WpHG werd er een wettelijk verbod op *naked short selling* in alle aandelen en schuldinstrumenten<sup>140</sup> die worden verhandeld op de gereguleerde Duitse markt gecodificeerd. In art. 30j WpHG werd er een verbod op *naked-CDSs* ingevoerd en in art. 30i WpHG werden transparantieplichtingen opgenomen. Netto shortposities van 0,2% van het aandelenkapitaal van aan de Duitse beurs genoteerde bedrijven moeten aan de BaFin worden gemeld voor het einde van de volgende handelsdag (T<sup>+1</sup>). Daarnaast kwam er een meldingsplicht als een positie met 0,1% steeg of daalde. Netto shortposities die de grens van 0,5% van het aandelenkapitaal overschreden moesten dit melden in de elektronischer Bundesanzeiger (elektronische federale courant). Dit kan het publiek inzien. De bepalingen uit de WpHG bleven van kracht tot de Verordening in november 2012 inwerking trad.

#### 1.5.1.4 Frankrijk

De Franse bevoegde autoriteit AMF heeft op 19 september 2008 maatregelen opgesteld die betrekking hebben op 15 banken en financiële instellingen.<sup>141</sup> De eerste maatregel was een verbod op *naked short selling* in aandelen en aandelenderivaten. Aandelen moesten worden

---

*orderly conduct of trading with financial instruments or the provision of investment services or ancillary services or which may result in serious disadvantages for the financial market. It may issue orders that are appropriate and necessary to eliminate or prevent such undesirable developments.*"

<sup>137</sup>Zie <[http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verfuegung/vf\\_100518\\_leerverkauf\\_aktien\\_en.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verfuegung/vf_100518_leerverkauf_aktien_en.html)>.

<sup>138</sup> Het ging om de financiële instellingen: Aareal Bank, Allianz, Commerzbank, Deutsche Bank, Deutsche Börse, Deutsche Postbank, Hannover Rückerversicherung, Generali Deutschland Holding, MPL, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft.

<sup>139</sup> In tegenstelling tot andere lidstaten had Duitsland tot dan toe nog geen transparantieplichtingen voor netto shortposities ingevoerd.

<sup>140</sup> Schuldinstrumenten van centrale overheden, regionale overheden en lokale autoriteiten van EU lidstaten die worden verhandeld op de gereguleerde Duitse markt.

<sup>141</sup> Allianz, April Group, AXA, BNP Paribas, CIC, CNP Assurances, Crédit Agricole, Dexia, Euler Hermes, HSBC Holdings, Natixis, NYSE Euronext, Paris Re, Scor en Société Générale.

geleend of gekocht voordat ze verkocht konden worden (*locate rule*).<sup>142</sup> De tweede maatregel was een meldingsplicht voor netto shortposities van 0,25% van het aandelenkapitaal. Deze posities moesten aan de AMF worden gemeld de dag volgende op de dag dat de positie was ingenomen. Ook in Frankrijk werden *marketmakers* uitgezonderd. De maatregelen zijn per 22 september 2008 in werking getreden voor een periode van drie maanden. Uiteindelijk is de termijn verlengd tot het eind 2010. In oktober 2010 werd in Frankrijk de Loi de régulation bancaire et financière (Wet bank- en financiële regelgeving)<sup>143</sup> aangenomen. In samenhang met deze wet en het voorstel van CESR,<sup>144</sup> introduceerde de AMF een nieuwe meldingsplicht voor netto shortposities in aandelen die werden verhandeld op de Franse geregeleerde markt (Euronext Paris) of een MTF (Alternext Paris). Dit nieuwe regime werd op 28 oktober 2010 aangenomen in art. 223-37 van de General Regulations of the Autorité des Marchés Financiers. Het nieuwe systeem trad in werking op 1 februari 2011. Volgens de nieuwe meldingsplicht moesten netto shortposities van 0,2% van het aandelenkapitaal gemeld worden aan de AMF. Een stijging of daling van 0,1% dient tevens gemeld te worden. Wanneer de positie de grens van 0,5% van het aandelenkapitaal overschrijdt, moest dit publiekelijk worden gemaakt. In de Loi de régulation bancaire et financière werd er, net als bij de eerdere maatregelen, een *locate rule* ingevoerd. *Short selling* is verboden tenzij de verkoper ten tijden van het uitvoeren van de transactie de instrumenten bezit, of maatregelen heeft genomen die ervoor zorgen dat een derde partij de financiële instrumenten op tijd kan leveren.<sup>145</sup> Hiermee kreeg het bepreken van *naked short selling* ook een plaats in de wet.

#### 1.5.1.5 De tijdelijke maatregelen samengevat

In vier (economisch belangrijke) Europese landen werd *short selling* in financiële instellingen ten tijden van de financiële crisis verboden. In Engeland hadden de maatregelen tot aan de invoering van de Financial Services Act 2010 betrekking op zowel *covered-* als *naked short selling*. Nederland verbood in eerste instantie alleen *naked short selling*, maar in de TRISS werd dit uitgebreid met een verbod op *covered short selling*. Hiermee strekt de reikwijdte van deze verboden verder dan in Duitsland en Frankrijk. Hier gold het tijdelijke verbod enkel voor *naked short* transacties. Naast maatregelen om *short selling* te verbieden, zijn er ook transparantieplichtingen opgelegd waarbij Duitsland en Frankrijk (0.2% en 0.5%) andere

---

<sup>142</sup> Art. 516-5 General Regulations of the Autorité des Marchés Financiers geeft aan dat een marktdeelnemer pas een verkooporder kan uitvoeren indien hij 100% van de te verkopen aandelen houdt op een rekening van een financieel tussenpersoon.

<sup>143</sup> Loi de régulation bancaire et financière, No. 2010-1249 van 22 oktober 2010, deze is gepubliceerd in het Journal Officiel op 23 Oktober 2010.

<sup>144</sup> CESR 2010a. CESR is in 2001 opgericht als onderdeel van het Lamfalussy project om Europese financiële diensten goed te reguleren

<sup>145</sup> In tegenstelling tot de transparantieregelingen heeft de *locate rule* alleen betrekking op de geregeleerde markt. Net zoals het verbod op *naked short selling*. Zie de maatregel van de AMF van 19 september.



meldingsdrempels hebben aangehouden dan Engeland en Nederland (0.25%). De meldingsdrempels die door Duitsland en Frankrijk zijn aangehouden, zijn gebaseerd op het rapport van CESR.

Het zwaartepunt van de tijdelijke maatregelen in Engeland lijkt te liggen op het transparantieregime en de daarbij horende meldingsplichten. Een shorttransactie viel na het invoeren van de Financial Services Act 2010 niet meer onder marktmisbruik en was derhalve niet meer verboden. Het overtreden van de transparantieplichtingen werd onder de FINMAR nog wel aangemerkt als marktmisbruik. De juridische grondslag van de maatregelen in Nederland viel ook onder de noemer marktmisbruik. De tijdelijke maatregelen in Duitsland zijn vooral gericht op het verbieden van *naked short selling*. Er kwam een wettelijk verbod op *naked short*transacties in vrijwel alle financiële instrumenten (incl. overheidsschuldinstrumenten en CDSs). De maatregelen die genomen zijn door de Duitse BaFin zijn gestoeld op de wettelijke bevoegdheid die voortvloeit uit de WpHG. De Franse benadering is vooral gericht op het melden van shortposities en de *locate rule*. De *locate rule* werd gecodificeerd in de Loi de régulation bancaire et financière. Hiermee werd *naked short selling* in Frankrijk praktisch onmogelijk.

### **1.5.2 Effectiviteit van de tijdelijke maatregelen in economisch opzicht**

Naar aanleiding van voorgaande tijdelijke maatregelen die wereldwijd zijn ingevoerd door verschillende landen, zijn er veel studies verschenen die de effecten van deze maatregelen hebben onderzocht. Hierbij is er vooral gekeken naar de economische effecten die de maatregelen hebben op indicatoren zoals: (i) marktefficiëntie, (ii) volatiliteit<sup>146</sup> van een financieel instrument en (iii) de liquiditeit<sup>147</sup> van een financieel instrument. De studies hieronder hebben voornamelijk betrekking op de in de vorige paragraaf besproken tijdelijke maatregelen.

Marsh en Niemer bestudeerde de data van een aantal beurzen in de periode van 1 januari 2008 tot 31 oktober 2008. Zij vonden geen bewijs dat de maatregelen omtrent *short selling* een verandering teweegbrachten in de rendementen op de onderzochte beursfondsen. Ook was er geen bewijs voor verminderende efficiëntie op de markten als gevolg van de maatregelen.<sup>148</sup> Dit in tegenstelling tot het onderzoek van Bernal, Herincks en Szafarz. Zij concluderen dat alle maatregelen omtrent *short selling* die vanaf 2008 in Europa zijn ingevoerd, schadelijk zijn geweest voor de marktefficiëntie. Op lange termijn zal zelfs het niet reguleren van *short selling* de meest effectieve manier zijn om prijsdalingen en volatiliteit tegen te gaan.<sup>149</sup> Corradin, Lo Duca en Sommacampagna onderzochten de impact van het verbod op *naked short selling* bij de

---

<sup>146</sup> Zie paragraaf 1.3.1.

<sup>147</sup> De liquiditeit van een financieel instrument wordt bepaald aan de transactievolumes. Hoe meer er wordt verhandeld, hoe dieper de markt en hoe makkelijker de prijs tot stand komt.

<sup>148</sup> Marsh & Niemer 2008. Vgl. McGavin 2010, p. 228-229.

<sup>149</sup> Bernal, Herinckx & Szafarz 2012.

11 grootste banken die genoteerd waren aan de *Deutsche Börse*. Uit dit onderzoek blijkt dat het verbod een minimale impact heeft gehad op de efficiëntie van de Duitse markt en dat het verbieden van *naked short selling* de *short selling*-praktijk in het algemeen duurder maakt.<sup>150</sup> Clifton en Snape bestudeerden de maatregelen van de FSA in relatie met marktliquiditeit. De maatregelen van de FSA – waaronder het tijdelijke verbod op *covered short selling* en *naked short selling* – zorgde voor verminderende liquiditeit in de beursfondsen waar de maatregelen betrekking op hadden.<sup>151</sup> El Hedi Arouri, Jawadi & Nguyen vergeleken de veranderingen in handelsvolume en volatiliteit in Duitse en Franse bedrijven, zowel voor als na het invoeren van de tijdelijke maatregelen. Het onderzoek geeft aan dat de volatiliteit van deze bedrijven steeg na het verbod op *naked short selling*.<sup>152</sup> Ook Beber en Pagano concluderen in hun onderzoek dat het reguleren van *short selling* de liquiditeit op de markt heeft verminderd en de volatiliteit heeft verhoogd.<sup>153</sup> Een aantal andere studies bevestigen tevens dat het tijdelijk verbieden van *short selling* door verschillende lidstaten niet heeft geleid tot het reduceren van de volatiliteit van de financiële instrumenten en prijsdalingen.<sup>154</sup>

De meeste empirische studies concluderen dat de tijdelijke maatregelen omtrent *short selling* ten tijden van de crisis niet direct hebben bijgedragen aan het herstel van de financiële markten in Europa. Naast het feit dat de tijdelijke maatregelen geen significante economische voordelen hebben opgeleverd, hebben de verschillen in de genomen maatregelen tot ongewenste gevolgen geleid. Deze *go-it-alone*-strategie van de lidstaten leidde op de geïntegreerde Europese markten tot een versturende en ineffectieve werking van de gehele Europese markt.<sup>155</sup> Daarnaast zaaide de verschillende maatregelen verwarring bij marktdeelnemers en bracht het onnodige *compliance*-kosten met zich mee. Dit resulteerde in *regulatory arbitrage*.<sup>156</sup>

### ***1.5.3 Ontwikkelingen voor een geharmoniseerd Europees en internationaal kader***

Om *short selling* te harmoniseren werden er zowel op internationaal niveau als op Europees niveau rapporten opgesteld. Vanuit een internationaal perspectief bracht de technische commissie van het IOSCO, de Task Force,<sup>157</sup> een rapport uit waarin *short selling* gereguleerd zou moeten worden.<sup>158</sup> Hierin geeft IOSCO aan dat in een markt waar het vertrouwen gebrekkig

---

<sup>150</sup> Corradin, Lo Duca & Sommacampagna 2012, p. 217 e.v..

<sup>151</sup> Clifton & Snape 2008.

<sup>152</sup> El Hedi Arouri, Jawadi & Nguyen 2012, p. 139 e.v.

<sup>153</sup> Beber & Pagano 2009.

<sup>154</sup> Gruenewald, Wagner & Weber 2010; FSA 2009 en zie de Australische studie van U. Helmes & T. Henker, *The effect of the ban on short selling on market efficiency and volatility*, Working paper: Australian School of Business at UNSW, 2009.

<sup>155</sup> Payne 2012, p. 428.

<sup>156</sup> Europese Commissie 2010b.

<sup>157</sup> Deelnemers van de Task Force zijn de bevoegde autoriteiten van Australië, Brazilië, Engeland, Frankrijk, Duitsland, Italië, Japan, Maleisië, Ontario (Canada), Québec (Canada), Spanje, VS en Zwitserland.

<sup>158</sup> IOSCO 2009.

is, *short selling* tot problematische gevolgen kan leiden. De Task Force kreeg een mandaat om principes te ontwikkelen voor het effectief reguleren van *short selling*.<sup>159</sup> IOSCO schrijft:

“(i) *Short selling should be subject to appropriate controls to reduce or minimize the potential risk that could affect the orderly and efficient functioning and stability of financial markets; (ii) short selling should be subject to a reporting regime that provides timely information to market or to market authorities; (iii) short selling should be subject to an effective compliance and enforcement system, and (iv) short selling regulation allow appropriate exceptions for certain types of transactions for efficient market functioning and development*”.

De vier aanbevelingen zijn – gezien de onenigheid tussen verschillende staten – echter een resultaat van een compromis. De principes van het IOSCO-rapport werden daardoor onvoldoende concreet en gedetailleerd geacht om een effectieve basis te vormen voor het geharmoniseerd regelen van *short selling*.<sup>160</sup> Een van de aanbevelingen in het IOSCO-rapport is een rapporteringsregime voor shorttransacties aan de markt en bevoegde autoriteiten. Ook het rapport van CESR is grotendeels gebaseerd op dergelijke transparantieplichtingen. Een permanent en geharmoniseerd Europees regime zou *short selling* op de Europese financiële markten moeten reguleren. Op 8 juli 2009 werd er door CESR een consultatiepaper gepubliceerd, met daarin een voorstel voor een pan-Europees *short selling disclosure* regime.<sup>161</sup> Uiteindelijk verscheen in maart 2010 het definitieve model.<sup>162</sup> Dit model bestond hoofdzakelijk uit een *two-tier disclosure*-model om individuele netto shortposities in alle aandelen te openbaren. Het model van CESR is vervolgens door de EC en ESMA gebruikt als raamwerk voor de latere Verordening.

Opgemerkt moet worden dat de rapporten van IOSCO en CESR beiden voornamelijk zijn gericht op *short selling* in aandelen. De Verordening heeft echter ook betrekking op overheidsschuld en SCDS. Door de hierboven uitgebreid besproken Europese kredietcrisis zijn met name SCDSs zeer bekritiseerd.<sup>163</sup> Het gevolg van deze kritieken was dat er in Europa een consensus ontstond dat SCDSs aan regelgeving onderworpen moest worden.<sup>164</sup> Hoewel een *naked-(S)CDS* in strikte zin niet onder de definitie ‘*short selling*’ valt, kan het in economische zin gelijk worden gesteld.<sup>165</sup> Het praktische gevolg is dat het ook is opgenomen in de Verordening.

---

<sup>159</sup> Zie IOSCO 2009, p. 4.

<sup>160</sup> Payne 2012, p. 429.

<sup>161</sup> CESR 2009b.

<sup>162</sup> CESR 2010b.

<sup>163</sup> Vgl. paragraaf 1.4.2. Zie ook *Financial Times*, Time to outlaw naked credit default swaps, 28 februari 2010.

<sup>164</sup> Vgl. paragraaf 2.4.4.1.

<sup>165</sup> Juurikkala 2012, p. 310 en IMF 2013, p.75.

## 1.6 Tussenconclusie

*Short selling* is een fenomeen dat niet kan worden weggedacht uit de hedendaagse financiële markten. *Short sellers* verkopen overgewaardeerde financiële instrumenten, zodat ook negatieve opinies wat betreft de (onderliggende) waarde van het financiële instrument worden verdisconteerd in de prijs. In rumoerige tijden en volatiele markten waarin het vertrouwen van marktdeelnemers laag is, kan *short selling* echter voor problemen en risico's zorgen. *Short sellers* kunnen de markt verstoren wat weer tot systeemrisico's kan leiden. Voorbeelden zijn o.a. de *short squeeze* in de Volkswagen-zaak en de Griekse staatsschuld die – mede door *short sellers* – onhoudbaar werd. Deze zaken en de daaruit voortvloeiende problemen laten zien dat *short selling* wel degelijk aan regelgeving onderworpen moet worden. Verschillende Europese lidstaten hebben dan ook afzonderlijke maatregelen genomen om *short selling* al dan niet tijdelijk te verbieden en om meldingsplichten in te voeren voor het houden van shortposities. Nederland en Engeland hadden een meldingsdrempel voor netto shortposities van 0.25% van het geplaatst kapitaal in financiële instellingen, terwijl Duitsland en Frankrijk aansloten bij de voorgestelde drempels van CESR van 0.2% en 0.5% van het geplaatst kapitaal. Ook de reikwijdte van de regelgeving was niet hetzelfde. Duitsland verbood alle vormen van *naked short selling* in financiële instrumenten (incl. overheidsschuld en CDSs), terwijl het verbod bij de andere landen vooral lag op *naked* shorttransacties in aandelen van financiële instellingen. Deze maatregelen waren inconsistent en leidde tot *compliance* kosten en *regulatory arbitrage* bij marktdeelnemers. Daarnaast volgde uit verschillende onderzoeken dat de afzonderlijk genomen maatregelen in Europa niet hebben geleid tot een herstel en verbetering van de financiële markten. Dit zorgde ervoor dat de IOSCO op internationaal en de CESR op Europees niveau, modellen hebben ontwikkeld voor een geharmoniseerde regelgeving. Een geharmoniseerd regelend kader in Europa, door middel van een verordening, moet voorgaande regelgevende lacunes ondervangen.

## 2 De Verordening

### 2.1 Inleiding

Dit hoofdstuk staat in het teken van de twee hoofdpijlers van de Verordening, te weten de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen en de beperkingen op *naked* shorttransacties. Voordat hier op in wordt gegaan, worden belangrijke definities zoals ‘netto shortpositie’ toegelicht (paragraaf 2.2). Vervolgens worden de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen behandeld (paragraaf 2.3), gevolgd door de beperkende maatregelen op ongedekte shorttransacties (paragraaf 2.4). Tevens wordt er aandacht besteedt aan de interventiebevoegdheden van de bevoegde autoriteiten en de ESMA (paragraaf 2.5). Ter volledigheid wordt er kort stilgestaan bij de vrijstellingsplicht van *marketmakers* (paragraaf 2.6) en de handhavingsbevoegdheden van de bevoegde autoriteiten en de ESMA (paragraaf 2.7). Dit hoofdstuk zal afgesloten worden met een tussenconclusie (paragraaf 2.8).

### 2.2 Kwalificeren van belangrijke definities

Om te bepalen of een marktdeelnemer een meldings- of openbaarmakingsverplichting heeft en of de beperkingen omtrent *naked* shorttransacties op hem van toepassing zijn, moet het binnen het toepassingsgebied van art. 1 Verordening vallen. Dit artikel bepaalt dat de Verordening van toepassing is op ‘financiële instrumenten’,<sup>166</sup> ‘derivaten’,<sup>167</sup> of ‘schuldinstrumenten’<sup>168</sup>. Als een marktdeelnemer een transactie aangaat die te kwalificeren is als ‘shorttransactie’, is de Verordening van kracht. De definitie ‘netto shortpositie’ is belangrijk voor de toepassing van de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen. Om de netto shortpositie te kunnen berekenen moet eerst de definitie ‘shorttransactie’ uit de Verordening worden gekwalificeerd. Indien dit is vastgesteld, kan de bruto shortpositie worden bepaald. De bruto shortpositie wordt vervolgens verrekend met de bruto longpositie, waardoor er een netto long- of shortpositie ontstaat.

---

<sup>166</sup> Volgens art. 1 lid sub a Verordening jo. art. 2 lid 1 sub a Verordening jo. bijlage I, deel C MiFID valt onder het begrip financiële instrumenten punt 1 tot en met 10 van bijlage I. Hier gaat het om financiële instrumenten die zowel op als buiten het handelsplatform om worden verhandeld. In dit onderzoek blijft de term financieel instrument wel fungeren als overkoepelende term.

<sup>167</sup> Volgens art. 1 lid 1 sub b Verordening jo. bijlage I, deel C MiFID valt onder het begrip derivaten punten 4 tot en met 10 van de bijlage. Hier gaat het om derivaten die zowel op als buiten het handelsplatform om worden verhandeld.

<sup>168</sup> Volgens art. 1 lid 1 sub c Verordening jo. bijlage I, deel C MiFID valt onder het begrip schuldinstrumenten punt 4 tot en met 10 van de bijlage. De schuldinstrumenten moeten door een lidstaat van de EU of de EU zelf zijn uitgegeven.

### 2.2.1 ‘Shorttransactie’

Volgens art. 2 lid 1 onder b Verordening heeft de definitie ‘shorttransactie’ betrekking op een aandeel of een schuldinstrument (in overheidsschuld)<sup>169</sup>. Een shorttransactie is het verkopen van een aandeel of schuldinstrument dat de verkoper niet in eigendom heeft, op het moment dat hij de verkoopovereenkomst sluit.<sup>170</sup> Dit is ook het geval indien de verkoper bij het sluiten van de verkoopovereenkomst het aandeel of schuldinstrument heeft geleend of een overeenkomst heeft gesloten om het aandeel of schuldinstrument te lenen om deze bij de afwikkeling te leveren.<sup>171</sup> Een shorttransactie wordt volgens de Verordening niet gelijkgesteld aan een terugkoopovereenkomst (*repurchase agreement*)<sup>172</sup>. Uitgesloten van de definitie ‘shorttransactie’, is tevens het overdragen van financiële instrumenten uit hoofde van een *securities lending agreement* en het aangaan van een *future* (termijncontract) of andere derivatencontracten waarin vooraf wordt overeengekomen om de onderliggende waarden op een toekomstige datum te verkopen.<sup>173</sup> Draagt een marktdeelnemer financiële instrumenten uit hoofde van een *repurchase agreement* of een *securities lending agreement* over, dan is hij op het moment van de overdracht juridisch eigenaar<sup>174</sup> en dus eigenaar van de financiële instrumenten op grond van art. 2 lid 1 sub b Verordening jo. art. 3 lid 1 Gedelegeerde Verordening.

### 2.2.2 (Bruto) shortpositie

Een bruto shortpositie is de berekening van de shortpositie zonder de inachtneming van een eventuele bruto longpositie. Art. 3 lid 1 Verordening bepaalt dat een van de volgende posities moeten worden aangemerkt als een shortpositie in aandelen of overheidsschuld:

- a. een shorttransactie in een door een onderneming uitgegeven aandeel of een door een overheid uitgegeven schuldinstrument;
- b. het aangaan van een transactie die een ander financieel instrument dan een in punt a) bedoeld instrument tot stand brengt of daarmee verband houdt en waarvan het gevolg of een van de gevolgen is dat die natuurlijke of rechtspersoon die de transactie aangaat een

---

<sup>169</sup> Art. 2 lid 1 onder f Verordening verstaat onder ‘overheidsschuld’: een schuldinstrument uitgegeven door een overheidsemissant. Een ‘overheidsemissant’ betekent krachtens art. 2 lid 1 sub d Verordening een lidstaat, federale staat, een SPV voor bepaalde lidstaten, door lidstaten opgerichte financiële instellingen of de Europese Investeringsbank.

<sup>170</sup> Volgens art. 2 lid 2 Verordening jo. art. 3 lid 1 Gedelegeerde Verordening wordt een marktdeelnemer geacht een financieel instrument in eigendom te hebben wanneer er sprake is van juridisch eigendom of vruchtgebruik. Indien een vruchtgebruiker financiële instrumenten verkoopt, en hij de laatste vruchtgebruiker is, wordt dat niet aangemerkt als een shorttransactie. Een vruchtgebruiker draagt immers het economische risico van het verwerven van het financiële instrument.

<sup>171</sup> Art. 2 lid 1 sub b Verordening.

<sup>172</sup> Een marktdeelnemer verkoopt financiële instrumenten tegen een bepaalde prijs met als tegenprestatie dat die financiële instrumenten op een later tijdstip tegen een andere vooraf bepaalde prijs worden teruggekocht (vgl. Van Vliet 2008).

<sup>173</sup> Art. 2 lid 1 sub b onder i, ii en iii Verordening.

<sup>174</sup> Vgl. paragraaf 1.2.2.

financieel voordeel geniet in het geval de koers of de waarde van het aandeel of het schuldinstrument daalt.

Een bruto shortpositie is een positie met als doel om rendement te maken als de koers van het aandeel of het schuldinstrument daalt. Bij art. 3 lid 1 onder a Verordening gaat het om een ‘gewone’ shorttransactie in aandelen. Een bruto shortpositie kan ook worden ingenomen door financiële instrumenten zoals derivaten (art. 3 lid 1 onder b Verordening). Het gaat om een shorttransactie in alle financiële instrumenten die op of buiten het handelsplatform plaatsvinden en een financieel voordeel opleveren bij een daling van de koers of de waarde van het onderliggende aandeel. Te denken valt aan opties, *futures*, indexgerelateerde instrumenten, *swaps*, *contract-for-difference*, etc.<sup>175</sup> Hierbij moet worden opgemerkt dat bruto shortposities in financiële instrumenten die betrekking hebben op onuitgegeven aandelen en inschrijvingsrechten, converteerbare obligaties en andere vergelijkbare instrumenten (putopties), niet worden aangemerkt als shortpositie bij het berekenen van de netto shortpositie. De posities zijn immers (nog) niet daadwerkelijk ingenomen. Dit volgt uit art. 7 onder b van de Gedelegeerde Verordening. Voor de berekening van de bruto shortpositie in aandelen moet er wel rekening worden gehouden met de shortpositie in een *basket*<sup>176</sup> van aandelen: de aandelen naar ratio van de totale *basket*. Dit geldt ook voor de berekening van overheidsschuld. Daarnaast dient een financieel instrument dat een shortpositie vertegenwoordigt in overheidsschuld, meegenomen te worden bij de berekening van de bruto shortpositie. De aankoop van een SCDS dient gelijkgesteld te worden met een bruto shortpositie in overheidsschuld. Als *protection buyer* heb je namelijk een negatief economisch belang bij het houden van SCDSs.<sup>177</sup> De vraag of de *protection buyer* de onderliggende overheidsschuldinstrumenten al dan niet houdt, doet niet ter sprake.<sup>178</sup>

### 2.2.3 (Bruto) longpositie

Art. 3 lid 2 Verordening bepaalt dat een van de volgende posities moeten worden aangemerkt als een longpositie in aandelen of overheidsschuld:

- a. het houden van een door een onderneming uitgegeven aandeel of een door een overheid uitgegeven schuldinstrument;
- b. het aangaan van een transactie die een ander financieel instrument dan een in punt a) bedoeld instrument tot stand brengt of daarmee verband houdt en waarvan het gevolg of

---

<sup>175</sup> Ter volledigheid zie Bijlage 1 van de Gedelegeerde Verordening.

<sup>176</sup> Een *basket* (mandje) is een ‘pakketje’ van aandelen of overheidsschuld dat gezamenlijk wordt verhandeld. Te denken valt aan een index.

<sup>177</sup> Art. 9 lid 1, 2 en 3 Gedelegeerde Verordening.

<sup>178</sup> Putopties kunnen een longpositie *hedgen*. Echter als je veel meer putopties hebt dan gewone aandelen, kan dit een netto shortpositie opleveren. Dus indien een marktdeelnemer meer SCDSs houdt dan onderliggende overheidsschuldinstrumenten, levert dat ook een netto shortpositie op. Vgl. paragraaf 2.2.4.1.

een van de gevolgen is dat die natuurlijke of rechtspersoon die de transactie aangaat een financieel voordeel geniet in het geval de koers of de waarde van het aandeel of het schuldinstrument stijgt.

Bij het bepalen van een bruto longpositie in aandelen en overheidsschuld moet er wederom rekening worden gehouden met *baskets* en de longpositie in financiële instrumenten. Voor het bepalen van de bruto longpositie in overheidsschuld moet men ook verkochte SCDSs mee berekenen. De verkoop van een SCDS wordt aangemerkt als een bruto longpositie. De *protection seller* heeft namelijk een positief economisch belang in de onderliggende overheidsschuld. Indien een positie in een SCDS een andere positie afdekt voor de marktdeelnemer dan de overheidsschuld waarnaar de SCDS refereert, dan wordt dat niet aangemerkt als een bruto longpositie in de op de overheidsschuld betrekking hebbende SCDS.<sup>179</sup>

#### **2.2.4 Berekening netto shortpositie**

Art. 3 lid 4 Verordening bepaalt dat de definitie ‘netto shortpositie’ in aandelen als volgt moet worden berekend: “(...) *de positie die overblijft nadat elke longpositie van een natuurlijke of rechtspersoon in het uitgegeven aandelenkapitaal in mindering is gebracht op enige shortposities van deze natuurlijke of rechtspersoon in dat kapitaal, aangemerkt als een netto shortpositie in het uitgegeven aandelenkapitaal van de desbetreffende onderneming*”. Bij de bepaling van de netto shortpositie gaat het net als bij de bruto shortpositie om ‘alle vormen van economisch belang’.<sup>180</sup> Dit geeft aan dat posities in aandelenderivaten moeten worden meegenomen. Het is immers mogelijk dat indien posities in derivaten niet meegerekend worden, er een hoop shorttransacties naar de derivatenmarkt verschuiven en dus niet meer onder het toepassingsbereik van de Verordening vallen.<sup>181</sup> Daarbij zullen juist complexe derivatenconstructies in aandelen en overheidsschuld vertaald moeten worden in een netto short/longpositie, omdat deze posities voor andere marktdeelnemers moeilijk te achterhalen zijn. Een goed voorbeeld was het ‘onzichtbare’ aandelenbelang van Porsche in Volkswagen door middel van *cash settled options*.

Art 3 lid 5 Verordening bepaalt dat de definitie ‘netto shortpositie’ voor overheidsschuld als volgt moet worden berekend: “(...) *de positie die overblijft nadat elke longpositie van een natuurlijke persoon of rechtspersoon in uitgegeven overheidsschuld en elke longpositie in schuldinstrumenten van een overheidsemitent, waarvan de koers een hoge correlatie heeft met de koers van diezelfde overheidsschuld, in mindering zijn gebracht op elke shortpositie van deze natuurlijke of rechtspersoon in diezelfde overheidsschuld, aangemerkt als een netto shortpositie*

---

<sup>179</sup> Art. 9 lid 3 en 4 Gedelegeerde Verordening.

<sup>180</sup> Punt 12 van de considerans van de Verordening.

<sup>181</sup> IOSCO 2009, p. 14.



in de uitgegeven overheidsschuld van de desbetreffende overheidsemitent". Bij de berekening van de netto shortpositie in overheidsschuld moet er rekening worden gehouden met posities in schuldinstrumenten (derivaten), die een 'hoge correlatie'<sup>182</sup> hebben met de koers van diezelfde overheidsschuld.

Voor de berekening van de netto shortpositie van zowel aandelen als overheidsschuld wordt gebruik gemaakt van het model van de delta gecorrigeerde calculatiemethode.<sup>183</sup> Zo worden derivaten meeberekend in de totale positie.

#### 2.2.4.1 Delta gecorrigeerde calculatiemethode

De delta<sup>184</sup> van een derivaat, aandeel of overheidsinstrument is gelijk aan de verhouding tussen: (i) de wijziging van de prijs (koers, waarde) van dat derivaat of instrument en (ii) de verandering van de prijs (koers, waarde) van het onderliggende aandeel of overheidsinstrument die tot wijziging heeft geleid.<sup>185</sup> Indien de prijs van het derivaat stijgt terwijl de prijs van het onderliggende aandeel of overheidsschuld daalt, dan is er sprake van een negatieve delta en dus een bruto shortpositie. Is de delta positief dan impliceert dat een longpositie.<sup>186</sup> In Bijlage II van de Gedelegeerde Verordening staan de modellen voor de correctie voor delta van aandelen en overheidsschuld. De Gedelegeerde Verordening bepaalt dat elke derivaten- en contante positie van aandelen wordt verantwoord op voor delta gecorrigeerde basis, waarbij een contante positie de delta van 1 heeft. Om de delta van een derivaat te kunnen berekenen moet men rekening houden met de volatiliteit van het derivaat en de slotkoers, of de laatste koers van het onderliggende instrument. Om vervolgens de netto shortpositie te berekenen moet voor elk derivaat afzonderlijk de delta worden berekend om zo de shortposities met de longposities te verrekenen. In het licht van dit onderzoek is het niet noodzakelijk om dieper op deze economische berekeningsmethode in te gaan. Een berekening van een netto shortpositie aan de hand van de delta gecorrigeerde calculatiemethode werkt als volgt:

Een marktdeelnemer houdt 20.000 aandelen Shell en tevens 20.000 (aangekochte) putopties<sup>187</sup> Shell. De uitoefenprijs van de putoptie is EUR 20. De actuele waarde van

---

<sup>182</sup> Volgens art. 8 lid 5 Gedelegeerde Verordening wordt een schuldinstrument en uitgegeven overheidsschuld geacht in hoge mate te zijn gecorreleerd indien de correlatiecoëfficiënt van Pearson tussen de koersverloop van het schuldinstrument van een andere overheidsemitent en het koersverloop van de gegeven overheidsschuld voor de relevante periode ten minste 80% bedraagt.

<sup>183</sup> Art. 10 en art. 11 van de Gedelegeerde Verordening.

<sup>184</sup> De delta is een economisch begrip. Het is de verhouding tussen de waarde van het derivaat ten opzichte van de onderliggende waarde. Zie hierover J.C. Hull, *Options, Futures, And Other Derivatives* (8th edition), Pearson 2011, p. 264.

<sup>185</sup> Peeters 2012, p. 192.

<sup>186</sup> Peeters 2012, p. 193.

<sup>187</sup> Een putoptie geeft de eigenaar ervan het recht een van tevoren afgesproken hoeveelheid onderliggende waarde te verkopen tegen een van tevoren afgesproken prijs. Putopties zijn derivaten. Zie <<http://www.aex.nl/aex-college/begrippenlijst>>. In dit voorbeeld heeft één putoptie betrekking op één aandeel.

het aandeel staat op EUR 23. De marktdeelnemer heeft bij een delta van 1 voor de contante positie in aandelen een door de delta gecorrigeerde bruto longpositie van 20.000 aandelen Shell. Indien de koers van Shell met EUR 1 stijgt en de koers van de optie daalt met EUR 0.2 dan is de delta van de optie -0.2.<sup>188</sup> De delta gecorrigeerde bruto shortpositie in deze situatie is dan gelijk (equivalent) aan 4000 aandelen Shell.<sup>189</sup> Er ontstaat nu een netto longpositie van 16000 aandelen Shell.<sup>190</sup> De marktdeelnemer heeft in deze situatie geen netto shortpositie en dus enkel belang bij een daling van het aandeel Shell. Indien de marktdeelnemer echter niet 20.000 maar 200.000 putopties heeft aangekocht met een delta van -0.2, is de delta gecorrigeerde netto shortpositie gelijk aan 20.000 aandelen Shell.<sup>191</sup> Dus ondanks de prijsstijging van het aandeel Shell heeft de marktdeelnemer een shortpositie van 20.000 aandelen Shell bij een delta van -0.2. Indien een delta *deep-in-the-money*<sup>192</sup> is, dan zal de optie vrijwel zeker worden uitgeoefend en is de delta (vrijwel) gelijk aan -1. Hierdoor zal de delta-equivalent gelijk zijn aan het aantal putopties en vertegenwoordigd dat ook meteen de shortpositie.<sup>193</sup>

### 2.3 Meldings- en openbaarmakingsverplichtingen van netto shortposities

Indien een marktdeelnemer een netto shortpositie houdt, valt hij binnen de reikwijdte van de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen uit hoofdstuk II van de Verordening. De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen bestaan enerzijds uit het melden van netto shortposities in aandelen en overheidsschuld aan een bevoegde autoriteit en anderzijds het openbaar maken van netto shortposities in aandelen aan het publiek. Dit wordt gezien als een tweeledig systeem van zowel private als publieke meldingen. De Verordening sluit met de meldings- en openbaarmakingsdrempels aan bij het rapport van CESR en het Duitse model (zie paragraaf 1.5.1.3).<sup>194</sup> CESR heeft bij het vaststellen van de meldings- en openbaarmakingsdrempels, van respectievelijk 0.2% en 0.5%<sup>195</sup> van het geplaatst kapitaal van een onderneming, een middenweg gevonden tussen het verkrijgen van betekenisvolle informatie en het opleggen van *compliance*-verplichtingen- en kosten aan de marktdeelnemers. Bij een te lage drempel kan de informatie voor bevoegde autoriteiten van relatief weinig waarde zijn en worden de *compliance*-kosten voor marktdeelnemers te hoog. Bij een te hoge drempel bestaat

<sup>188</sup>  $-0,2$  (de verandering van de koers van de optie) delen door 1 (de verandering van de koers van het aandeel) is  $-0,2$ .

<sup>189</sup> Bruto shortpositie van 4000 aandelen Shell met een delta-equivalentie:  $-0,2 \times 20.000$

<sup>190</sup> Netto longpositie van 16.000 aandelen Shell met een delta-equivalentie:  $-0,2 \times 20.000 + 20.000$ .

<sup>191</sup> Netto shortpositie van 20.000 aandelen Shell met een delta-equivalentie:  $-0,2 \times 200.000 + 20.000$ .

<sup>192</sup> De actuele koers ligt dan ruim onder de uitoefenprijs van de optie.

<sup>193</sup> Peeters 2012, p. 193.

<sup>194</sup> CESR 2010b, p. 5 en Europese Commissie 2010d, p. 28.

<sup>195</sup> Dat de meldings- en openbaarmakingsdrempels lager voor netto shortposities lager liggen dan voor longposities (in Nederland 3% van het geplaatst kapitaal), ligt aan het feit dat netto shortposities meer invloed hebben op het dagelijkse handelsvolume in aandelen. Dit is vaak een fractie van het uitstaande kapitaal. Zie Peeters 2012, p. 195-196 en paragraaf 4.2.3.

het risico dat bevoegde autoriteiten te weinig informatie verkrijgen om marktmisbruik en verstoorde markten te monitoren en hebben andere marktdeelnemers te weinig informatie om een weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen.<sup>196</sup> De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen zijn van toepassing op marktdeelnemers die binnen Europa handelen, ongeacht of deze binnen de EU of in een derde land woonachtig of gevestigd zijn.<sup>197</sup>

Hoewel dit wel is overwogen door CESR, is in de Verordening niet gekozen voor een *marking*-systeem<sup>198</sup> om transparantie te vergroten.<sup>199</sup> Volgens CESR is een dergelijk *marking*-systeem voor *real-time disclosure* van netto shortpositie niet uitvoerbaar en vanuit een *compliance*-kostenperspectief niet wenselijk.<sup>200</sup> Toch wordt er door de EC een dergelijk transparantieregime – in aanvulling op de Verordening – overwogen bij de herziening van de MiFID (de MiFID II).<sup>201</sup>

### **2.3.1 Meldingsplicht voor netto shortposities in aandelen en overheidsschuld**

De meldingsplicht voor netto shortposities in aandelen en overheidsschuld is in het leven geroepen om bevoegde autoriteiten de mogelijkheid te geven om deze posities te monitoren en indien nodig een onderzoek in te kunnen stellen naar *short selling*-activiteiten die systeemrisico's creëren, marktmisbruik veroorzaken en de markt kunnen verstoren.<sup>202</sup> Doordat de data recent en volledig is (inclusief derivaten), kunnen bevoegde autoriteiten marktdeelnemers beter monitoren.<sup>203</sup> Daarnaast kunnen bevoegde autoriteiten de data gebruiken om systeemrisico's op te sporen en waar nodig is (bijvoorbeeld bij een neerwaartse prijsspiraal), in te grijpen.<sup>204</sup>

Art. 5 Verordening bevat een meldingsplicht van aanmerkelijke netto shortposities in aandelen. Indien de drempel van 0.2% en elke 0.1% daarboven (0.3%, 0.4%, etc.) of onder de drempel

---

<sup>196</sup> CESR 2010b, p. 8-9 en FSA 2009, p. 29.

<sup>197</sup> Art. 10 Verordening. Ook moet er gekeken worden naar het handelsplatform. Bijvoorbeeld aandelen van een vennootschap gevestigd in de VS die zijn toegelaten tot de handel op een handelsplatform in Duitsland, maar waarvan het voornaamste handelsplatform in de VS is gelegen zijn uitgezonderd van de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen, de beperkingen op *naked* shorttransacties en de *buy-in*-procedures. Zie ESMA 2013, p. 6.

<sup>198</sup> Dit wordt ook wel een *flagging*- of *tagging*-systeem genoemd. In dit onderzoek wordt aangesloten bij de term '*marking*-systeem'. Deze transparantiesystemen worden wel toegepast in andere jurisdicties, zoals de VS en Australië (zie hoofdstuk 3).

<sup>199</sup> CESR 2010b, p. 6.

<sup>200</sup> CESR 2009, p. 13; CESR 2010b, p. 6 en FSA 2009, p. 7. Volgens de FSA kosten dergelijk *marking*-systemen om *intraday*-handel te monitoren en te *disclosen* voor een kleine broker 20.000 pond en voor een grote broker een miljoen pond (Europese Commissie 2010d, p. 56). Een *marking*-systeem zou tevens de Europese infrastructuur voor handelstransacties significant veranderen. Voor de invoering van de Verordening hadden alleen Griekenland en Polen *marking*-systeem (Europese Commissie 2010d, p. 18).

<sup>201</sup> Elineau 2012, p. 76.

<sup>202</sup> Punt 7 van de considerans van de Verordening.

<sup>203</sup> Elineau 2012, p. 74. Om marktmisbruik tegen te gaan hebben bevoegde autoriteiten de mogelijkheid om handhavingsacties op grond van de Marktmissbruikrichtlijn in te stellen.

<sup>204</sup> FSA 2009, p. 29.

van 0.2% (0.19%) wordt bereikt, moet dit worden gemeld aan de bevoegde autoriteit. De drempel is het percentage van het geplaatst kapitaal van een onderneming, waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een handelsplatform.<sup>205</sup> Zoals reeds is opgemerkt, is de meldingsdrempel voor bevoegde autoriteiten hoog genoeg om de markt te monitoren en leidt het niet tot een onnodige rapportagebarrière.<sup>206</sup>

Art. 7 Verordening bepaalt dat een aanmerkelijke netto shortpositie in overheidsschuld moet worden gemeld aan de bevoegde autoriteiten. Bevoegde autoriteiten hebben zo de beschikking over informatie die van belang is om te bepalen of er daadwerkelijk posities worden ingenomen die systeemrisico's creëren of voor misbruikdoeleinden worden aangewend.<sup>207</sup> De meldingsdrempels voor overheidsschuld worden per lidstaat door de EC vastgesteld. Deze meldingsdrempels bestaan uit een initieel geldbedrag en aanvullende oplopende waarden voor elke specifieke lidstaat. De EC moet ervoor zorgen dat de drempels op een zodanige manier worden vastgesteld dat niet elke kleine wijziging van een positie gemeld dient te worden. Daarnaast moet rekening worden gehouden met de totale overheidsschuld van een lidstaat en de gemiddelde omvang van de door de marktdeelnemers ingenomen posities in die overheidsschuld. Ook dient de EC de liquiditeit van elke staatsobligatiemarkt in acht te nemen.<sup>208</sup> De Duitse markt voor staatsobligaties (*Bunds*) is bijvoorbeeld meer liquide dan de markt voor Griekse staatsobligaties. De ESMA publiceert de meldingsdrempels voor elke afzonderlijke lidstaat op haar website.<sup>209</sup> De initiële drempel ligt op 0.1%<sup>210</sup> of op 0.5%<sup>211</sup> van de uitstaande overheidsschuld. Volgens art. 22 lid 7 Gedelegeerde Verordening ligt de initiële drempel op 0.1% zodra het totale bedrag van de uitstaande uitgegeven overheidsschuld tussen 0 en 500 miljard EUR ligt. De initiële drempel ligt op 0.5% indien het totale bedrag van uitstaande uitgegeven overheidsschuld boven de 500 miljard EUR bedraagt of wanneer er een liquide *futures*-markt voor de overheidsschuld is.

Gerelateerd aan de meldingsdrempels voor overheidsschuld zijn de meldingen van *naked* posities in SCDSs aan de relevante bevoegde autoriteit (art. 8 Verordening). Indien de *naked*

---

<sup>205</sup> Volgens art. 2 lid 1 Verordening wordt er onder 'handelsplatform' verstaan: een gereglementeerde markt in de zin van art. 4 lid 1 punt 14 van de MiFID, of een MTF in de zin van art. 4 lid 1 punt 15 MiFID.

<sup>206</sup> CESR 2010b, p. 9.

<sup>207</sup> Punt 8 van de considerans van de Verordening.

<sup>208</sup> Art. 7 lid 2 jo. art. 7 lid 3 Verordening.

<sup>209</sup> Naast de meldingsdrempels voor afzonderlijke lidstaten worden ook de meldingsdrempels van een aantal Europese instellingen bepaald zoals de Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit, Europese Investeringsbank, Europees Stabiliteitsmechanisme en de Europese Unie zelf. Het doel van de door de EU uitgegeven schuldinstrumenten is om lidstaten steun te bieden. Ook worden de meldingsdrempels van de deelstaten in Duitsland en Oostenrijk vastgesteld. Zie <<http://www.esma.europa.eu/page/Short-selling>>.

<sup>210</sup> Bulgarije, Cyprus, Estland, Finland, Hongarije, Letland, Litouwen, Luxemburg, Malta, Portugal, Roemenië, Slovenië, Slowakije, Tsjechië.

<sup>211</sup> België, Denemarken, Duitsland, Engeland, Frankrijk, Ierland, Italië, Nederland, Oostenrijk, Polen, Spanje en Zweden.

shortpositie in SCDSs de voor de lidstaat relevante initiële drempel bereikt of overschrijdt, moet dit gemeld worden. Te denken valt aan een marktdeelnemer die een *naked*-SCDS houdt die een bepaalde hoeveelheid Italiaanse staatsobligaties verzekert en waarvan de waarde van deze obligaties meer dan 0.5% van de uitstaande Italiaanse overheidsschuld vertegenwoordigen, zonder dat de marktdeelnemer deze staatsobligaties daadwerkelijk bezit. Art. 8 Verordening is echter alleen van toepassing als de bevoegde autoriteit – in overeenstemming met art. 14 lid 2 Verordening – de beperking tot het aangaan van transacties in *naked*-SCDSs opschort (vgl. paragraaf 2.4.2).

### **2.3.2 Openbaarmakingsverplichtingen voor aandelen**

Netto shortposities in aandelen die een openbaarmakingsdrempel van 0.5% van het geplaatst aandelenkapitaal van de betrokken onderneming overschrijden, dienen dit publiekelijk te melden. De markt heeft zo toegang tot nuttige informatie over netto shortposities in aandelen.<sup>212</sup> Zo weet bijvoorbeeld een uitgevende instelling welke marktdeelnemers een netto shortpositie innemen. Een publiekelijke melding van netto shortposities in overheidsschuld is echter niet wenselijk, omdat dergelijke informatie volgens de Verordening nadelige effecten kunnen hebben op de markt voor overheidsschuld waar reeds sprake is van een verminderde liquiditeit.<sup>213</sup>

Indien er een openbaarmakingsdrempel wordt overschreden, moet deze informatie openbaar worden gemaakt (art. 6 Verordening). Die openbaarmaking moet voldoen aan de vereisten van art. 9 Verordening. Naast de drempel van 0.5% van het geplaatst kapitaal, dient elke wijziging van 0.1% (0.6%, 0.7%, etc) gemeld te worden. Ook een netto shortpositie die onder de drempel van 0.5% zakt moet worden gemeld. CESR heeft de openbaarmakingsdrempel, ten opzichte van de drempels die door veel lidstaten in 2008 zijn ingevoerd,<sup>214</sup> verhoogd. In het voorstel van CESR gaat het immers om een openbaarmakingsdrempel in alle aandelen in beursgenoteerde ondernemingen in plaats van enkel financiële instellingen.<sup>215</sup>

Door het invoeren van een openbaarmakingsverplichting heeft iedere marktdeelnemer in Europa (*ad hoc*) toegang tot dezelfde informatie. Dit leidt tot een efficiëntere markt en een snellere prijsvorming.<sup>216</sup> De theorie bevestigt dat een financiële markt efficiënter werkt wanneer de prijs van financiële instrumenten meer informatie weerspiegelt die bruikbaar is voor

---

<sup>212</sup> Punt 7 van de considerans van de Verordening.

<sup>213</sup> Punt 8 van de considerans van de Verordening en Europese Commissie 2010d, p. 64.

<sup>214</sup> Engeland en Nederland hadden een openbaarmakingsdrempel van 0.25% (zie paragraaf 1.5.1). Ook België, Ierland en hanteerde een drempel van 0.25%. Hongarije een drempel van 0.01% en Griekenland een drempel van 0.10%. Zie voor een volledige weergave Europese Commissie 2010d, p. 86-87.

<sup>215</sup> CESR 2010b, p. 9.

<sup>216</sup> FSA 2009, p. 24; Saffi & Sigurdson 2011; Bris, Goetzmann & Zhu 2007 en Europese Commissie 2010d, p. 30.

marktdeelnemers.<sup>217</sup> De prijsvorming stagneert wanneer er sprake is van een informatieasymmetrie tussen marktdeelnemers.<sup>218</sup> Die stagnatie geldt ook voor het niet geharmoniseerd openbaar maken van shortposities. Veel beursfondsen worden aan meerdere beursplatformen verhandeld.<sup>219</sup> Indien lidstaten hun eigen of geen transparantieregime betreffende netto shortposities hanteren, kan er informatieasymmetrie optreden, omdat er op de ene markt informatie beschikbaar is (bepaalde netto shortposities), die op een andere markt niet beschikbaar is.<sup>220</sup> Bijvoorbeeld beursfonds X wordt aan meerdere beurzen verhandeld. Op beurs 1 zijn de netto shortposities verdisconteerd in de prijs en op beurs 2 niet. Marktdeelnemers kunnen profiteren door met de waarde van beursfonds X op beurs 1, *short selling*-activiteiten te verrichten op beurs 2, of andersom.<sup>221</sup> Marktdeelnemers zouden hiervan kunnen profiteren.

### 2.3.3 *Wijze van melden en openbaar maken*

Het melden of openbaar maken van een drempel volstaat met een bericht aan de bevoegde autoriteit. Dit bericht bevat onder meer: (i) de identiteit van de marktdeelnemer die de positie houdt, (ii) de omvang van de positie, (iii) de uitgevende instelling (zowel onderneming als overheid) en (iv) de datum waarop de positie tot stand is gekomen, is gewijzigd of opgehouden is te bestaan (art. 9 lid 1 Verordening). Daarnaast dienen marktdeelnemers de bruto short- en longposities die de netto shortpositie vormen waarvoor een melding of openbaarmaking geldt, gedurende vijf jaar administratief bij te houden. Krachtens art. 9 lid 2 Verordening geschiedt de melding of openbaarmaking van de netto shortpositie uiterlijk de volgende handelsdag ( $T^{+1}$ ) voor 15:30 uur.<sup>222</sup> Dit houdt in dat de berekening van de netto shortpositie berekend zal worden in de nacht na de handelsdag dat de positie is ingenomen. Er wordt daarmee geen rekening gehouden met *intraday*-handel.<sup>223</sup> Het kan dus zijn dat een marktdeelnemer op een handelsdag een netto shortpositie inneemt van 0.6%, maar voor het sluiten van de handelsdag aandelen koopt met een waarde van 0.5% van het geplaatst kapitaal. Dan overschrijdt deze marktdeelnemer aan het einde van de dag geen meldings- en openbaarmakingsdrempel. Zijn netto shortpositie is immers 0.1% van het geplaatst kapitaal. Dit terwijl hij gedurende de handelsdag wel een grote netto shortpositie gehouden heeft. Dergelijke *intraday*-handel is wel te ondervangen via een *marking*-systeem.<sup>224</sup>

---

<sup>217</sup> Licht 1998, p. 563 e.v.

<sup>218</sup> Europese Commissie 2010d, p. 29-30.

<sup>219</sup> Bijvoorbeeld het metaalbedrijf ArcelorMittal dat in Europa wordt verhandeld op o.a.: Euronext Amsterdam, Budapest Stock Exchange, London Stock Exchange, Frankfurt Stock Exchange, Paris Stock Exchange, etc. Ook kan een beursfonds aan meerdere handelsplatformen genoteerd zijn (*dual listed*).

<sup>220</sup> Zlotnikova 2010, p. 979.

<sup>221</sup> Zlotnikova 2010, p. 979.

<sup>222</sup> Dit tijdstip wordt berekend aan de hand van de lokale tijd van de lidstaat en de relevante autoriteit aan welke de positie gemeld moet worden.

<sup>223</sup> Wissing 2013, p. 113.

<sup>224</sup> Hierover meer in hoofdstuk 4.

Het melden of openbaar maken aan de bevoegde autoriteit gebeurt op die wijze dat de vertrouwelijkheid van de informatie wordt gewaarborgd en bevat mechanismes die de echtheid van de meldingsbron kunnen verifiëren (art. 9 lid 3 Verordening). De openbaarmaking van informatie aan het publiek geschiedt op een manier dat de informatie snel en op een niet-discriminerende wijze toegankelijk wordt gemaakt. Hierdoor kunnen marktdeelnemers de informatie in elke lidstaat, op dezelfde manier interpreteren. De informatie komt op de centrale website van de desbetreffende bevoegde autoriteit. De ESMA geeft op haar website links van alle bevoegde autoriteiten. De AFM heeft op haar website een ‘register short selling’<sup>225</sup> waar de netto shortposities in het geplaatst aandelenkapitaal van de aan de Nederlandse handelsplatformen verbonden ondernemingen worden geopenbaard.

### **2.3.4 Aggregatie van netto shortposities bij fondsbeheerders en in groepsverband**

Het uitgangspunt van de Verordening is dat een netto shortpositie wordt gehouden door één natuurlijke- of rechtspersoon. Krachtens art. 3 lid 7 sub c Verordening jo. artikelen 13 en 14 Gedelegeerde Verordening zijn er door de EC nadere berekeningsmethodes ontwikkeld voor beheeractiviteiten door fondsen en entiteiten. Binnen een groep (of concern) kunnen meerdere entiteiten netto shortposities houden. Dit is tevens het geval bij fondsbeheerders die meerdere fondsen in hun portefeuille hebben (*fund to fund managers*). Zo worden voor alle afzonderlijke entiteiten en fondsen de netto shortpositie in een bepaald financieel instrument opgeteld en geaggregeerd. Hiermee wordt voorkomen dat grote netto shortposities worden verborgen door deze uit te smeren over meerdere entiteiten van een groep of over verschillende fondsen te verdelen.<sup>226</sup>

#### **2.3.4.1 Aggregatie van netto shortposities bij fondsbeheerders**

Indien een fondsbeheerder een netto shortposities in een specifiek financieel instrument houdt via meerdere fondsen en/of beheerde beleggingsportefeuilles en hij met betrekking tot de emittent eenzelfde beleggingsstrategie<sup>227</sup> voert, dient de fondsbeheerder de netto shortposities te aggregeren. Wanneer men door het aggregeren van de fondsen een meldings- of openbaarmakingsdrempel overschrijdt overeenkomstig de artikelen 5 tot en met 11

---

<sup>225</sup> Het ‘register short selling’ is te raadplegen via <<http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers/short-selling.aspx>>.

<sup>226</sup> Punt 5 Gedelegeerde Verordening. Zo zou bijvoorbeeld een fondsbeheerder een grote netto shortpositie van 0.76% van kunnen verdelen over vier afzonderlijke portfoliofondsen die elk 0.19% houden. Hierdoor ontwijkt deze fondsbeheerder zowel de meldings- als openbaarmakingsdrempel voor elke individueel portfoliofonds. Dit wordt echter voorkomen door de netto shortposities in fondsen en entiteiten te aggregeren.

<sup>227</sup> Volgens art. 12 lid 2 sub a Gedelegeerde Verordening wordt er onder ‘beleggingsstrategie’ het volgende verstaan: “een door een beheerentiteit betreffende een bepaalde emittent gevoerde strategie die erop gericht is een netto shortpositie of een netto longpositie te hebben die wordt ingenomen via transacties in diverse financiële instrumenten welke zijn uitgegeven door of betrekking hebben op die emittent”.

Verordening, dient dit te worden gemeld of geopenbaard. Er moet echter een onderscheid worden gemaakt tussen beheeractiviteiten<sup>228</sup> en niet-beheeractiviteiten<sup>229</sup>. Bij beheeractiviteiten berekent de fondsbeheerder (beheerentiteit) alle afzonderlijke netto shortposities van haar portfoliofondsen en telt deze bij elkaar op. De bruto longposities worden niet verrekend.<sup>230</sup> Bij niet-beheeractiviteiten moeten de bruto shortposities wel worden verrekend met de bruto longposities.

#### 2.3.4.2 *Aggregatie van netto shortposities in groepsverband*

Indien binnen een groep meerdere juridische entiteiten of rechtspersonen een netto short- of longpositie houden moet dit worden geaggregeerd of verrekend. Net als bij de aggregatie van fondsbeheerders kan er binnen een groep een onderscheid worden aangebracht tussen beheeractiviteiten en niet-beheeractiviteiten. Wanneer binnen de groep meerdere entiteiten beheerentiteiten zijn, passen zij overeenkomstig de in art. 12 leden 1 tot en met 4 Gedelegeerde Verordening beschreven aggregatiemethode toe. Indien entiteiten binnen de groep geen beheerentiteiten zijn, worden alle short- en longposities krachtens art. 12 lid 2 Gedelegeerde Verordening geaggregeerd en verrekend.

Passeert de geaggregeerde netto shortpositie van de groep een drempelwaarde, dan moet deze worden gemeld of geopenbaard. Wijzigingen in posities van individuele entiteiten van de groep hoeven dit niet. Wanneer de individuele netto shortposities van entiteiten wijzigen en dat van de groep gelijk blijft, hoeven enkel de individuele posities aan de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen te voldoen. Hierdoor wordt voorkomen dat bij het bereiken of wijzigen van een drempel van de groepsentiteit deze zowel als groepsentiteit moet melden of openbaar maken als ook individuele entiteit. Dit zou onzinnig zijn aangezien dan posities dubbel worden gemeld.

---

<sup>228</sup> Volgens art. 12 lid 2 sub b Gedelegeerde Verordening wordt onder ‘beheeractiviteiten’ het volgende verstaan: “*beheer van fondsen ongeacht de rechtsvorm ervan en het per cliënt en op discretionaire basis beheren van beleggingsportefeuilles op grond van een door de belegger verstrekte opdracht indien die portefeuilles een of meer financiële instrumenten omvatten*”.

<sup>229</sup> Alles wat niet onder de definitie ‘beheeractiviteiten’ valt kan worden aangemerkt als ‘niet-beheeractiviteiten’.

<sup>230</sup> Een fondsbeheerder X beheert vijf fondsen in zijn portfolio die allen een bepaalde positie vertegenwoordigen in het aandeel Philips. Fonds A heeft een netto shortpositie van -0.25%, Fonds C een netto shortpositie van -0.1%, Fonds E een netto shortpositie van -0.35%, Fonds B heeft een netto longpositie van +0.2% en Fonds D een netto longpositie van +0.05%. Fondsbeheerder moet als beheerentiteit die posities aggregeren die dezelfde beleggingsstrategie ten aanzien van het aandeel Philips hebben. Dit is dus het optellen van de fondsen A, C en E. De geaggregeerde netto shortpositie van Fondsbeheerder X is -0.7%. Deze drempel moet door Fondsbeheerder X geopenbaard worden aan de markt. Fonds E hoeft bijvoorbeeld zijn individuele netto shortpositie van -0.35% niet afzonderlijk te melden. Ook niet wanneer zijn positie terugvalt naar -0.19%. Zie ESMA 2013a, p. 16 en Annex I.



## 2.4 Beperkingen *naked* shorttransacties

Hoofdstuk III van de Verordening bevat regelingen die *naked* shorttransacties in aandelen, overheidsschuld en SCDSs moeten beperken. Dit is de tweede grote pijler uit de Verordening om *short selling* te reguleren. Artikelen 12-14 Verordening bepalen dat een markdeelnemer in beginsel geen *naked* shorttransactie mag aangaan in aandelen en overheidsschuld. *Naked short selling* zou namelijk het potentiële risico vergroten dat de afwikkeling mislukt en dat er volatiliteit optreedt.<sup>231</sup> Dit was onder andere het geval bij de eerder besproken zaak van Volkswagen-zaak waar een *settlement failure* een *short squeeze* veroorzaakte en tot een prijsverstoring in de markt leidde. *Naked*-SCDSs zorgden voor problemen op de Europese staatsobligatiemarkten. De paniek op de Griekse staatsobligatiemarkt leidde tot een inconsistent verbod van de BaFin op *naked*-SCDSs in Duitse *Bunds*. Daarnaast gaven de lidstaten de *short sellers* de schuld van de moeizame herfinanciering van de Griekse staatsschuld. Om dergelijke risico's te voorkomen zijn er beperkingen op *naked* shorttransacties in aandelen en overheidsschuldinstrumenten ingevoerd (paragraaf 2.4.1) en komt er een verbod op *naked*-SCDSs (paragraaf 2.4.2). Daarnaast is er een *buy-in*-procedure ingevoerd voor *short sellers* die hun aandelen niet tijdig kunnen leveren om bijvoorbeeld een *short squeeze* te voorkomen (paragraaf 2.4.3).

### 2.4.1 *Naked shorttransacties in aandelen en overheidsschuld*

Artikelen 12 en 13 Verordening bevatten voorwaarden waaraan een shorttransactie in aandelen of een overheidsschuldinstrument<sup>232</sup> moet voldoen. Een marktdeelnemer moet: (i) het aandeel of het overheidsschuldinstrument hebben geleend of een andere regeling hebben getroffen met een vergelijkbaar rechtsgevolg, (ii) een overeenkomst hebben gesloten om het aandeel of het overheidsschuldinstrument te lenen, of op grond van het verbintenis- of eigendomsrecht een absoluut uitvoerbare vordering hebben om het eigendom van een overeenkomstig aantal aandelen van dezelfde categorie overgedragen te krijgen, waardoor de afwikkeling op de afgesproken datum kan plaatsvinden,<sup>233</sup> of (iii) een regeling treffen met een derde partij,<sup>234</sup>

---

<sup>231</sup> Punt 18 van de considerans van de Verordening.

<sup>232</sup> De definitie 'overheidsschuldinstrument' wordt gebruikt in de Verordening. De eerder in dit onderzoek genoemde definitie 'staatsobligatie' kan hier mee worden gelijkgesteld.

<sup>233</sup> Volgens art. 5 lid 1 Uitvoeringsverordening worden onder een leenovereenkomst of andere uitvoerbare vorderingen, als bedoeld in art. 12 lid 1 onder b en art. 13 lid 1 onder b Verordening de volgende overeenkomsten, contracten of vorderingen die rechtens bindend zijn voor de duur van de shorttransactie verstaan: (i) *futures*- en swapcontracten, (ii) optiecontracten, en (iii) repo's. Deze overeenkomsten, contracten of vorderingen die tot materiële afwikkeling van de relevante financiële instrumenten leiden, moeten ten minste dezelfde hoeveelheid financiële instrumenten vertegenwoordigen als die worden verkocht via de shorttransactie en die voor of op hetzelfde moment als de shorttransactie zijn gesloten en waarin een leverings- of vervaldatum is aangegeven die garandeert dat de afwikkeling van de shorttransactie op gestelde datum kan plaatsvinden. Ook kan er gebruik worden gemaakt van (iv) permanente overeenkomsten of doorrolfaciliteiten, (v) overeenkomsten betreffende inschrijfrechten en (vi) andere vorderingen en overeenkomsten die tot levering van de financiële instrumenten leiden. Art. 5

waarbij deze partij heeft bevestigd dat het aandeel<sup>235</sup> of overheidsschuldinstrument<sup>236</sup> is gelokaliseerd, of anderszins de redelijke verwachting heeft dat de afwikkeling op de gestelde datum zal plaatsvinden.<sup>237</sup> Het gaat om een zogeheten ‘*locate rule*’: het aandeel of het overheidsschuldinstrument moet bij een *naked* shorttransactie ‘gelokaliseerd’ zijn, anders mag het niet worden verkocht. Dit geldt voor alle aandelen van uitgevende instellingen en is dus niet beperkt tot alleen financiële instellingen, zoals bij de afzonderlijk genomen maatregelen door de lidstaten (vgl. paragraaf 2.4.4). Indien niet aan bovenstaande voorwaarden wordt voldaan, is de shorttransactie verboden. De *locate rule* van art. 12 Verordening zorgt ervoor dat *naked* shorttransacties in aandelen praktisch niet meer mogelijk zijn. Zeker wanneer art. 12 Verordening in samenhang met de *buy-in*-procedure van art. 15 Verordening (paragraaf 2.4.3) wordt gelezen. Het is echter de vraag hoe de zinsnede “(...) *de redelijke verwachting heeft dat de afwikkeling op de gestelde datum zal plaatsvinden*” geïnterpreteerd moet worden. Dit zou namelijk kunnen impliceren dat er een *naked* shorttransactie wordt afgesloten, maar dat de afwikkeling naar redelijke verwachting zal plaatsvinden en het dus niet geheel zeker is dat deze zal plaatsvinden. Om vast te stellen welke maatregelen nodig zijn om redelijkerwijs te kunnen verwachten dat de afwikkeling op de gestelde datum zal plaatsvinden, houdt de ESMA onder meer rekening met de *intraday*-handel en de liquiditeit van de aandelen.<sup>238</sup>

De *locate rule* voor overheidsschuldinstrumenten kent twee uitzonderingen op art. 13 lid 1 Verordening. Ten eerste is de *locate rule* niet van toepassing op een transactie die dient ter afdekking van een longpositie in een schuldinstrument van een lidstaat waarvan de koersverloop een ‘hoge correlatie’ heeft met de koersverloop van de genoemde overheidsschuld (art. 13 lid 2 Verordening). Dit betekent dat men een *naked* shorttransactie mag sluiten indien deze de genoemde longpositie in overheidsschuld *hedged*. Ten tweede kan een bevoegde autoriteit de beperkingen in *naked* shorttransacties in overheidsschuld opschorten wanneer de liquiditeit op de markt van overheidsschuldinstrumenten een bepaalde liquiditeitsdrempel overschrijdt (art. 13 lid 3 Verordening). Een liquiditeitsdrempel wordt overschreden indien er een aanmerkelijke

---

lid 2 Uitvoeringsverordening geeft aan dat bovenstaande overeenkomsten, contracten of vorderingen door de wederpartij op een duurzame drager aan de *short seller* worden verstrekt als bewijs van het bestaan van de leenovereenkomst of andere uitvoerbare vorderingen.

<sup>234</sup> Art. 8 Uitvoeringsverordening bepaalt dat het gaat om o.a. (i) beleggingsonderneming, (ii) centrale tegenpartij, (iii) effectenafwikkelingsstelsel, (iv) centrale bank en een (v) nationale entiteit voor schuldbeheer.

<sup>235</sup> Art. 6 Uitvoeringsverordening geeft nadere uitleg aan art. 12 lid 1 onder c Verordening. Art. 6 lid 2 Uitvoeringsverordening geeft regelingen en maatregelen die moeten worden getroffen met betrekking tot een shorttransactie ter verzekering van de beschikbaarheid van de aandelen. Hierbij kan een derde een bevestiging van de beschikbaarheid van de aandelen geven. Ook kan een derde de aandelen reserveren. Art. 6 lid 3 Uitvoeringsverordening geeft regelingen en maatregelen voor *intraday*-transacties. Hierbij gelden dezelfde twee voorwaarden als in lid 2, maar deze worden uitgebreid met een bevestiging van een derde die aangeeft dat het aandeel gemakkelijk te lenen of kopen is.

<sup>236</sup> Art. 7 Uitvoeringsverordening geeft nadere uitleg aan art. 13 lid 1 onder c Verordening.

<sup>237</sup> Art. 12 lid 1 onder a, b en c Verordening en art. 13 lid 1 onder a, b en c Verordening.

<sup>238</sup> Punt 19 van de considerans van de Verordening en art. 12 lid 2 Verordening.

daling plaatsvindt ten opzichte van het gemiddelde liquiditeitsniveau van het betreffende overheidsschuldinstrument. Een aanmerkelijke daling wordt berekend aan de hand van het handelsvolume in de desbetreffende overheidsschuldinstrumenten. Art. 22 lid 2 Gedelegeerde Verordening bepaalt dat een dergelijke opschorting gerechtvaardigd is indien de ‘omzet van een overheidsschuld’<sup>239</sup> van één maand kleiner is dan het vijfde percentiel van het maandelijks volume dat de vorige twaalf maanden is verhandeld. Met deze uitzondering op het beperken van *naked* shorttransacties in overheidsschuld kunnen bevoegde autoriteiten van lidstaten – in samenwerking met de ESMA – de liquiditeit van de markt voor overheidsschuldinstrumenten van de desbetreffende lidstaat stimuleren.<sup>240</sup>

Alvorens te kijken naar het absolute verbod op *naked-SCDSs* dienen er een aantal opmerkingen geplaatst te worden bij de *locate rule* voor aandelen en overheidsschuldinstrumenten. Op de *locate rule* voor overheidsschuldinstrumenten bestaan twee uitzonderingen, waardoor men niet echt kan spreken van een ‘absoluut verbod’. De uitzonderingen maken *naked short selling* in overheidsschuldinstrumenten onder bepaalde omstandigheden alsnog mogelijk. Doordat in die uitzonderingssituaties het risico van een *settlement failure* niet wordt ondervangen, dienen bevoegde autoriteiten via de meldingsplicht voor overheidsschuld en eventueel SCDSs de markt goed te monitoren op eventuele verstoringen en systeemrisico’s. Tevens moet worden opgemerkt dat *covered short selling* verder niet wordt beperkt in de Verordening. Dit in tegenstelling tot de eerder besproken tijdelijke maatregelen die zijn genomen door afzonderlijke bevoegde autoriteiten van verschillende lidstaten in 2008. Hiermee ziet de Verordening dus niet specifiek op dergelijke crisissituaties, maar hoofdzakelijk op een goede werking van de financiële markten.

#### 2.4.2 Verbod op *naked-SCDSs*

Art. 14 lid 1 Verordening verbiedt het aangaan van *naked-SCDSs*<sup>241</sup>. Het verbod op *naked-SCDSs* is gebaseerd op de gedachte dat *naked-SCDSs* een negatief effect (kunnen) hebben op de waarde van overheidsschuld en zo de stabiliteit van de overheidsschuldmarkten negatief

---

<sup>239</sup> De omzet van een overheidsschuld wordt gedefinieerd als de totale nominale waarde van de verhandelde schuldinstrumenten, in verhouding tot een mand van *benchmarks* met een verschillende looptijd. Voorbeeld van een dergelijke mand is de Markit iBoxx, die verschillende *benchmark* indices geeft voor obligaties.

<sup>240</sup> Punt 9 considerans van de Gedelegeerde Verordening.

<sup>241</sup> In art. 4 Verordening wordt onder een *naked-SCDSs* verstaan een SCDS die niet dient om (i) het risico op het in gebreke blijven van de lidstaat af te dekken waar de marktdeelnemer een longpositie heeft in de overheidsschuld van de lidstaat waarop de SCDS betrekking heeft, of (ii) het risico van een waardedaling van de overheidsschuld af te dekken waar de marktdeelnemer activa aanhoudt of verplichtingen heeft, met inbegrip van maar niet beperkt tot financiële contracten, een portfolio van activa of financiële verplichtingen waarvan de waarde samenhangt met die van de overheidsschuld. Het moet onder punt ii gaan om het gebruik van een SCDS als risicobeheerinstrument om bepaalde activa bij de tegenpartij af te dekken.

kunnen aantasten.<sup>242</sup> Het verbod op *naked*-SCDSs kan door de bevoegde autoriteit worden opgeschort als men objectieve gronden<sup>243</sup> heeft om aan te nemen dat de markt voor overheidsschuld van de desbetreffende lidstaat niet goed functioneert. Een slecht functionerende markt voor overheidsschuld kan namelijk een negatieve gevolgen hebben voor de markt voor SCDSs. Vervolgens zal het voor de desbetreffende lidstaat moeilijker en duurder worden om nieuwe overheidsschuld te emitteren op de financiële markten. De markt voor SCDSs bepaalt immers de kredietwaardigheid van een land.<sup>244</sup> Door het verbod op te schorten wil men een *self fulfilling prophecy* en daarmee een systeemrisico voorkomen. Een opschorting van het verbod moet eerst worden voorgelegd aan de ESMA en de bevoegde autoriteiten van andere lidstaten.

### 2.4.3 *Buy-in-procedure en settlement failures*

In art. 15 Verordening wordt het risico van een *settlement failure* in aandelen ondervangen door een *buy-in-procedure*. Een centrale tegenpartij (*central counter party*)<sup>245</sup> die in een lidstaat clearingdiensten voor aandelen verricht, moet zorgen dat er procedures worden opgesteld die voldoen aan een aantal vereisten. Indien een marktpartij binnen vier dagen na de dag van de transactie (T<sup>+4</sup>) de transactie niet kan afwickelen, treedt er een automatische *buy-in* van aandelen in werking. Bij een *buy-in-procedure* koopt de centrale tegenpartij aandelen uit de markt. Hierdoor kunnen de aandelen alsnog aan de koper worden geleverd.<sup>246</sup> Wanneer een *buy-in-procedure* niet mogelijk is, wordt aan de koper (wederpartij van de *short seller*) een bedrag vergoed dat de waarde van de eigenlijke transactie vertegenwoordigt, vermeerderd met een bedrag voor de verliezen die de koper als gevolg van de mislukte transactie heeft geleden. Deze bedragen moeten door de *short seller* worden vergoed. Art. 15 lid 2 Verordening bepaalt dat een centrale tegenpartij zorg moet dragen dat een *short seller* die niet voor de afgesproken leveringsdatum levert en dus niet tijdig nakomt, dagelijkse boetes moet betalen. De boetes moeten dusdanig hoog zijn dat deze een afschrikwekkende werking hebben. *Marketmakers* zijn niet vrijgesteld van *buy-in-procedures*.

---

<sup>242</sup> Punt 22 van de considerans van de Verordening.

<sup>243</sup> Deze gronden en indicatoren staan in art. 14 lid 2 Verordening en zijn bijvoorbeeld: (i) de hoge of stijgende rente op overheidsschuld, (ii) een toenemende rentespreads op de overheidsschuld ten opzichte van de overheidsschuld van andere lidstaten, (iii) een toenemende SCDS-spread op de overheidsschuld ten opzichte van de eigen curve en die van andere lidstaten, (iv) de mate waarin de prijs van de overheidsschuld na een omvangrijke transactie tijdig terugkeert naar het oorspronkelijke evenwicht en (v) de bedragen aan overheidsschuld die kunnen worden verhandeld. De bevoegde autoriteit kan overigens andere indicatoren en gronden aanvoeren om het verbod tijdelijk op te schorten.

<sup>244</sup> Zie de casus van Griekenland in paragraaf 1.4.2.

<sup>245</sup> De centrale tegenpartij voor transacties die worden gesloten op Euronext Amsterdam is LCH.Clearnet S.A. gevestigd in Frankrijk. In Nederland heb je o.a. Euroclear Nederland voor de afwikkeling en bewaarneming van effecten en de European Multilateral Clearing Facility B.V. die fungeert als centrale tegenpartij voor transacties afgesloten op MTF TOM. Zie <<http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers/clearing-settlement.aspx>>.

<sup>246</sup> Art. 15 lid 1 sub a Verordening.

Doormiddel van een *buy-in*-procedure wordt het risico van een *settlement failure* gereduceerd, omdat een shortpositie binnen vier dagen na de transactie moet worden gesloten. Indien dit niet mogelijk is zal de wederpartij door de *short seller* schadevrij worden gesteld. Dit geeft een efficiënte prikkel aan (*naked*) *short sellers* om op tijd te leveren.<sup>247</sup> Hierdoor wordt de wederpartij van de *short seller* beter beschermd.

## **2.5 Overige maatregelen: interventiebevoegdheden**

De besproken maatregelen uit paragraaf 2.3 en 2.4 zijn permanent en hebben betrekking op ‘stabiele’ financiële markten. In hoofdstuk V van de Verordening heeft de EC de bevoegde autoriteiten en de ESMA interventiebevoegdheden gegeven ingeval zich ongunstige ontwikkelingen voordoen die een ernstige bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit en het marktvertrouwen in de Europese Unie. Zo kunnen bevoegde autoriteiten meer transparantie verlangen en/of extra beperkingen op shorttransacties in aandelen, overheidsschuld, CDSs of andere transacties instellen om te voorkomen dat de koers van een bepaald financieel instrument op wanordelijke wijze daalt. Ongunstige ontwikkelingen kunnen financiële of economische gebeurtenissen zijn, zoals de hierboven besproken crisissen, maar bijvoorbeeld ook natuurrampen en terroristische aanslagen.<sup>248</sup> Hoewel de EC erkent dat bevoegde lidstaten als beste de marktomstandigheden in de eigen lidstaat kunnen beoordelen, moeten de genomen interventie maatregelen zoveel mogelijk worden geharmoniseerd.<sup>249</sup> De ESMA dient daarbij de integriteit van de financiële markten en de stabiliteit van het gehele financiële systeem van de Europese Unie te monitoren en waar nodig is in te grijpen.<sup>250</sup> Ook dient de ESMA bij ongunstige gebeurtenissen die meerdere lidstaten treffen als coördinator op te treden en consistentie tussen bevoegde autoriteiten te waarborgen.<sup>251</sup> Alle interventiebevoegdheden die door de bevoegde autoriteiten en de ESMA worden genomen, dienen te worden uitgeoefend voor zover dat noodzakelijk is om de specifieke dreiging te ondervangen.<sup>252</sup> Om ervoor te zorgen dat bevoegde autoriteiten niet te snel gebruik maken van deze bevoegdheden moet een voorgenomen bevoegdheid worden gemeld bij de ESMA en de overige bevoegde autoriteiten.<sup>253</sup> De verschillende interventiebevoegdheden worden hieronder kort toegelicht.

### **2.5.1 Tijdelijke meldings- en openbaarmakingsverplichtingen**

Op grond van art. 18 lid 1 en 2 Verordening kan de bevoegde autoriteit (aanvullende) meldings- en openbaarmakingsverplichtingen vaststellen voor financiële instrumenten die niet worden

---

<sup>247</sup> Elineau 2012, p. 79.

<sup>248</sup> Punt 27 van de considerans van de Verordening.

<sup>249</sup> Punt 29 van de considerans van de Verordening.

<sup>250</sup> Punt 33 van de considerans van de Verordening.

<sup>251</sup> Punt 31 van de considerans van de Verordening en art. 27 lid 1 Verordening.

<sup>252</sup> Punt 36 van de considerans van de Verordening.

<sup>253</sup> Art. 26 Verordening.

gedekt door de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen van de artikelen 5 tot en met 8 Verordening. Het moet wederom gaan om een ongunstige gebeurtenis zoals hiervoor besproken. De bevoegde autoriteit kan zelf een meldings- en/of openbaarmakingsdrempel vaststellen. Art. 19 Verordening geeft de bevoegde autoriteit ook de mogelijkheid om uitleners van financiële instrumenten te monitoren door een meldingsplicht op te leggen indien de *fees* voor het uitlenen worden gewijzigd.

### **2.5.2 Tijdelijk verbod short selling en CDSs**

Art. 20 lid 2 sub a Verordening geeft een bevoegde autoriteit de mogelijkheid om een tijdelijk verbod in te stellen op shorttransacties. Met deze interventiebevoegdheid kan een bevoegde autoriteit bijvoorbeeld *covered short selling* tijdelijk aan banden leggen. Ook kan de bevoegde autoriteit markttransacties die niet onder de definitie ‘shorttransactie’ vallen, tijdelijk verbieden. Art. 20 lid 2 sub b Verordening geeft de bevoegde autoriteit de bevoegdheid om andere transacties dan shorttransacties, die met een financieel instrument verband houden en waarvan een marktdeelnemer economisch voordeel geniet wanneer de koers van een andere financieel instrument daalt, te verbieden. Te denken valt aan optie- en *future*-contracten.

Sinds de invoering van de Verordening op 1 november 2012 zijn er twee interventie maatregelen krachtens art. 20 Verordening genomen. In beide gevallen ging het om een verlenging van een al bestaand verbod. In Griekenland werd een verbod op shorttransacties in aandelen die werden verhandeld aan de Athens Stock Exchange verlengd tot 1 februari 2013.<sup>254</sup> Na deze datum gold het verbod alleen nog voor aandelen van zeven banken van de FTSE/ATHEX Banking Index. Dit verbod liep tot 31 juli 2013. Ook in Spanje is er een reeds bestaand verbod na de invoering van de Verordening verlengd tot 1 februari 2013.<sup>255</sup>

### **2.5.3 Circuit breaker**

Wanneer op een handelsplatform de koers van een financieel instrument op een handelsdag aanmerkelijk daalt ten opzichte van de slotkoers van de vorige handelsdag kan de bevoegde autoriteit die belast is met toezicht op het desbetreffende handelsplatform, *short selling* in het gedaalde financiële instrument beperken door middel van een ‘*circuit breaker*’. Als een *circuit breaker* wordt ingesteld kunnen er vanaf dat moment geen shorttransacties meer worden verricht. Art. 23 lid 5 Verordening geeft aan dat er sprake is van een ‘aanmerkelijke daling’ voor een liquide aandeel, als het aandeel met 10% daalt ten opzichte van de slotkoers van de vorige handelsdag. Voor andere aandelen en financiële instrumenten – behoudens liquide aandelen – bepaalt art. 23 Gedelegeerde Verordening wat er onder een ‘aanmerkelijk daling’

---

<sup>254</sup> Dit verbod was op 24 juli 2012 in Griekenland ingevoerd.

<sup>255</sup> ESMA 2013b, p. 40

wordt verstaan.<sup>256</sup> Hoewel de handel in CDSs ook onder de *circuit breaker* van art. 23 Verordening kan vallen lijkt dit in de praktijk onmogelijk aangezien marktturbulentie normaliter zorgt voor een stijgende prijs van CDSs.<sup>257</sup> Het voordeel van een *circuit breaker* is dat bevoegde autoriteiten de bevoegdheid hebben om *short selling* aan banden te leggen in een verstoorde markt. Dit is gebaseerd op een objectieve prijstest (namelijk de ‘aanmerkelijke daling-drempel’) en niet op de term ‘ongunstige ontwikkelingen’. Daarnaast kan de invoering van een *circuit breaker* een negatieve prijsstijging doorbreken.<sup>258</sup>

Sinds de invoering van de Verordening is er door de Italiaanse bevoegde autoriteit CONSOB acht keer gebruik gemaakt van de *circuit breaker*.<sup>259</sup> In navolging van de CONSOB heeft de AFM deze interventie maatregelen voor de desbetreffende financiële instrumenten van alle acht de instellingen gevolgd. Deze bevoegdheid ontleent de AFM tevens aan art. 23 Verordening.<sup>260</sup>

## 2.6 Vrijstellingen: *marketmakers* en *primary dealers*

In navolging van de tijdelijke maatregelen van de verschillende Europese lidstaten en het rapport van CESR worden *marketmakers* ook in de Verordening vrijgesteld van bepaalde regels. Art. 17 Verordening geeft een vrijstelling voor de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen en de beperkende maatregelen voor *naked* shorttransacties.<sup>261</sup> De ratio achter deze vrijstelling is gelegen in de rol die *marketmakers* hebben om de liquiditeit van financiële instrumenten op de markten te verzekeren. Indien het innemen van shortposities beperkt wordt, kan dit het vermogen van de *marketmakers* om de liquiditeit te verzekeren ernstig beperken. Dit kan vervolgens weer een ongunstig effect hebben op de werking van de financiële markten in de EU.<sup>262</sup>

---

<sup>256</sup> Voor aandelen die niet worden aangemerkt als ‘liquide aandelen’ maar wel zijn opgenomen in de belangrijkste nationale aandelenindex of waarvan de onderliggende financiële instrumenten van een derivatencontract tot de handel op een handelsplatform is toegelaten, geldt een aanmerkelijke daling van 10%. Voor illiquide aandelen geldt een aanmerkelijke daling van 20%, indien de koers van het aandeel EUR 0.50 of meer bedraagt. Voor zeer illiquide aandelen geldt er een aanmerkelijke daling van 40%. Bij staatsobligaties betekent een stijging met 7% of meer van het rendement over de rendementscurve in een enkele handelsdag als een aanmerkelijke daling voor de relevante overheidsremittent wordt gezien. Een stijging met 10% of meer van het rendement van een bedrijfsobligatie in een enkele handelsdag wordt als een aanmerkelijke daling in waarde van een bedrijfsobligatie beschouwd. Over SCDSs wordt verder niet gesproken in de Gedelegeerde Verordening.

<sup>257</sup> Juurikkala 2012, p. 333.

<sup>258</sup> Europese Commissie 2010d, p. 40.

<sup>259</sup> Het gaat om de volgende uitgevende instellingen die zijn genoteerd op de Milanese beurs: Saipem, Finmeccanica, Intesa San Paolo, Banca Carige, Banco Popolare, Mediolanum, Monte dei Paschi en wederom Saipem. Zie ESMA 2013b, p. 39-40.

<sup>260</sup> Zie bijvoorbeeld voor het persbericht van de AFM omtrent de maatregel inzake Saipem van 17 juni 2013, te raadplegen via <<http://www.afm.nl/nl/consumenten/actueel/nieuws/2013/juni/consob-saipem.aspx>>.

<sup>261</sup> De artikelen 5, 6, 7, 12, 13 en 14 Verordening zijn niet van toepassing op transacties die verband houden met *marketmakers*.

<sup>262</sup> Punt 26 van de considerans van de Verordening. In paragraaf 1.3.1 wordt ingegaan op de functie van *marketmakers*.

Vergunninghoudende *primary dealers* zijn *marketmakers* die specifiek staatsobligaties of andere overheidsschuldinstrumenten kopen om die vervolgens weer door te verkopen op de markt. Een *primary dealer* handelt zowel op de primaire als secundaire markt voor overheidsschuld. *Primary dealers* zijn vaak financiële instellingen zoals banken of broker/dealer's<sup>263</sup>. De meldingsplicht ten aanzien van overheidsschuld en de beperkingen van *naked* shorttransacties in overheidsschuldinstrumenten en *naked*-SCDSs zijn niet van toepassing op *primary dealers*.<sup>264</sup> Een *marketmaker* moet de bevoegde autoriteit van zijn lidstaat van herkomst schriftelijk in kennis stellen dat hij van de vrijstelling gebruik wil maken. Deze kennisgeving moet uiterlijk 30 dagen voordat de *marketmaker* van de vrijstelling gebruik wil maken plaatsvinden. Dit geldt voor zowel *marketmakers* van aandelen als voor de *primary dealers*.<sup>265</sup> Op de site van de AFM staan vrijstellingsformulieren voor *primary dealers* en *marketmakers*.<sup>266</sup> Indien de bevoegde autoriteit de aanvraag voor een vrijstelling binnen de dertig dagen afwijst, dient zij dit te melden aan de ESMA. De ESMA publiceert op haar website een lijst met *marketmakers* en vergunning houdende *primary dealers*.

## 2.7 Handhaving; bevoegdheden autoriteiten en ESMA

Om de taken uit de Verordening te kunnen vervullen, hebben bevoegde autoriteiten een aantal handhavingsbevoegdheden krachtens art. 33 Verordening verkregen. Bevoegde autoriteiten kunnen bijvoorbeeld: (i) documenten inzien en daar een afschrift van maken of ontvangen, (ii) inlichtingen verlangen van marktdeelnemers, (iii) eventueel marktdeelnemers oproepen en ondervragen om zo inlichtingen te krijgen, inspecties ter plaatsen verrichten, (iv) het beëindigen van praktijken die in strijd zijn met de Verordening en (v) het in beslag nemen en bevriezen van activa.<sup>267</sup> Indien een marktdeelnemer een SCDS aangaat kan de bevoegde autoriteit een toelichting verlangen van deze marktdeelnemer alsmede het oogmerk van de transactie.<sup>268</sup> Bovenstaande handhavingsbevoegdheden moeten wel in overeenstemming zijn met het nationale recht van een lidstaat. De AFM zal bij een overtreding van de Verordening handhavend (moeten) optreden en kan dan terugvallen op haar bestuursrechtelijke handhavingsbevoegdheden die zijn opgenomen in de Wft en zijn afgeleid van de Algemene Wet Bestuursrecht. Te denken valt aan een bestuurlijke boete (art. 1:80 lid 1 sub b Wft) of een last onder dwangsom (art. 1:79 lid 1 onder b Wft).

---

<sup>263</sup> Een *broker* is een financiële instelling die financiële instrumenten verhandeld in naam van een klant. Een *dealer* is een financiële instelling die voor eigen rekening handelt (*proprietary trading*). *Broker/dealer's* zijn doorgaans investeringsbedrijven, *investment banks* of (dochter van-) commerciële banken.

<sup>264</sup> Art. 17 lid 3 Verordening.

<sup>265</sup> Art. 17 lid 5 en lid 6 Verordening.

<sup>266</sup> Zie <<http://www.digitaal.loket.afm.nl/nl-NL/Diensten/Effectenuitgevende-ondernemingen/Pages/sort-posities.aspx?tab=4>>.

<sup>267</sup> Art. 33 lid 2 Verordening.

<sup>268</sup> Art. 33 lid 3 Verordening.



De ESMA vervult vooral een faciliterende en coördinerende taak met betrekking tot de maatregelen die door de bevoegde autoriteiten worden genomen inzake de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen en de beperkingen op *naked* shorttransacties.<sup>269</sup> De ESMA moet daarbij vooral de consistentie van de genomen maatregelen waarborgen. Hiermee fungeert de ESMA als overkoepelend orgaan, die als een ‘super waakhond’ de bevoegde autoriteiten van de afzonderlijke lidstaten dient te monitoren. Daarnaast heeft de ESMA ook interventiebevoegdheden om in uitzonderlijke omstandigheden in te kunnen grijpen (zie paragraaf 2.5).

## 2.8 Tussenconclusie

De Verordening bevat twee hoofdpijlars om *short selling* te reguleren: (i) meldings- en openbaarmakingsverplichtingen aan de bevoegde autoriteiten en publiek en (ii) beperkingen op *naked short selling* door middel van een *locate rule* en verplichte *buy-in*-procedures. Daarnaast krijgen bevoegde autoriteiten en de ESMA de beschikking over een aantal interventiebevoegdheden om in te grijpen wanneer er zich ongunstige ontwikkelingen op de markt voordoen. De financiële instrumenten die onder de reikwijdte van de Verordening hebben betrekking op: aandelen, overheidsschuldinstrumenten en SCDSs. Alvorens een van bovenstaande maatregelen van kracht wordt, moet er sprake zijn van een netto shortpositie. Doordat bij de berekening van een netto shortpositie ‘elke vorm van economisch belang’ moet worden mee berekend, heeft de Verordening een breed bereik. Hierdoor kunnen *short sellers* de regels uit de Verordening niet omzeilen door shortposities in te nemen op ongereguleerde markten. Daarnaast geeft een dergelijke benadering een vollediger beeld van de netto shortposities wat een positief effect kan hebben op de transparantie en het detecteren van marktmisbruik en systeemrisico’s door bevoegde autoriteiten.

Het transparantieregime voor aandelen bestaat uit een *two-tier approach*: melden aan de bevoegde autoriteit en openbaar maken aan het publiek. Netto shortposities in overheidsschuld hoeven enkel gemeld te worden aan de bevoegde autoriteit. De meldingsplicht van netto shortposities in aandelen en overheidsschuld is voor de bevoegde autoriteiten een doeltreffend mechanisme om bepaalde *short selling*-activiteiten te monitoren. Zo krijgen zij een volledig beeld van de grootte en hoeveelheid netto shorttransacties op een bepaalde financiële markt. Hierdoor kunnen systeemrisico’s, marktmisbruik en verstoorde markten (hoge volatiliteit) worden opgespoord en waar nodig is, worden ingegrepen. De openbaarmakingsplicht van netto shortposities in aandelen aan de markt, geeft de markt meer informatie over verwachtingen en prestaties van ondernemingen. Doordat de informatieasymmetrie tussen marktdeelnemers door de openbaarmaking is gereduceerd, kan deze informatie het prijsvormingsproces van aandelen

---

<sup>269</sup> Art. 27 lid 1 Verordening.

versnellen. Voor fondsbeheerders en groepsentiteiten gelden aggregatieverplichtingen omtrent netto shortposities. Hierdoor kunnen de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen niet worden ontweken door netto shortposities te spreiden over individuele fondsen en entiteiten.

De *locate rule* in combinatie met de *buy-in*-procedure zorgt ervoor dat *naked short selling* in aandelen praktisch onmogelijk wordt. Alvorens de aandelen worden verkocht moeten deze gelokaliseerd zijn. Indien binnen vier dagen nadat de shorttransactie is gesloten de *short seller* de aandelen niet levert, treedt er een automatische *buy-in* in. De *buy-in* in combinatie met de dagelijkse boetes die de *short seller* moet betalen voor het niet tijdig leveren, geeft de *short seller* een *incentive* om de shorttransactie tijdig te lokaliseren. Hierdoor wordt het risico van een *settlement failure* en een *short squeeze* (zoals de Volkswagen-zaak) gereduceerd. *Naked short selling* in overheidsschuld blijft mogelijk als er sprake is van een genoemde uitzondering. Daarentegen wordt de handel in *naked-SCDSs* in Europa wel aan banden gelegd. Hierdoor kunnen marktdeelnemers niet meer handelen in *SCDSs* zonder de onderliggende overheidsschuld te bezitten of af te dekken.

Daarnaast geeft de Verordening de bevoegde autoriteiten en de ESMA interventiebevoegdheden in het geval zich ongunstige marktontwikkelingen voordoen die een gevaar vormen voor de financiële stabiliteit. Zo kunnen ze een tijdelijk verbod op *short selling* invoeren, extra transparantieverplichtingen opleggen en met een *circuit breaker* een neerwaartse koersbeweging temperen.

## 3 De Verordening in een internationaal perspectief

### 3.1 Inleiding

De afgelopen jaren hebben zich ook buiten Europa ontwikkelingen omtrent *short selling* voortgedaan. Om de Verordening te vergelijken met wet- en regelgeving uit andere landen, is het wenselijk dat deze landen een gelijkwaardige financiële markt hebben. Dat is de reden dat er gekozen is voor de jurisdicties de VS en Australië. De bevoegde autoriteiten van deze landen waren onderdeel van het Task Force van het IOSCO.<sup>270</sup> Daarnaast bezaten beide landen in 2011 drie van de tien grootste beursplatformen in de wereld.<sup>271</sup> Met een rechtsvergelijkend onderzoek kan een inzicht worden verworven in de manier waarop *short selling* wordt gereguleerd in deze jurisdicties. Deze inzichten kunnen vervolgens worden vergeleken met de reguleringsmechanismen uit de Verordening, zoals besproken in hoofdstuk 2. Met andere woorden: door middel van een functionele rechtsvergelijking worden de verschillen en overeenkomsten tussen de wet- en regelgeving van Europa enerzijds en de VS en Australië anderzijds uiteengezet. De vergelijking zal zich beperken tot shorttransacties in aandelen aangezien de wet- en regelgeving in zowel Australië als de VS hier de nadruk op legt. Achtereenvolgens worden in dit hoofdstuk de relevante wet- en regelgeving van de VS (paragraaf 3.2) en Australië (paragraaf 3.3) besproken. Vervolgens worden deze bevindingen vergeleken met de Verordening (paragraaf 3.4). Het hoofdstuk wordt afgesloten met een tussenconclusie (paragraaf 3.5).

### 3.2 VS

Op grond van de Securities Exchange Act 1934<sup>272</sup> is de Amerikaanse bevoegde autoriteit – de SEC – belast met het toezicht op de secundaire effectenmarkt.<sup>273</sup> Sectie 10(a) van de Securities Exchange Act 1934 geeft de SEC de bevoegdheid om regels in te voeren betreffende *short selling*. De eerste beperking op *short selling* kwam in 1938, toen de SEC regel 10a-1 toevoegde.<sup>274</sup> Als gevolg van deze regel werd een shorttransactie verboden, tenzij de prijs van het verkochte effect<sup>275</sup> hoger lag dan de meest recente koers van het desbetreffende effect. Deze beperking op *short selling* is bekend onder de term ‘*uptick rule*’. In 2004 werd de wet- en

---

<sup>270</sup> IOSCO 2009, p. 20 e.v.; zie ook paragraaf 1.5.3.

<sup>271</sup> Het gaat om de NYSE en NASDAQ (VS) en de Australian Securities Exchange (Australië). De ranking is bepaald aan de hand van de totale beurswaarde in 2011. Zie <<http://www.world-stock-exchanges.net/top10.html>>.

<sup>272</sup> The Securities Exchange Act 1934, 15 U.S.C. § 78a et seq.

<sup>273</sup> Kuilman & Poelgeest 2009, p. 47 en Choi & Pritchard 2008, p. 2.

<sup>274</sup> Shadab 2012, p. 87.

<sup>275</sup> In deze paragraaf wordt de definitie ‘effect’ gebruikt in plaats van de definitie ‘financieel instrument’. ‘Effect’ is namelijk de letterlijke vertaling van de Amerikaanse term ‘*security*’. Voor een volledig beeld van de term ‘*security*’ aldus hoofdstuk 3 van Choi & Pritchard 2008.

regelgeving aangepast door de invoering van Regulation SHO.<sup>276</sup> Dit kwam door twijfel bij de SEC omtrent de effectiviteit van de *uptick rule*.<sup>277</sup> Na een onderzoek over de werking van de *uptick rule*, werd deze in 2007 door de SEC definitief afgeschaft.<sup>278</sup> Aan het begin van de financiële crisis nam ook de SEC voor een korte periode tijdelijke maatregelen. Het verbod onder meer *covered-* en *naked short selling* in 799 financiële instellingen. Dit verbod duurde tot 18 oktober 2008.<sup>279</sup> Zonder hier verder op in te gaan verschilde de Amerikaanse maatregelen met die in Europa.<sup>280</sup> In deze paragraaf wordt de huidige wet- en regelgeving omtrent *short selling* in de VS besproken. Hierbij zal eerst worden ingegaan op de definitie van ‘shorttransactie’ naar Amerikaans recht (paragraaf 3.2.1). Daarna wordt er ingegaan op de *circuit breaker* (paragraaf 3.2.2). Vervolgens worden de maatregelen om *naked short selling* te beperken door middel van de *locate rule* en een *buy-in*-procedure besproken (paragraaf 3.2.3). Als laatste zullen de transparantieplichtingen worden behandeld (paragraaf 3.2.4).

### 3.2.1 Definitie ‘shorttransactie’

In Rule 200(a) Regulation SHO wordt shorttransactie gedefinieerd als: “(...) *short sale shall mean any sale of security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller*”. Rule 200(b)(1-6) Regulation SHO geeft een aantal scenario’s waarin een persoon geacht wordt het effect te bezitten. De nadruk ligt daarmee bij de afwikkeling van een shorttransactie. Het gaat om de zinsnede “(...) *at the time of settlement to vest title in the buyer*”.<sup>281</sup> Met andere woorden: pas bij het leveren van de effecten moet de *short seller* een onvoorwaardelijke titel hebben.

Ter volledigheid dient opgemerkt te worden dat in de VS een individuele marktdeelnemer enkel een shorttransactie kan uitvoeren als hij een *margin account* heeft geopend bij een broker.<sup>282</sup> De marktdeelnemer leent als het ware geld bij een broker om de shorttransactie te sluiten. Volgens de Federal Reserve Board Regulation T moet een marktdeelnemer 50% van de waarde van elke transactie storten op zijn *margin account*.<sup>283</sup> De rest wordt geleend van de broker en de

---

<sup>276</sup> SEC, Regulation SHO 17 C.F.R. Parts 240, 241 and 242, Release No. 34-50103, te raadplegen via <<https://www.sec.gov/rules/final/2009/34-60388.pdf>>.

<sup>277</sup> Shadab 2012, p. 88.

<sup>278</sup> SEC, Regulation SHO and Rule 10a-1, Release No. 34-55970 (28 juni 2007), te raadplegen via <<https://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55970.pdf>>.

<sup>279</sup> SEC, SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets, Press Release 2008-211 (19 september 2008), te raadplegen via <<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>> en SEC, Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action Respond to Market Developments, Release No. 34-58592 (18 september 2008), te raadplegen via <<http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf>>.

<sup>280</sup> Zo had het verbod van de SEC niet betrekking op shortposities ingenomen door middel van derivaten, zoals het geval was in Engeland en Nederland. Daarnaast had het verbod in de VS alleen betrekking op effecten die werden verhandeld op een Amerikaans handelsplatform (Payne 2012, p. 422 e.v.).

<sup>281</sup> Sheenan 2009, p. 42.

<sup>282</sup> Squires 2013, p. 4.

<sup>283</sup> 12 C.F.R. § 220.12.

aangekochte aandelen fungeren als onderpand. Het gebruik van *margin* is een vorm van *leverage* en kan risico's met zich meebrengen zoals een zogeheten *margin call*<sup>284</sup>.

### 3.2.2 *Circuit breaker*

Op 24 februari 2010 amendeerde de SEC een alternatieve versie van de originele *uptick rule* in Regulation SHO.<sup>285</sup> De nieuwe regel had als doel marktdeelnemers te beschermen en moest het vertrouwen op de markt herstellen.<sup>286</sup> Rule 201 Regulation SHO combineert een *circuit breaker* met een nieuwe prijstest. Dit houdt in dat als de prijs van een effect met meer dan 10% daalt ten opzichte van de slotkoers van de vorige handelsdag, *short selling* (deels) wordt verboden.<sup>287</sup> Indien de drempel is bereikt mag de marktdeelnemer geen effect meer verkopen voor de prijs die gelijk of lager ligt dan het hoogste nationale bod voor het desbetreffende effect.<sup>288</sup> Dit geldt voor de rest van de handelsdag waarop het verbod is ingegaan en de daaropvolgende handelsdag.<sup>289</sup> Indien een broker/dealer een order binnenkrijgt, inhoudende een shorttransactie met een prijs boven het hoogste nationale bod, zal de order worden gemarkeerd als '*short exempt*'.<sup>290</sup> Volgens de SEC is een drempel van 10% de juiste balans tussen enerzijds het minimaliseren van beperkingen op de positieve functies van *short selling* en anderzijds het tegengaan van marktmanipulatie en ontoelaatbare marktdalingen.<sup>291</sup> Met deze regel wil men daarnaast voorkomen dat *short selling* wordt gebruikt als een middel om te profiteren van een dalende markt.<sup>292</sup> Rule 201 Regulation SHO is van toepassing op '*covered securities*'. Het maakt niet uit of deze effecten worden verhandeld via een regulier handelsplatform, de OTC-markt of dat ze worden gehouden door middel van derivaten en synthetische shortposities. Dit betekent dat het gaat om alle effecten die worden verhandeld op een Amerikaanse

---

<sup>284</sup> Een *margin call* kan zich voordoen wanneer een marktdeelnemer een shorttransactie heeft gesloten in een bepaald aandeel en de prijs van dat aandeel vervolgens stijgt. De prijsstijging van een verkocht aandeel is een inherent en ongelimiteerd risico van elke shorttransactie. Wanneer door de stijging van het aandeel het gestorte bedrag op het *margin account* onder de *margin*-drempel valt, moet dit worden bijgestort door de marktdeelnemer. Zie hierover Squires 2013, p. 4-11 en Stefanini 2005, p. 31-32.

<sup>285</sup> SEC, Amendments to Regulation SHO, Release No. 34-61595 (24 februari 2010), te raadplegen via <<http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>>.

<sup>286</sup> Palombo 2010, p. 1488.

<sup>287</sup> Regulation SHO, rule 201(b)(1)(i), 17 C.F.R. § 242.201(b)(1)(i). Op 13 maart 2011 werd er een *circuit breaker* ingevoerd ten aanzien van 54 effecten die waren genoteerd aan de NYSE en de NYSE Amex. Dit was het gevolg van de tsunami en nucleaire ramp in Japan die leidde tot een significante daling van de Japanse Nikkei (Elineau 2012, p. 82).

<sup>288</sup> Regulation SHO, rule 201(b)(1)(ii), 17 C.F.R. § 242.201(b)(1)(ii). Elineau 2012, p. 82; Batallio, Mehran & Schultz 2008, p. 9 en Gruenewald, Wagner & Weber 2009, p. 36.

<sup>289</sup> Palombo 2010, p. 1450-1451.

<sup>290</sup> Regulation SHO, rule 201(c), 17 C.F.R. § 242.201(c). Zie dit in verband met het *marking*-systeem van Regulation SHO, rule 200(g), 17 C.F.R. § 242.200(g) en paragraaf 4.2.4.

<sup>291</sup> Shadab 2012, p. 90.

<sup>292</sup> Payne 2012, p. 424. Volgens de SEC zorgt Rule 201 Regulation SHO ervoor dat marktdeelnemers met een longpositie eerst hun aandeel kunnen verkopen in een dalende markt. Hierdoor kunnen *short sellers* niet profiteren van een dalende markt, maar zullen houders van longposities zich al als aanbieders aanbieden. Dit werkt volgens de SEC stabiliserend en zorgt voor beleggersvertrouwen. Zie SEC, Amendments to Regulation SHO, Release No. 34-61595 (24 februari 2010), te raadplegen via <<http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>>.

handelsplatform.<sup>293</sup> Rule 201 Regulation SHO geldt daarmee niet voor financiële instrumenten die zijn genoteerd aan de OTC-markt (OTC Bulletin Board). Volgens de SEC moeten Amerikaanse handelsplatformen voldoen aan beleidsmaatregelen en moeten zij procedures in acht nemen om in *compliance* te zijn met Rule 201 Regulation SHO.<sup>294</sup>

### 3.2.3 *Beperkingen op naked shorttransacties: locate rule en close-out-procedures*

Rule 203 Regulation SHO bevat een *locate rule*. Deze regel geeft de broker/dealer de verplichting om – voor de uitvoering van een shorttransactie – de effecten te lenen, een regeling te treffen om de effecten te lenen of een regeling te treffen waarbij op redelijke gronden (*reasonable grounds*) verwacht kan worden dat de effecten kunnen worden geleend of geleverd.<sup>295</sup> De SEC heeft de term ‘*reasonable ground*’ niet nader gedefinieerd. Als aanknopingspunt heeft de SEC gebruik gemaakt van ‘*easy to borrow lists*’. Dit zijn lijsten met liquide effecten die gemakkelijk te lenen zijn op de *securities lending*-markt.<sup>296</sup> Deze lijsten zijn tevens gebaseerd op recente data (< 24 uur).<sup>297</sup> Indien een effect op een ‘*easy to borrow list*’ staat, hoeft de broker/dealer geen contact op te nemen met de uiteindelijke uitlener. De broker/dealer kan er zodoende van uitgaan dat er een ‘*reasonable ground*’ aanwezig is en dat de effecten tijdig geleend kunnen worden. De gelokaliseerde aandelen moeten door de broker/dealer worden gedocumenteerd voordat de shorttransactie wordt uitgevoerd.<sup>298</sup> Daarnaast moeten broker/dealer’s speciale vereisten in acht moeten nemen voor effecten die in het verleden werden aangemerkt als ‘*threshold securities*’. *Threshold securities* zijn effecten die niet kunnen worden geleverd, omdat er sprake is van een ‘*fail-to-deliver*-positie’.<sup>299, 300</sup> Indien een broker/dealer een dergelijke *fail-to-deliver*-positie dertien handelsdagen aanhoudt, dient hij deze positie te sluiten door de effecten uit de markt te kopen en namens de verkoper te leveren.<sup>301</sup> Totdat deze positie is gesloten kan de marktdeelnemer geen verdere shorttransacties aangaan.<sup>302</sup>

---

<sup>293</sup> Shadab 2012, p. 91.

<sup>294</sup> Shadab 2012, p. 91.

<sup>295</sup> Regulation SHO, rule 203(b)(1)(i en ii), 17 C.F.R. § 242.203(b)(1)(i en ii).

<sup>296</sup> Sheenan 2009, p. 4-5 en Gruenewald, Wagner & Weber 2009, p. 27.

<sup>297</sup> Regulation SHO, rule 203(b)(1), 17 C.F.R. § 242.203(b)(1).

<sup>298</sup> Regulation SHO, rule 203(b)(1)(iii), 17 C.F.R. § 242.203(b)(1)(iii).

<sup>299</sup> Een *fail-to-deliver*-positie houdt het volgende in: de uitstaande shortpositie omvat ten minste 10.000 aandelen en vertegenwoordigt 0.5% van het uitstaande kapitaal gedurende ten minste vijf opeenvolgende *settlement*-dagen. Daarnaast moet het desbetreffende effect door een SRO worden aangemerkt als een *threshold securities* (zie paragraaf 3.2.3). Zie Regulation SHO, rule 203(c)(6), 17 C.F.R. § 242.203(c)(6).

<sup>300</sup> Regulation SHO, rule 203(b)(3), 17 C.F.R. § 242.203(b)(3).

<sup>301</sup> Payne 2012, p. 423; Kuilman & Poelgeest 2009, p. 47 en Branson 2009, p. 14.

<sup>302</sup> SEC, Amendments to Regulation SHO, Release No. 34-58775 (September 2008)(Final Rule), te raadplegen via < <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58775.pdf>>.

Om *settlement failures* tegen te gaan is tevens Rule 204 Regulation SHO ingevoerd.<sup>303</sup> Rule 204 Regulation SHO bevat zogeheten *close-out-vereisten*<sup>304</sup> voor deelnemers van een *registered clearing agency*. Onder die deelnemers vallen ook broker/dealer's. Indien een deelnemer een *fail-to-deliver*-positie houdt, moet deze positie worden gesloten door de effecten te lenen of te kopen de handelsdag na de afleveringsdatum (T<sup>+4</sup>).<sup>305</sup> Als een deelnemer nog een *fail-to-deliver*-positie heeft openstaan bij een *registered clearing agency*, mag een broker/dealer of een andere deelnemer geen nieuwe shorttransactie namens die deelnemer afsluiten.<sup>306</sup>

Daarnaast heeft de SEC op 14 oktober 2008 een antifraude-regeling ingevoerd.<sup>307</sup> Deze maatregel is bedoeld om misleidende *naked short selling* tegen te gaan. Deze regeling verbiedt *short sellers* om hun broker/dealer's verkeerd in te lichten over de status van de te lenen effecten en het eigendom daaromtrent.<sup>308</sup> De regeling beperkt *naked* shorttransacties niet meer dan voor de regeling en lijkt daarmee een regeling die is ingevoerd om politieke redenen.<sup>309</sup>

### 3.2.4 *Transparantieverplichtingen*

In de VS ligt de nadruk bij het reguleren van *short selling* niet op de transparantieverplichtingen.<sup>310</sup> Rule 200(g) Regulation SHO bepaalt dat een broker/dealer een order voor zichzelf of cliënten moet markeren in 'short', 'long' of 'short exempt'.<sup>311</sup> Dit is een *marking*-systeem. De door de SEC aangewezen SROs<sup>312</sup> maken op hun website dagelijks het

---

<sup>303</sup> SEC, Amendments to Regulation SHO, Release No. 34-60388 (juli 2009)(Final Rule), te raadplegen via <<https://www.sec.gov/rules/final/2009/34-60388.pdf>>.

<sup>304</sup> Dit kan worden gelijkgesteld met de *buy-in*-procedure uit de Verordening.

<sup>305</sup> Payne 2012, p. 423; Gruenewald, Wagner & Weber 2009, p. 27 en McGavin 2010, p. 233.

<sup>306</sup> Regulation SHO, rule 204(b), 17 C.F.R. § 242.204(b).

<sup>307</sup> SEC, Naked Short Selling Antifraud Rule, Release No. 34-58774 (September 2008), te raadplegen via <<http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>>.

<sup>308</sup> Payne 2012, p. 423 en Sheenan 2009, p. 36.

<sup>309</sup> Gruenewald, Wagner & Weber 2009, p. 30.

<sup>310</sup> Payne 2012, p. 422. Toch is er na de financiële crisis meer aandacht voor transparantie gekomen gezien de Dodd-Frank Act van 2010. Deze wet geeft de SEC een aantal bevoegdheden om de transparantieverplichtingen omtrent *short selling* te onderzoeken en waar nodig, aan te scherpen. Zo geeft paragraaf 929X Dodd-Frank Act de SEC de bevoegdheid om regelingen te ontwerpen voor het openbaar maken van shortposities. Daarnaast bepaalt paragraaf 417 Dodd-Frank Act dat de SEC een studie moet starten naar het *real-time* openbaar maken van shortposities.

<sup>311</sup> Gruenewald, Wagner & Weber 2009, p. 27. Wat er onder deze definities wordt verstaan volg uit de toelichting van de SEC: "As adopted, an order can be marked "long" when the seller owns the security being sold and the security either is in the physical possession or control of the broker-dealer, or it is reasonably expected that the security will be in the physical possession or control of the broker or dealer no later than settlement. We added the language "reasonably expected" because we acknowledge that it may be difficult for a person to know with certainty at the time of sale that a security will be in the possession or control of the broker-dealer prior to settlement. However, if a person owns the security sold and does not reasonably believe that the security will be in the possession or control of the broker-dealer prior to settlement, the sale should be marked "short." The sale could be marked "short exempt" if the seller is entitled to rely on an exception from the tick test of Rule 10a-1, or the price test of an exchange or national securities association." (SEC, Final Rule; Interpretation, Release No. 34-50103, 28 juli 2004, te raadplegen via <<http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm>>.).

<sup>312</sup> BATS Exchange, Direct Edge Holdings, FINRA, International Securities Exchange, NASDAQ, NASDAQ OMX BX, National Stock Exchange, NYSE, NYSE Amex en de NYSE Arca.

geaggregeerde handelsvolume in een bepaald effect openbaar bekend. Een keer per maand openbaren zij tevens de individuele shortposities in alle beursgenoteerde effecten.<sup>313</sup> SROs zorgen zo voor enige transparantie omtrent *short selling*-activiteiten in de VS. De SEC openbaart tevens twee keer per maand een lijst van *threshold securities*. Deze *fail-to-deliver*-data wordt geopenbaard op de website van de SEC.<sup>314</sup>

### 3.3 Australië

*Short selling* is in Australië sinds 2001 gereguleerd in art. 1020B van de Corporations Act 2001 en de Corporations Regulations 2001. De Australische bevoegde autoriteit ASIC nam in navolging van andere landen in september 2008 extra ‘tijdelijke’ maatregelen om *short selling* tegen te gaan. Dit was gebaseerd op de gedachte dat *short selling*-activiteiten mogelijkwijs zouden verschuiven naar de Australische markt – de derde markt voor aandelen van Azië – omdat het in andere jurisdicties al verboden was.<sup>315</sup> Op 19 september 2008 verbood de ASIC door middel van een Class Order *naked short selling*.<sup>316</sup> Op 21 september 2008 volgde een verbod op *covered short selling*.<sup>317</sup> Samen zouden deze Class Orders effectief alle shorttransacties verbieden. Tevens hadden de verboden betrekking op alle beursgenoteerde bedrijven op de ASX.<sup>318</sup> Dit in tegenstelling tot de meeste Europese landen en de VS, die enkel financiële instellingen reguleerde. Het verbod op *covered* shorttransacties in effecten van niet-financiële instellingen duurde tot 19 november 2008 en het verbod op *covered* shorttransacties in financiële instellingen liep tot 25 mei 2009. *Naked short selling* blijft tot op heden verboden.<sup>319</sup> Deze paragraaf zal ingaan op de huidige wet- en regelgeving omtrent *short selling* in Australië. Hierbij wordt eerst aandacht besteed aan de definitie van ‘shorttransactie’ (paragraaf 3.3.1). Vervolgens zullen de beperkingen op *naked* shorttransacties worden behandeld (paragraaf 3.3.2) en komen de transparantieverplichtingen aan bod (paragraaf 3.3.3).

#### 3.3.1 Definitie ‘shorttransactie’

De definitie van een shorttransactie is terug te vinden in art. 1020B lid 2 van de Corporations Act 2001 en definieert shorttransactie als: “(...) *a sale by a person (either on their own account or as an agent for a principal (client)) who has (or their principal has) a presently exercisable*

---

<sup>313</sup> Elineau 2012, p. 71 en McGavin 2010, p. 224. Deze informatie is te raadplegen via <<http://www.sec.gov/answers/shortsalevolume.htm>>.

<sup>314</sup> Zie <<http://www.sec.gov/foia/docs/failsdata.htm>>.

<sup>315</sup> ASIC 2012a, p. 11.

<sup>316</sup> ASIC Class Order (CO 08/751). De ASIC kan een via paragraaf 1020F lid 1 sub c Corporations Act 2001 wetgevende instrumenten maken waaronder een Class Order.

<sup>317</sup> ASIC Class Order (CO 08/752) en ASIC Class Order (CO 08/753).

<sup>318</sup> Stanley 2009, p. 282.

<sup>319</sup> Daniel & Lhabitant 2012, p. 308



and unconditional right to vest the s1020B products<sup>320</sup> in the buyer”.<sup>321</sup> Om een shorttransactie aan te gaan moet de marktdeelnemer dus een onvoorwaardelijke titel hebben om de aandelen direct over te dragen aan de koper.

### 3.3.2 *Beperkingen op naked shorttransacties: locate rule*

In het verlengde van voorgaande paragraaf mag op grond van art. 1020B lid 2 Corporations Act 2001 een marktdeelnemer een aandeel verkopen indien: ‘at the time of sale: (a) the person; or (b) the person believes on reasonable grounds that the person has, a presently exercisable and unconditional right to vest the products in the buyer’. Met andere woorden: op het moment dat de transactie wordt verricht moet een marktdeelnemer beschikken over een onvoorwaardelijke titel zijn en niet bijvoorbeeld op het einde van de handelsdag. Zo moet een marktdeelnemer die *intraday* enkele shorttransacties sluit, maar aan het eind van de dag deze posities terugkoopt, bij elke shorttransactie voldoen aan art. 1020B lid 2 Corporations Act 2001.<sup>322</sup> Dit maakt de definitie van ‘shorttransactie’ in Australië een stuk strikter dan de Amerikaanse definitie. Bij de Australische benadering wordt er op het moment van verkoop bepaald of de marktdeelnemer de mogelijkheid heeft om zijn titel over te dragen naar de koper ten tijde van de afwikkelingsdatum, terwijl dit in de VS pas wordt bepaald tijdens de afwikkeling.<sup>323</sup> Het lokaliseren wordt bewerkstelligd door aandelen te lenen middels een *securities lending agreement*. Wanneer de aandelen niet zijn geleend wordt de shorttransactie verboden en gekwalificeerd als een *naked* shorttransactie.<sup>324</sup> Het aangaan van een *naked* shorttransactie levert een overtreding op onder art. 1311 lid 1 Corporations Act 2001. De marktdeelnemer kan dan een boete riskeren. De ASIC heeft op grond van s1020F Corporations Act 2001 de bevoegdheid om uitzonderingen te maken op het verbod op *naked short selling*. Door middel van het uitgeven van Class Orders heeft de ASIC hier gebruik van gemaakt. Het gaat onder meer om: het *hedgen* van *marketmaking*-activiteiten en het verkopen van staatsobligaties.<sup>325</sup> Door het lage aantal *settlement failures*<sup>326</sup> in Australië, is dit (potentiële) risico niet ondervangen door een equivalente regeling van de Europese *buy-in*-procedure of de Amerikaanse *close-out*-verplichting.<sup>327</sup>

---

<sup>320</sup> Een s1020B product betekent: (i) *securities*, (ii) *managed investment products*, (iii) financiële producten zoals in s764A lid 1 onder j Corporations Act 2001 (o.a. door de overheid uitgegeven obligaties) en (iv) een ander soort financiële product door de regelgeving voorgeschreven. Dus onder de reikwijdte van *short selling* regeling in Australië vallen ook door de overheid uitgegeven schuldinstrumenten. Zoals in de inleiding beschreven zal dit hoofdstuk betrekking hebben op aandelen.

<sup>321</sup> Sheenan 2009, p. 41 en Ali 2009, p. 6-7.

<sup>322</sup> ASIC 2011, p. 8.

<sup>323</sup> Sheenan 2009, p. 42.

<sup>324</sup> Zie ASIC 2011, p. 4.

<sup>325</sup> Voor een volledig overzicht lees ASIC 2011, p. 10-19.

<sup>326</sup> De Reserve Bank of Australia geeft aan dat minder dan 1% van shorttransacties niet binnen T<sup>+3</sup> worden afgewikkeld (Sheenan 2009, p. 46).

<sup>327</sup> Sheenan 2009, p. 46.

### 3.3.3 *Transparantieverplichtingen*

In Australië onderscheidt men twee verschillende transparantieverplichtingen, te weten: (i) het melden van de hoeveelheid aandelen die zijn verkocht in een shorttransactie (*short sale transaction reporting*) en (ii) het melden van (afzonderlijke) netto shortposities (*short position reporting*).<sup>328</sup> Een marktdeelnemer is verplicht deze transparantieverplichtingen in acht te nemen bij het aangaan van een shorttransactie op een gereguleerde markt. Dit impliceert dat de transparantieverplichtingen niet van toepassing zijn op shorttransacties op ongereguleerde markten, zoals de OTC-markt. Wanneer een broker/dealer namens een marktdeelnemer een transactie aangaat die gemeld moet worden, meldt hij dit namens de marktdeelnemer. Het maakt niet uit of de marktdeelnemer is gevestigd in Australië of niet. Indien een marktdeelnemer zich niet aan de transparantieverplichtingen houdt, kan hij wederom een boete van ASIC riskeren.

#### 3.3.3.1 *Melden van shorttransacties (marking-systeem)*

Het melden van het transactievolume in shorttransacties in een bepaald aandeel geeft de markt een inzicht in de hoeveelheid shorttransacties die zijn gesloten. Daarnaast geeft het een algemeen beeld van de dagelijkse *short selling*-activiteiten. Dit kan marktdeelnemers en ondernemingen helpen om prijsschommelingen te verklaren.<sup>329</sup> Ook kan het de ASIC helpen bij het opsporen van marktmisbruik en is het voor de ASIC nuttige informatie om financiële markten te monitoren.<sup>330</sup> Een marktdeelnemer moet een *covered* shorttransactie hebben uitgevoerd, of dit laten doen door bijvoorbeeld een broker/dealer. Wanneer een marktdeelnemer of een broker/dealer een shorttransactie moet melden, houdt die melding in ieder geval in: (i) de hoeveelheid aandelen die de marktdeelnemer wil verkopen en die hij heeft afgedekt met een *securities lending agreement*, (ii) een beschrijving van het aandeel en (iii) de naam van de uitgevende instelling.<sup>331</sup> Indien een shorttransactie voor 19:00 uur wordt aangegaan, dient dit de volgende handelsdag ( $T^{+1}$ ) voor 09:00 uur te worden gemeld bij het handelsplatform (*market operator*)<sup>332</sup> waar het product waar de shorttransactie betrekking op heeft wordt verhandeld. Het handelsplatform zal alle losse shortposities van eenzelfde product bij elkaar optellen en een totaal overzicht geven<sup>333</sup> van de hoeveelheid *short sales* van een specifiek product.<sup>334</sup> Dit wordt openbaar gemaakt op een  $T^{+1}$  basis.<sup>335</sup>

---

<sup>328</sup> ASIC 2011, p. 20. De transparantieverplichtingen zijn te vinden in Divisie 5B van Part 7.9 van de Corporations Act 2001 en Divisie 15 van Part 7.9 van de Corporations Regulations 2001.

<sup>329</sup> ASIC 2011, p. 21.

<sup>330</sup> ASIC 2011, p. 21.

<sup>331</sup> ASIC 2011, p. 22 en Part 7.9.100 lid 1 Corporations Regulation 2001.

<sup>332</sup> Zoals de ASX en de Chi-X Australia.

<sup>333</sup> De ASX geeft de totale shortpositie naar rato van de uitgegeven aandelen van aandelen verhandeld op zowel de ASX als de Chi-X Australia. Zie < <http://www.asx.com.au/data/shortsell.txt>>.

<sup>334</sup> ASIC 2011, p.24.

<sup>335</sup> Sheenan 2009, p. 2.

In navolging van andere jurisdicties,<sup>336</sup> zal de ASIC op 10 maart 2014 een zogenaamde ‘*real-time disclosure tagging*-verplichting’ gaan invoeren.<sup>337</sup> Het verplicht marktdeelnemers om – op het moment van de verkoop of het plaatsen van een order bij een broker/dealer – de kwantiteit van de shorttransactie door te geven.<sup>338</sup> Deze nieuwe verplichting wordt opgenomen in de integriteitsregelingen van de ASX en Chi-X Australia.<sup>339</sup> De methode van melden zal echter niet anders zijn dan het melden van shorttransacties. Een dergelijk *real-time marking*-systeem geeft inzicht in de *intraday*-handel.

### 3.3.3.2 Melden van shortposities

Waar de ASX en de Chi-X Australia een totaaloverzicht geven van de hoeveelheid shorttransacties, geeft het melden van shortposities door de ASIC informatie over de hoeveelheid netto shortposities in een bepaald aandeel. Marktdeelnemers hebben zo toegang tot informatie wat betreft afwikkelmogelijkheden, zodat bijvoorbeeld een *short squeeze* kan worden voorkomen.<sup>340</sup> Dat de ASIC dit als een voordeel ziet kan mijns inziens worden verklaard door het feit dat Australië geen *buy-in*-procedure of *close-out*-verplichting kent (vgl. paragraaf 3.3.2). Een ‘shortpositie’ ontstaat wanneer: “*the quantity of the product that a person has, when acting in a particular capacity, is less than the quantity of the product that the person has an obligation to deliver, when acting in the same capacity*”.<sup>341</sup> Met andere woorden: een marktdeelnemer heeft een shortpositie indien hij zijn long- en shortpositie verrekend en hierna nog een shortpositie openstaat. Dit is gelijk te stellen met de definitie ‘netto shortpositie’ uit de Verordening. Wanneer een marktdeelnemer een netto shortpositie houdt dient hij dit te melden bij de ASIC. De meldingsplicht is van kracht als het gaat om (i) een *covered* shorttransactie van een aandeel dat wordt verhandeld op een gereguleerde markt, (ii) de marktdeelnemer om 19:00 uur op de dag dat de transactie is aangegaan een netto shortpositie houdt en (iii) de netto shortpositie boven de meldingsdrempel uitkomt. De meldingsdrempel wordt overschreden indien de waarde van de shortpositie meer dan AUD 100.000<sup>342</sup> betreft of wanneer de hoeveelheid verhandelde aandelen meer of gelijk is aan 0.01% van de totaal verhandelde aandelen van dezelfde soort.<sup>343</sup> De marktdeelnemer meldt zijn shortpositie vóór 09:00 uur en uiterlijk drie dagen na de handelsdag dat de shortpositie is ingenomen (T<sup>+3</sup>) bij de ASIC.<sup>344</sup> De marktdeelnemer moet tevens bij de ASIC geïdentificeerd worden. Uiteindelijk zal de ASIC alle shortposities op een

---

<sup>336</sup> Canada, Hong Kong, Japan en de VS.

<sup>337</sup> ASIC 2012b, p. 7.

<sup>338</sup> Zie <[http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Short\\_sale\\_tagging?openDocument](http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Short_sale_tagging?openDocument)>.

<sup>339</sup> Zie Part 5.12 ASIC Market Integrity Rules 2010 (ASX Market) en Part 5.12 ASIC Integrity Rules 2011 (Chi-X Australia Market).

<sup>340</sup> ASIC 2011, p. 21.

<sup>341</sup> Part 7.9.99 lid 2 Corporations Regulations 2001.

<sup>342</sup> Dit is omgerekend ongeveer EUR 66.800. Dit bedrag hangt af van de wisselkoers.

<sup>343</sup> ASIC 2011, p. 30.

<sup>344</sup> Part 7.9.100 lid 1 sub d Corporations Regulations 2001.

bepaalde handelsdag in een aandeel van een specifiek beursfonds aggregeren en aan de markt openbaren. Dit gebeurt op de vierde handelsdag na de handelsdag waar de shortposities betrekking op hebben ( $T^{+4}$ ). De identiteit van marktdeelnemers blijft echter wel anoniem.

### 3.4 Functionele rechtsvergelijking

In voorgaande paragrafen is stilgestaan bij de wet- en regelgeving betreffende *short selling* in de VS en Australië. Op basis van die bevindingen worden in deze paragraaf de overeenkomsten en verschillende aspecten van deze wet- en regelgeving vergeleken met de Verordening. Gezien de afbakening van het rechtsvergelijkend onderzoek, zullen de wet- en regelgeving uit de VS en Australië vergeleken worden met de regelingen uit de Verordening die betrekking hebben op aandelen. Het rechtsvergelijkend onderzoek kent echter zijn beperkingen vanwege de verschillen in zowel de afzonderlijke jurisdicties als de context en omvang van de markten.<sup>345</sup>

#### 3.4.1 Beperkingen op *naked shorttransacties*

In zowel de VS, Australië als Europa bestaat er een *locate rule*. Wanneer die verschillende regelingen naast elkaar worden gelegd valt op dat in Europa *naked short selling* nagenoeg volledig wordt uitgebannen door de strikte lokaliseringsverplichtingen in combinatie met een *buy-in*-procedure. De Verordening geeft aan dat een marktdeelnemer zich op het moment van de verkoop moet houden aan de *locate rule* uit art. 12 Verordening. Ook in Australië wordt een *naked* shorttransactie beteugeld door het feit dat een marktdeelnemer op het moment van verkopen, redelijke gronden moet hebben dat hij de aandelen onbezwaard kan overdragen. Hierbij moet hij de aandelen hebben ingeleend door middel van een *securities lending agreement*. De ASIC heeft geen *buy-in*-procedure om het *settlement risk* te ondervangen. Wel kan de ASIC de marktdeelnemer een boete opleggen als sanctionerend middel om *settlement failures* te voorkomen. In de VS kan nauwelijks gesproken worden van een verbod op *naked* shorttransacties. Hoewel er een lokaliseringsverplichting bestaat, is deze minder strikt dan in Europa en Australië. Een marktdeelnemer of broker/dealer moet op het moment van levering een onvoorwaardelijke titel hebben om de aandelen onbezwaard over te dragen. Bij het aangaan van een shorttransactie kan men afgaan op de *easy to borrow lists* en zo de aandelen verkopen. Hierdoor kan er feitelijk een *naked* shorttransactie worden gesloten tot het moment dat de aandelen zijn geleend en overgedragen. De SEC maakt wel gebruik van zogeheten *close-out*-vereisten. Hierdoor moet een marktdeelnemer of broker/dealer een *fail-to-deliver*-positie sluiten

---

<sup>345</sup> Zo heeft Regulation SHO een federaal bereik. Hierdoor omvat het twee van 's werelds grootste handelsplatformen (NASDAQ en NYSE). Ook de Verordening heeft een grote reikwijdte van 28 lidstaten met verschillende handelsplatformen. Dit resulteert dat het zowel grote handelsplatformen omvat (zoals de London Stock Exchange en Deutsche Börse) als ook kleine. De Australische wetgeving reguleert daarentegen een veel kleinere markt.

binnen T<sup>+4</sup>. Dit vereiste lijkt sterk op de *buy-in*-procedure van de Verordening. Hierdoor wordt het *settlement risk* in zowel de VS als Europa ondervangen.

### 3.4.2 *Transparantieverplichtingen*

De transparantieverplichtingen uit de onderzochte jurisdicties verschillen veel van elkaar. Zowel de VS als Australië hebben een (*real-time*) *marking*-systeem dat marktdeelnemers en broker/dealer's verplicht om shorttransacties te markeren en door te geven aan een handelsplatform. Vanaf maart 2014 wordt er in Australië – net als in de VS – een *real-time marking*-systeem ingevoerd, waardoor de ASIC direct inzicht heeft in de kwantiteit van shorttransacties in een bepaald instrument. De voordelen van een *marking*-systeem zijn beperkt vergeleken met de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen, nu dit mechanisme niet de ongereguleerde markt omvat en geen grote individuele netto shortposities kan traceren.<sup>346</sup> Wel geeft een dergelijk systeem inzicht in de *intraday*-handel.

Net als in de Verordening moeten marktdeelnemers in Australië hun netto shortposities aan de bevoegde autoriteit melden. De Australische meldingsplicht gaat echter minder ver dan de Europese. Waar de Verordening zowel betrekking heeft op meldingen aan de bevoegde autoriteit als aan de markt, hoeft een marktdeelnemer in Australië alleen te melden aan de ASIC. Ook de meldingsdrempel is anders. Waar de meldingsdrempel uit de Verordening 0.2% van het geplaatst kapitaal is, staat de drempel in Australië op 0.01% van de totaal verhandelde aandelen of indien de shorttransactie meer dan AUD 100.000 vertegenwoordigd. Normaliter zal door *short sellers* de drempel in een Australische uitgevende instelling sneller bereikt worden dan bijvoorbeeld de meldingsdrempel van 0.2% in een groot Duits beursfonds genoteerd op de DAX.<sup>347</sup> Dit kan betekenen dat de ASIC en de markt een vollediger beeld krijgen van de totale *short selling*-activiteiten in een bepaald aandeel. De kleine shortposities worden immers ook meegenomen. Hierdoor kunnen marktdeelnemers bepaalde risico's beter inschatten als ze zien dat veel andere marktdeelnemers een shortpositie hebben ingenomen in een bepaald beursfonds. Dit kan een *short squeeze*, zoals in de Volkswagen-zaak, voorkomen. De overschrijding van deze drempel moet de derde dag nadat de shorttransactie is aangegaan worden gemeld bij de ASIC. De Verordening verplicht een melding na elke handelsdag. Enkel de geaggregeerde netto shortposities van een bepaald aandeel worden (anoniem) aan de markt geopenbaard. Waar de Verordening bij een openbaarmakingsverplichting de identiteit van de marktdeelnemer vrijgeeft, doen de ASIC en de SEC dit niet.

---

<sup>346</sup> CESR 2010b, p. 6 en Elineau 2012, p. 76.

<sup>347</sup> Deze veronderstelling is gebaseerd op de gedachte dat de marktdeelnemers die netto shortposities innemen in beursfondsen genoteerd in Australië en Duitsland, qua omvang en belegend vermogen niet veel van elkaar verschillen.

### 3.4.3 *Circuit breaker*

In zowel Regulation SHO als in de Verordening is er een *circuit breaker*-mechanisme opgenomen om *short selling* te reguleren. In beide gevallen wordt het aangaan van shorttransacties verboden als de koers van een financieel instrument ten opzichte van de slotkoers van de vorige handelsdag met 10% daalt. Wanneer deze drempel wordt bereikt wordt de handel in het desbetreffende financiële instrument in Europa tijdelijk verboden. Dit is een verschil met de VS waar men nog wel shorttransacties mag aangaan indien de verkoopprijs hoger ligt dan het ‘*current best national bid*’. Bovendien geldt de drempel van 10% in de VS voor alle effecten verhandeld op een Amerikaans handelsplatform en heeft de drempel van 10% uit de Verordening enkel betrekking op liquide aandelen. Voor niet-liquide financiële instrumenten gelden er andere drempels (vgl. paragraaf 2.5.3). Ook de ratio achter de twee regelingen is anders. Waar in de VS de *circuit breaker* als alternatieve *uptick rule* het vertrouwen van marktdeelnemers moet herstellen, wordt de maatregel in de Verordening juist gebruikt als interventie maatregel in het geval van ongunstige marktomstandigheden. Tevens wordt de *circuit breaker* in de Verordening gebruikt als tijdelijke maatregel, terwijl het in de VS een permanent mechanisme is om *short selling* te reguleren.

### 3.5 Tussenconclusie

Het gebrek aan harmoniserende regelgeving bestond niet alleen op Europees niveau, maar ook op een internationaal niveau.<sup>348</sup> De Verordening doet er weinig aan om de kloof met – in het bijzonder – de VS te dichten.<sup>349</sup> Waar de Verordening nadruk legt op transparantie en het beperken van *naked* shorttransactie, ligt de nadruk bij de VS veel meer op de *circuit breaker*. Hierdoor wordt *short selling* in de VS lang niet zo strikt gereguleerd als in Europa. In Australië is er weliswaar meer aandacht voor de transparantie en het beperken van *naked* shorttransacties dan in de VS, maar ook in Australië gaat men niet verder dan het melden van netto shortposities aan de ASIC en ‘anoniem’ aan de markt. In navolging van de VS voert Australië een *real-time marking*-systeem in. Australië is daarmee transparanter dan de VS en komt in de buurt van de Verordening. Samenvattend kan worden gesteld dat in vergelijking met Europa er een groot verschil bestaat in de wijze waarop *short selling* in de VS en Australië wordt gereguleerd.

---

<sup>348</sup> Vgl. de Inleiding en paragraaf 1.5.3 en IOSCO 2009, p. 6.

<sup>349</sup> Payne 2012, p. 440.

## 4 De Verordening kritisch geanalyseerd

### 4.1 Inleiding

Nu reeds aan bod is gekomen hoe *short selling* in Europa is gereguleerd en hoe de Verordening zich verhoudt tot de wet- en regelgeving in de VS en Australië, wordt in dit hoofdstuk voorgaande kritisch geanalyseerd. Deze analyse zal plaatsvinden aan de hand van economisch- en juridische literatuur. Daarnaast zal ik eigen bevindingen en oplossingen aandragen voor (toekomstige) problemen. Allereerst wordt er ingezoomd op de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen (paragraaf 4.2). Vervolgens worden de regels wat betreft de beperkingen op *naked* shorttransacties (paragraaf 4.3) en de interventie maatregelen kritisch geanalyseerd (paragraaf 4.4). Tot slot wordt ook de reikwijdte van de Verordening en met name *naked*-CDSs besproken (paragraaf 4.5).

### 4.2 De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen kritisch bekeken

#### 4.2.1 *Bezwaren en lacunes betreffende de meldingsplicht*

Peeters stelt zich de vraag of de maatregelen in de Verordening geschikt zijn om de gestelde doelen te bereiken. In die context stipt hij twee bezwaren aan die verband houden met de meldingsplicht en de transparantie daaromtrent.<sup>350</sup> Ten eerste merkt hij op dat netto shortposities van minder dan 0.2% onder de radar van de bevoegde autoriteiten en het publiek blijven. Dat neemt niet weg dat er in zijn totaliteit grote shortposities kunnen worden ingenomen. Peeters geeft mijns inziens terecht aan dat er maatregelen moeten komen om deze transparantielacune te dichten. Het tweede punt dat hij aanhaalt is het feit dat meldingen altijd achteraf plaatsvinden ( $T^{+1}$ ). Hierdoor is niet *real-time* in te zien of een dalende markt (neerwaartse prijsspiralen) wordt veroorzaakt door shorttransacties of bijvoorbeeld het liquideren van een omvangrijke longpositie.<sup>351</sup>

##### 4.2.1.1 *Bezwaar 1: marktdeelnemers blijven (massaal) onder de meldingsdrempel, waardoor er een grote shortpositie wordt opgebouwd in een bepaald financieel instrument*

Er zal begonnen worden met een simplistisch en fictief voorbeeld. Tien (onafhankelijke) marktdeelnemers nemen allen een netto shortpositie in van 0.15% van het geplaatst kapitaal in een zeer liquide beursfonds. Indien er geen complicaties optreden met het lokaliseren van de aandelen krachtens de Verordening, wordt er op een handelsdag 1,5% van het totaal geplaatste kapitaal van Beursfonds X geshort. Hierdoor heeft de bevoegde autoriteit geen inzicht in

---

<sup>350</sup> Peeters 2012, p. 197.

<sup>351</sup> Peeters 2012, p. 197.

shortposities van Beursfonds X, wat mogelijkwijs voor problemen kan zorgen bij het opsporen van systeemrisico's en marktmisbruik. Ook krijgt de markt geen informatie omtrent het feit dat tien marktdeelnemers Beursfonds X overgewaardeerd vinden, waardoor deze negatieve visie niet als dusdanig wordt opgevangen door de markt. De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen in de Verordening lossen dit probleem niet op. Het vaststellen van een meldingsdrempel op 0.2% geeft marktdeelnemers immers het recht om hieronder te blijven. Deze transparantielacune kan mijns inziens worden verholpen door het instellen van een (*real-time*) *marking*-systeem.

*Alternatief: een real-time marking-systeem voor elke shorttransactie*

Een *real-time marking*-systeem, zoals in de VS en Australië (vgl. paragraaf 3.3.3.1), kan deze transparantielacune deels verhelpen. Een *real-time marking*-systeem geeft een actueel- en totaal beeld van de hoeveelheid (bruto) shorttransacties die zijn gesloten in een bepaald financieel instrument. Invoering van een dergelijk systeem zorgt ervoor dat bevoegde autoriteiten inzicht krijgen in de totaliteit van shortposities van Beursfonds X. Dat bepaalde marktdeelnemers er voor kiezen om onder de meldingsdrempel te blijven voorkomt zodoende niet dat bevoegde autoriteiten de *short interest* van Beursfonds X goed in beeld krijgen. Hierdoor kunnen systeemrisico's en prijsschommelingen worden verklaard.<sup>352</sup>

Hoewel de optie voor een *real-time marking*-systeem wel degelijk is overwogen door de EC,<sup>353</sup> heeft men niet voor deze optie gekozen. Dit om een kosten/baten-reden: de *compliance* kosten voor broker/dealer's zouden dermate hoog zijn dat die kosten niet zouden opwegen tegen de voordelen van een dergelijk systeem. Bovendien zou een *real-time marking*-systeem de infrastructuur van de Europese financiële markten aanzienlijk veranderen.<sup>354</sup> Daarnaast zou een *real-time marking*-systeem gemakkelijk te omzeilen zijn door shortposities in te nemen middels derivaten op de OTC-markt. Broker/dealer's moeten dergelijke transacties immers automatisch markeren en doorgeven aan de bevoegde autoriteit. Als een grote marktdeelnemer dus een bilateraal contract sluit met een andere partij, wordt dit niet automatisch gemarkeerd en kan dit omzeild worden. Toch benadrukt ook de EC dat een *real-time marking*-systeem een aanvullende werking heeft op de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen. Zo vult het markeren van elke afzonderlijke shorttransactie de meldingsplicht van netto shortposities aan, in die zin dat bevoegde autoriteiten een vollediger beeld krijgen van *short selling*-activiteiten door individuele marktdeelnemers en de markt in zijn geheel.<sup>355</sup>

---

<sup>352</sup> CESR 2010b, p. 6.

<sup>353</sup> Europese Commissie 2010d, p. 56.

<sup>354</sup> Europese Commissie 2010d, p. 56 en FSA 2009, p. 65.

<sup>355</sup> Europese Commissie 2010d, p. 56.



4.2.1.2 *Bezwaar 2: het achteraf melden van netto shortposities geeft geen real-time beeld van short selling-activiteiten, waardoor bepaalde prijsschommelingen minder goed kunnen worden gewaardeerd*

Denk aan de Volkswagen-zaak waar de koers van het aandeel in een dag halveerde. De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen geven bevoegde autoriteiten en de markt op  $T^{+1}$  inzicht in ingenomen shortposities. Dit brengt met zich mee dat een bevoegde autoriteit geen inzicht heeft in de *intraday*-handel en bepaalde prijsschommelingen moeilijk kunnen monitoren.

*Alternatief: een (real-time) marking-systeem voor elke shorttransactie*

Het alternatief ligt net als bij het vorige bezwaar bij het invoeren van een *(real-time) marking-systeem*. De markt wordt voor de bevoegde autoriteiten immers transparanter, omdat zij direct inzicht hebben in de *intraday*-handel van een bepaald financieel instrument.<sup>356</sup> Met andere woorden: een bevoegde autoriteit kan met *real-time marking*-systeem meer grip krijgen op dergelijke koersschommelingen dan met de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen uit de Verordening.<sup>357</sup> Het traceren van marktmisbruik door middel van *real-time marking*-systeem zal moeilijker worden, omdat veel *intraday*-shortposities een vertekend beeld geven, omdat deze posities in feite onderdeel zijn van een strategie die deltaneutraal is.<sup>358</sup> Dit hoeft naar mijn mening geen probleem te zijn wanneer het *marking*-systeem wordt ingevoerd als aanvulling op het huidige transparantieregelingen.

4.2.1.3 *(Potentieel) bezwaar 3: een groep van samenwerkende marktdeelnemers (hedge funds) met eenzelfde beleggingsstrategie blijven allen onder de meldingsdrempel, waardoor de bevoegde autoriteit geen inzicht heeft in de geaggregeerde shortposities*

Dit bezwaar wordt ingeleid met wederom een fictief voorbeeld. In een bepaald beursfonds besluiten Hedge Fund A, Hedge Fund B, Hedge Fund C en Hedge Fund D samen te werken en het aandeel X te *shorten*. De *hedge funds* blijven echter allen onder de meldingsdrempel van 0.2% (respectievelijk 0.14%, 0.15%, 0.17% en 0.19%). De *hedge funds* hoeven geen van allen hun netto shortpositie te melden aan de bevoegde autoriteit, laat staan openbaar te maken aan het publiek. De aggregatieplicht is ook niet van toepassing nu het afzonderlijke fondsen betreft. Bij elkaar opgeteld hebben zij een (groot) negatief economisch belang van 0.55% van het geplaatst kapitaal dat de openbaarmakingsdrempel ruim overschrijdt.

---

<sup>356</sup> CESR 2010b, p. 6.

<sup>357</sup> CESR 2010b, p. 6; Elinea 2012, p. 76 en Europese Commissie 2010d, p. 56. Vgl. tevens de motieven van de ASIC uit paragraaf 3.3.3.1.

<sup>358</sup> Een marktdeelnemer gaat bijvoorbeeld om 10:00 uur *short* in 10.000 aandelen Philips en koopt om 10:10 uur weer eenzelfde aantal aandelen terug. Bij het sluiten van de handelsdag zal deze marktdeelnemer geen netto shortpositie houden. Zie de reactie van de ABN AMRO op het consultatie concept Beleidsregel aangaande de definitie en de berekening van een shortpositie in de zin van de Wft, 25 april 2013, te raadplegen via <<http://www.afm.nl/~media/files/consultaties/2013/feedback-abnamro.ashx>>.

*Alternatief: een groep marktdeelnemers moet ‘samenwerking’ melden aan bevoegde autoriteit*

Partijen die ‘samenwerken’ om zo gezamenlijk een grote shortpositie op te bouwen – maar wel bewust onder de meldingsdrempels blijven – moeten deze ‘samenwerking’ mijns inziens melden aan de bevoegde autoriteit.<sup>359</sup> Hierdoor krijgt de bevoegde autoriteit inzicht in een geaggregeerde shortpositie van marktdeelnemers die dezelfde intentie en beleggingsstrategie hebben ten aanzien van een specifiek financieel instrument. Voor bevoegde autoriteiten zal het mogelijkterwils lastig worden om het samenwerkingsgedrag tussen marktdeelnemers te detecteren. Hieronder geef ik een aantal suggesties om dit gedrag tijdig te traceren. Ten eerste kan dit probleem worden opgelost door het invoeren van het reeds besproken *real-time marking*-systeem. Een dergelijk systeem is namelijk geschikt om microtoezicht op dubieuze shorttransacties toe te passen.<sup>360</sup> Ten tweede kunnen bevoegde autoriteiten data van de *securities lending*-markt onderzoeken, om zo te achterhalen of er op korte termijn grote hoeveelheden aandelen zijn geleend om shortposities te *coveren*.<sup>361</sup> Elke shorttransactie moet immers voldoen aan de *locate rule* uit art. 12 Verordening. Wellicht kan in dit licht de interventiebevoegdheid ten behoeve van *securities lenders* uit art. 19 Verordening worden uitgebreid. Zo kan worden geopteerd dat bevoegde autoriteiten aan uitleners de identiteit van de inleners kunnen opvragen. Daarnaast kunnen bevoegde autoriteiten gebruik maken van verkregen handhavingsinstrumenten (vgl. paragraaf 2.7). Naast het actief opsporen van dergelijke ‘samenwerkingsverbanden’, kan men ook preventieve maatregelen nemen. Zo zou een dergelijke samenwerking (analoog) kunnen worden aangemerkt als een vorm van marktmisbruik.<sup>362</sup> Het overtreden hiervan kan bestraft worden met een boete. Een tweede/aanvullende optie is het gebruiken van *soft law*, zoals een *best practice*-bepaling voor *hedge funds*<sup>363</sup> of bepaalde beursrichtlijnen voor *short selling*-activiteiten.

#### **4.2.2 Bezwaren openbaarmakingsverplichting**

In tegenstelling tot de meldingsplicht, stuit(te) de openbaarmakingverplichting op meer weerstand in de literatuur. Dit kan weer voor ongewenste effecten op de financiële markt zorgen. Ten eerste zullen bepaalde *short sellers* hun beleggingsstrategie niet zomaar aan de

---

<sup>359</sup> Het maakt geen verschil of een enkele *hedge fund* een netto shortpositie inneemt van 0.5% of dat een groep *hedge funds* een positie innemen van 0.5% als deze partijen dezelfde intentie hebben als een individuele *hedge fund*.

<sup>360</sup> CESR 2010b, p. 6.

<sup>361</sup> Squires 2013, p. 37-38.

<sup>362</sup> Aansluiting kan worden gezocht bij de definitie van ‘marktmisbruik’ uit art. 1 lid 2 sub a van de Marktmisbruikrichtlijn. Onder marktmisbruik wordt verstaan: “(...) *de transacties of handelsorders waarbij een of meer personen samenwerken om de koers van een financieel instrument op een abnormaal of een kunstmatig niveau te houden*”. Wanneer bepaalde marktdeelnemers opzettelijk onder de meldings- en openbaarmakingsdrempels gaan zitten, krijgt de markt niet de ‘negatieve informatie’ die deze netto shortposities impliceren. Dit kan mijns inziens analoog worden uitgelegd als de koers van het financiële instrument op een kunstmatig niveau houden.

<sup>363</sup> Zie bijvoorbeeld <[https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2011/06/Final\\_2009\\_comp\\_lete.pdf](https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2011/06/Final_2009_comp_lete.pdf)>.

markt willen openbaren. Door het openbaar maken van netto shortposities bestaat er namelijk de kans dat andere (concurrerende) marktdeelnemers deze investeringsstrategieën kunnen analyseren en achterhalen.<sup>364</sup> Dit wordt ook wel *copy cat trading* genoemd<sup>365</sup> en kan effect hebben op het *business model* van bijvoorbeeld *hedge funds*.<sup>366</sup> *Hedge funds* hebben daarom liever geen- of een periodieke *disclosure*-verplichting in plaats van dagelijks.<sup>367</sup> *Copy cat trading* is nadelig voor de *hedge funds*, maar goed voor de marktefficiëntie.<sup>368</sup> Het tweede bezwaar is de verhoogde kans op *herding behaviour* door andere marktdeelnemers.<sup>369</sup> Het verschil met *copy cat trading* is dat marktdeelnemers zonder eigen (markt)onderzoek, transacties sluiten die gebaseerd zijn op de geopenbaarde netto shortposities van goed geïnformeerde marktdeelnemers.<sup>370</sup> Hierdoor hopen ze te profiteren van de beleggingsstrategie van deze *short sellers*. Als dergelijke imitatoren met hun transacties de prijs verder naar beneden drukken, kan dat leiden tot een neerwaartse spiraal. Ook kan *herding behaviour* ervoor zorgen dat de marktbeveging niet langer de fundamentele waarde van financiële instrumenten vertegenwoordigt.<sup>371</sup> Ten derde bestaat er door de bovenstaande bezwaren het risico dat *short sellers* bepaalde netto shortposities niet gaan innemen om zo onder de drempel van 0.5% te blijven. Dit kan effectief leiden tot minder transacties, wat weer kan leiden tot een liquiditeitsverlies op de markt.<sup>372</sup> Minder liquiditeit heeft een negatieve impact op de prijsvorming en de efficiëntie van informatie op de markt.<sup>373</sup> Volgens onderzoek hebben de tijdelijke openbaarmakingsverplichtingen op de Europese en Amerikaanse markt gedurende de financiële crisis geleid tot een daling van shorttransacties van ongeveer 20-25%.<sup>374</sup> Ten vierde kan de openbaarmakingsdrempel ten koste gaan van de correcte prijsvorming.<sup>375</sup> Doordat de handelsstrategie van bijvoorbeeld *hedge funds* eerder moet worden prijsgegeven, valt er minder winst te behalen, waardoor het minder aantrekkelijk wordt om onderzoek te doen naar de fundamentele waarde van een aandeel.<sup>376</sup> Tot slot voorzie ik een praktisch bezwaar. Wanneer marktdeelnemers immers minder shorttransacties zullen uitvoeren kan dit een marktversturende

---

<sup>364</sup> Europese Commissie 2010d, p. 58; Dorst & Van Swieten 2009, p. 10 en Van Hoorn 2010, p. 137.

<sup>365</sup> Juurikkala 2012, p. 317.

<sup>366</sup> Van Hoorn 2012, p. 137 en *The Financial Times*, Fund Heads Voice Short Selling Fears, 8 januari 2009.

<sup>367</sup> McGavin 2010, p.237.

<sup>368</sup> De efficiënte prijsvorming wordt gereduceerd als investeerders geen prikkel hebben om research te doen. Zie aldus S. J. Grossman & J.E. Stiglitz, 'On the Impossibility of Informationally Efficient Markets', *American Economic Review* 1980, p. 393.

<sup>369</sup> Elineau 2012, p. 75; Juurikkala 2012, p. 317; Europese Commissie 2010d, p. 58 en Payne 2012, p. 437.

<sup>370</sup> Juurikkala 2012, p. 317 en 318.

<sup>371</sup> Elineau 2012, p. 75.

<sup>372</sup> Oliver Wyman 2010, p. 19.

<sup>373</sup> IOSCO 2009; Oliver Wyman 2010, p. 13; Europese Commissie 2010d, p. 58 en Avgouleas 2010, p. 60.

<sup>374</sup> Oliver Wyman 2010, p. 5.

<sup>375</sup> Oliver Wyman 2010, p. 23 en Schouten 2010, p. 103.

<sup>376</sup> Schouten 2010, p. 103.

werking hebben op een dalende markt. Een *short seller* zal immers zijn winst willen nemen op een dalende markt. Hierdoor wordt hij vroeg of laat koper om bijvoorbeeld zijn geleende financiële instrumenten terug te leveren aan een *securities lender*. Wanneer op een dalende markt de kopers wegblijven, is dat niet goed voor de balans tussen vraag en aanbod op een markt die juist moet herstellen.

Onderzoek van de ESMA bevestigt het hierboven gemaakte (alomvattende) bezwaar dat marktdeelnemers, in de periode van 1 november 2012 tot en met 28 februari 2013, terughoudend zijn geweest in het passeren van de openbaarmakingsdrempel.<sup>377</sup> Bovenstaande problematiek doet zich minder waarschijnlijk voor wanneer de identiteit van de *short sellers* niet openbaar wordt gemaakt.<sup>378</sup> Hieronder wordt een alternatief aangedragen waarin wordt getracht om enerzijds de identiteit van de marktdeelnemers te anonimiseren en anderzijds de goede aspecten van transparantie aan de markt niet uit het oog te verliezen.

*Alternatief: de meldingsplicht van 0.2% combineren met het openbaar maken van geaggregeerde netto shortposities*

De meldingsplicht van 0.2% blijft van kracht. In plaats van het openbaar maken van netto shortposities van 0.5% of meer, aggregeert de bevoegde autoriteit de gemelde netto shortposities in een bepaald financieel instrument en maakt dit openbaar aan de markt (T<sup>+1</sup>). Hierdoor krijgt de markt inzicht in het belang van netto shortposities in een bepaald financieel instrument. Een transparantiesysteem van het melden van individuele netto shortposities door marktdeelnemers en het aggregeren van alle netto shortposities in een bepaald financieel instrument aan de markt wordt ook toegepast in Australië (zie paragraaf 3.3.3).

Deze wijze van reguleren heeft een aantal voordelen. Ten eerste zullen marktdeelnemers inzicht krijgen in geaggregeerde shortposities in een bepaald financieel instrument, waardoor zij prijsschommelingen kunnen plaatsen en zij een overzicht krijgen van toekomstige kooporders van *short sellers* die hun positie moeten sluiten.<sup>379</sup> Ten tweede zullen *short sellers* wellicht meer shorttransacties uitvoeren, omdat hun identiteit en strategie niet geopenbaard wordt aan de markt.<sup>380</sup> Dit is goed voor liquiditeit en prijsvorming van bepaalde financiële instrumenten. Ten derde voorkomt het *copy cat trading*, omdat andere marktdeelnemers niet weten wie de individuele netto shortposities inneemt. Hoewel CESR aangeeft dat het enkel aggregeren van shortposities minder effectief is voor het opsporen van marktmisbruik, zal dit bij het verplicht blijven van de meldingsplicht niet (geheel) het geval zijn.<sup>381</sup> De bevoegde autoriteiten blijven

---

<sup>377</sup> ESMA 2013b, p. 4.

<sup>378</sup> AIMA 2010.

<sup>379</sup> FSA 2009, p. 65 en ASIC 2011, p. 21.

<sup>380</sup> Bernal, Herinckx & Szafarz 2012, p. 36.

<sup>381</sup> CESR 2010b, p. 6.

immers beschikking houden over de identiteit van de *short sellers* en de omvang van hun individuele netto shortposities en economisch belang. Marktmisbruik gerelateerd aan een shorttransactie zal zich immers alleen voordoen wanneer de marktdeelnemers een negatief economisch belang hebben. Dit alternatief geeft wel minder transparantie dan de openbaarmakingsverplichting. Zo weten uitgevende instellingen niet precies wie *short* gaat in hun instelling. Ook zal het bij het opsporen van marktmisbruik aankomen op de bevoegde autoriteiten: marktdeelnemers kunnen elkaar immers minder goed monitoren.

#### **4.2.3 Alternatieve meldings- en openbaarmakingsdrempels in aandelen**

De meldings- en openbaarmakingsdrempels van 0.2% en 0.5% voor aandelen gelden voor alle beursfondsen in alle lidstaten. Derhalve zal een drempel bij een bepaald fonds eerder bereikt zijn dan bij een ander fonds. In het kader van de doelstelling van de Verordening om regelgeving te harmoniseren erken ik de noodzaak voor een *one-size-fits-all-approach*. Toch kan meer maatwerk omtrent de drempels, in sommige specifieke situaties, uitkomst bieden.

*Alternatief: Openbaarmakingsdrempel bepalen aan de hand van de marktliquiditeit?*

Zoals reeds opgemerkt kan een openbaarmakingsdrempel van 0.5% problematisch zijn voor de handelsstrategie van bepaalde *short sellers*. Zeker wanneer zij handelen op minder liquide markten. Als aanvulling op dat bezwaar kan een alternatieve openbaarmakingsdrempel maatwerk bieden. Door het verschil in liquiditeit tussen verschillende beursfondsen, kan in een *small*- en *mid-cap*-beursfonds een openbaarmakingsdrempel van 0.5% sneller bereikt worden dan in een groot fonds van een hoofdindex.<sup>382</sup> Dit kan worden voorkomen door de drempel te bepalen aan de hand van de liquiditeit van de verschillende beursfondsen. Avgouleas suggereert een drempel van 0.3% voor de aandelen die zijn genoteerd aan een hoofdindex (AEX, DAX, etc.), een drempel van 0.6% voor de minder liquide markten (*small*- en *mid-cap*) en een drempel van 1% voor financiële instrumenten die via een OTC-markt worden verhandeld.<sup>383</sup> Zo worden handelsstrategieën van *short sellers* beschermd tegen marktdeelnemers die deze willen frustreren door een tegenovergestelde positie in te nemen.<sup>384</sup>

*Alternatief: de drempelwaardes van 0.2% en 0.5% voor netto shortposities in aandelen bepalen aan de hand van de free float?*

Volgens Peeters gaat het bij *short selling* om de hoeveelheid markttransacties die worden verricht, waardoor transactievolumes meer zeggen of een drempelwaarde invloed heeft op de

---

<sup>382</sup> Payne 2012, p. 438.

<sup>383</sup> Avgouleas 2010, p. 58.

<sup>384</sup> Avgouleas 2010, p. 58. Zie in deze context de verschijnselen *copy cat trading* en *herding behaviour* in paragraaf 3.3.4.2.

markt dan bijvoorbeeld de totaal uitstaande aandelen.<sup>385</sup> Aan de hand van enkele berekeningen<sup>386</sup> concludeert Peeters dat de dagelijkse transactievolumes meestal een fractie van het uitstaande kapitaal van een onderneming vormen. Hierdoor heeft het sluiten van netto shortpositie of het overschrijden van 0.1% van het geplaatst kapitaal een substantiële invloed op de handel in het desbetreffende aandeel.<sup>387</sup> Daarbij moet worden opgemerkt dat deze conclusie is gebaseerd op een handvol ondernemingen. Bovendien gaat het om Nederlandse beursvennootschappen, waardoor het niks zegt over andere lidstaten. Ook wordt er geen rekening gehouden met handel op ongereguleerde markten (MTFs en OTC-markt).

Maar wat zeggen deze drempels over de handel in een bepaald beursfonds indien een groot gedeelte van de desbetreffende uitstaande aandelen van dat beursfonds niet worden verhandeld? Met andere woorden: als de *free float* ten opzichte van uitstaande aandelen laag is. Het voorbeeld van een Nederlandse beursvennootschap met een lage *free float* is het ‘familiebedrijf’ Heineken N.V. (hierna: Heineken). De *free float* (215,8 miljoen aandelen)<sup>388</sup> van dit beursfonds is laag ten opzichte van het uitstaande kapitaal (576 miljoen aandelen)<sup>389</sup>. Het gemiddelde dagelijkse transactievolume (over 2012) van aandelen Heineken lag op 811.248 aandelen.<sup>390</sup> Het transactievolume is zodoende 0.14% van het uitstaande kapitaal en 0.37% van de *free float*. Als je de meldings- en openbaarmakingsdrempels uit de Verordening toepast op het beursfonds Heineken, dan moet een *short seller* meer dan het gemiddelde dagelijkse transactievolume aan aandelen verkopen om aan de meldingsdrempel van 0.2% te voldoen. In deze specifieke situatie zou een drempel aan de hand van de *free float* een meer representatief beeld geven om zo de invloed van *short selling*-activiteiten op het aandeel Heineken te bepalen, dan de huidige drempel in de Verordening.<sup>391</sup>

Opgemerkt moet worden dat de definitie ‘*free float*’ nader bepaald zal moeten worden. Afgevraagd kan worden of een pensioenfonds dat al vijf jaar een longpositie van 7% houdt, onder een dergelijke definitie moet vallen. Shorttransacties worden doorgaans sneller afgewikkeld dan longposities.<sup>392</sup> Wat onder de definitie van ‘*free float*’ zal moeten vallen is een

---

<sup>385</sup> Peeters 2012, p. 196.

<sup>386</sup> Peeters berekende de dagelijkse transactievolumes van Philips N.V., TomTom N.V. en Randstad N.V. in procenten van het uitstaande kapitaal. De percentages waren achtereenvolgend 0.4%, 0.75% en 0.4% aan het eind van kwartaal vier van 2011.

<sup>387</sup> Peeters 2012, p. 196.

<sup>388</sup> Zie < <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Summary?s=HEIO:AEX> >.

<sup>389</sup> Zie < <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Summary?s=HEIO:AEX> >.

<sup>390</sup> Heineken Holding N.V. Jaaroverzicht 2012, te raadplegen via <<http://www.annualreport.heineken.com/>>.

<sup>391</sup> In het voorbeeld van Heineken is het verschil te zien in de volgende berekening. De meldingsdrempel van 0.2% van het geplaatst kapitaal geeft weer dat een marktdeelnemer een netto shortpositie moet houden in ten minste 1,152 miljoen aandelen. Wanneer de 0.2% berekend wordt aan de hand van de *free float*, geeft dit een netto shortpositie van 431.600 aandelen.

<sup>392</sup> Wissink 2013, p. 113.

vraagstuk dat pas zinvol is om te beantwoorden wanneer de waarde van een dergelijke alternatieve berekenmethode nader wordt onderzocht.

#### **4.2.4 Aanvullende transparantie: meldingsplicht omtrent bruto shortpositie**

Hoewel een netto shortpositie inzicht geeft in het economische belang van een marktdeelnemer en daarmee de transparantie bevordert, kan er toch een transparantielacune worden opgemerkt die te maken hebben met *short selling*-activiteiten. Zo kan meer inzicht in bruto shortposities positief zijn voor de prijsvorming van een financieel instrument. Dit wordt hieronder geïllustreerd.

Een marktdeelnemer heeft een bruto longpositie van 5% van het geplaatst kapitaal van een bepaald financieel instrument en een bruto shortpositie van 4,84%. Dit levert een netto shortpositie van 0.16% op. Hierdoor blijft de marktdeelnemer onder de meldingsplicht van de Verordening maar moet de bruto longpositie krachtens de Transparantierichtlijn wel geopenbaard worden. Het niet melden van bruto shortposities kan echter voor transparantieproblemen zorgen die weer van invloed kunnen zijn op de prijsvorming van een financieel instrument. Een voorbeeld uit de praktijk is de zaak rondom KPN en de Mexicaanse telecomgigant, América Móvil. De Amerikaanse zakenbank Morgan Stanley nam ten tijde van de overnamestrijd een longpositie in KPN, terwijl het al een shortpositie bezat. De ingenomen longpositie van 4,93% werd door de AFM geopenbaard aan de markt.<sup>393</sup> De AFM hield echter geen rekening met een vergelijkbare shortpositie van 5,03%.<sup>394</sup> Hierdoor werd aan de markt de suggestie gewekt dat Morgan Stanley zich in de overname had gemengd. Als de bruto shortpositie van Morgan Stanley wel was gemeld bij de AFM, had men de longpositie kunnen zien als het *hedgen* van een al bestaande shortpositie in plaats van een “*inmenging in een overnamestrijd*”. Om de prijs van een aandeel te bepalen is het belangrijk dat deze informatie te allen tijde correct aan de markt wordt geopenbaard.<sup>395</sup> Immers, door (verkeerde) berichtgeving van de AFM, kan een prijs van een financieel instrument al dan niet verkeerd tot stand komen. Kortom, het melden van een bruto shortpositie geeft een bevoegde autoriteit en de markt informatie over intenties van marktdeelnemers.

De verkeerde berichtgeving van de AFM speelde zich af voordat de Verordening van kracht was. Onder de Verordening had Morgan Stanley zijn netto shortpositie moeten melden aan de AFM, waardoor de consternatie minder waarschijnlijk zou zijn geweest. De situatie zoals in de zaak hierboven kan ook worden omgedraaid. Hedge Fund X heeft een longpositie in het aandeel

---

<sup>393</sup> *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34, p. 2 en 3.

<sup>394</sup> Morgan Stanley had in opdracht van een klant gespeculeerd op een koersdaling en ter afdekking van die shortpositie later aandelen aangekocht. Lees *Het Financieele Dagblad*, Weer verwarring rond KPN, 11 mei 2012 en *Het Financieele Dagblad*, Nederlandse beleggers staan extra regels bij short selling te wachten, 3 oktober 2012.

<sup>395</sup> Vgl. art. 5:25i Wft. Koersgevoelige informatie dient onverwijld openbaar gemaakt te worden.

KPN van 1% van het uitstaand kapitaal. Het fonds verwacht operationeel slechte jaren voor KPN en *hedged* zijn positie in twee shorttransacties (van 0.3% en 0.2%) tot een netto longpositie van 0.5% van het geplaatst kapitaal van KPN. Deze shorttransacties hoeven krachtens de Verordening niet gemeld te worden aan de bevoegde autoriteit. Indien Hedge Fund X zijn longpositie ineens liquideert en de shorttransacties aangaat met geleende aandelen, wordt een netto longpositie van 0.5% een netto shortpositie van 0.5%. Deze positie zal vervolgens geopenbaard worden. Door de verkoop heeft Hedge Fund X plots een negatief economisch belang met een netto shortpositie. Bovendien zal de verkoop van de aandelen de prijs van het aandeel KPN beïnvloeden. Er wordt namelijk plots een grote hoeveelheid aandelen aangeboden op de markt, waardoor de prijs waarschijnlijk zal dalen.<sup>396</sup> Indien bevoegde autoriteiten inzicht hebben in de bruto shortposities hebben zij ook beter zicht op de economische belangen van marktdeelnemers. Wanneer een marktdeelnemer bijvoorbeeld een longpositie van 3% heeft, is het aannemelijk dat hij over 3% van de stemrechten beschikt. Als de marktdeelnemer via een *structured product* tevens een negatief economisch belang van 2.90% heeft verworven, wordt duidelijk dat hij per saldo een zeer beperkt positief economisch belang heeft en zich bij het uitoefenen van zijn stemrecht vermoedelijk daardoor zal laten leiden.<sup>397</sup> We hebben in paragraaf 1.2.3 gezien dat *empty voting* ervoor kan zorgen dat marktdeelnemers via hun stemrecht de koers kunnen beïnvloeden. Deze negatieve economisch belangen blijven echter onder de radar van de Verordening.<sup>398</sup> Hoewel de Verordening niet ziet op het doel om de transparantie in stembelangen te vergroten, kan *empty voting* wel degelijk indirect de koers en dus de prijsvorming van aandelen bepalen. Om een grotere transparantie omtrent *short selling*-activiteiten te verkrijgen dienen bevoegde autoriteiten tevens inzicht te hebben in de bruto shortposities.

*Alternatief: meldingsplicht bruto shortposities in aandelen bij bevoegde autoriteiten onder reikwijdte van de Verordening laten vallen*

In Nederland is er sinds 1 juli 2013 een wetswijziging<sup>399</sup> doorgevoerd die aandeelhouders verplicht bruto shortposities van 3% van het geplaatst kapitaal te melden bij de AFM. Door een meldingsplicht van bruto shortposities krijgen o.a. *stakeholders* van beursvennootschappen een beter inzicht in zeggenschapsstructuren, waardoor er een efficiëntere prijsvorming tot stand komt.<sup>400</sup> Ook Eumedion geeft aan dat een dergelijke meldingsplicht kan bijdragen aan een

---

<sup>396</sup> Het eerst kopen van aandelen om de koers op een hoog niveau te brengen, om vervolgens al de effecten in één keer te verkopen kan tevens een vorm van marktmisbruik zijn. Deze techniek is ook wel bekend onder de term *'pumping and dumping'*. Vgl. Grundmann-Van den Kroll 2010, p. 394.

<sup>397</sup> *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34, p. 3.

<sup>398</sup> *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34, p. 3.

<sup>399</sup> Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet Financieel Toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (*Stb.* 2012, 588).

<sup>400</sup> *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34, p. 3.



efficiënte prijsvorming.<sup>401</sup> Transparantie omtrent bruto shortposities kan derhalve bijdragen aan een betere prijsvorming van aandelen wat weer kan leiden tot beleggersbescherming. De nieuwe meldingsplicht voor bruto shortposities geeft de Nederlandse AFM meer inzicht in shortposities in aandelen dan wanneer alleen de Verordening van kracht zou zijn. Het is daarom opmerkelijk dat zowel de Verordening als de Transparantierichtlijn hier tot op heden geen regeling aan hebben gewijd, eens te meer omdat voor het berekenen van de netto shortpositie de bruto shortpositie reeds bekend is. Het melden van een bruto shortpositie aan een bevoegde autoriteit zou derhalve minimale (extra) *compliance*-kosten met zich meebrengen ten opzichte van de meldingsplicht uit de Verordening. Nu in Nederland de transparantieverplichtingen betreffende *short selling*-activiteiten verder reiken dan in de Verordening, kan er worden gepleit voor een aanvulling op Europees niveau. Een suggestie is om aan te sluiten bij art. 5:38 lid 3 Wft.<sup>402</sup> Na art. 5 Verordening zou men een extra artikel kunnen toevoegen voor het melden van aanmerkelijke bruto shortposities aan de bevoegde autoriteiten. Het voorgestelde art. 5a Verordening zou er als volgt uit kunnen zien:

1. *Een natuurlijke of rechtspersoon die een bruto shortpositie heeft in het geplaatst kapitaal van een onderneming waarvan de aandelen tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten, stelt de relevante bevoegde autoriteit in de overeenstemming met artikel 9 in kennis telkens wanneer de positie een relevante meldingsdrempel als bedoeld in lid 2 van dit artikel bereikt of overschrijdt.*
2. *De relevante meldingsdrempels zijn: 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% en 95% van het geplaatst kapitaal van de betrokken onderneming.*<sup>403</sup>
3. *De ESMA kan, rekening houdend met de ontwikkelingen op de financiële markten, aan de Commissie advies uitbrengen over de noodzaak tot aanpassing van de in lid 2 bedoelde drempels.*
4. *De Commissie is bevoegd overeenkomstig artikel 42 gedelegeerde handelingen vast te stellen tot wijziging van de in lid 2 van dit artikel bedoelde drempels, rekening houdend met de ontwikkelingen op de financiële markten.*

Door het invoeren van bovenstaand artikel worden er een aantal problemen ondervangen. Ten eerste zal een bevoegde autoriteit longposities nauwkeuriger kunnen inschatten, omdat men ook inzicht heeft in de bruto shortposities. Hierdoor zal foute berichtgeving – zoals het geval was in

---

<sup>401</sup> Eumedion 2013, p. 1.

<sup>402</sup> De terminologie van dit wetsartikel is immers afgeleid van de terminologie uit de Verordening en de Gedelegeerde Verordening.

<sup>403</sup> Deze meldingsdrempels zijn afgeleid van art. 5:38 lid 4 Wft. De EC zou ook kunnen aansluiten bij de drempels van de Transparantierichtlijn. Art. 9 lid 1 Transparantierichtlijn bepaalt dat longposities gemeld moeten worden indien deze de drempels van 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% en 75% overschrijden. Ook is het een optie om een *impact assessment* uit te voeren om zo (ex-ante) te bepalen welke drempels het beste aansluiten bij de Europese praktijk.

de zaak van Morgan Stanley en KPN – minder snel voorkomen. Het juist waarderen van deze informatie bevordert de prijsvorming en voorkomt verkeerde prijsvorming. Ten tweede krijgen de bevoegde autoriteiten en de markt een beter inzicht in de economische belangen en stemstrategieën van marktdeelnemers. Meer inzicht in deze belangen draagt ook bij aan een betere prijsvorming van een aandeel. Mijns inziens kan het melden van bruto shortposities hierdoor wel degelijk bijdragen aan de doelstelling van de Verordening om risico's die uit de shorttransacties voortvloeien en betrekking hebben op de marktintegriteit te verkleinen, zodat de efficiëntie van de interne markt wordt vergroot.<sup>404</sup>

### 4.3 Beperkingen op *naked* shorttransacties kritisch bekeken

#### 4.3.1 *Lacune in de locate rule*

Hoewel *naked short selling* bijna in zijn geheel is uitgebannen door middel van een *locate rule* in combinatie met de *buy-in-procedure*, is er toch een hiaat in te ontdekken. Een *naked* shorttransactie kan immers doorgang vinden als de *short seller* een 'redelijke verwachting' heeft dat een derde partij (bijvoorbeeld een (andere) broker/dealer) de financiële instrumenten heeft gelokaliseerd en deze tijdig kunnen worden geleverd aan de koper. Tot aan de levering is er echter effectief sprake van een *naked* shorttransactie. Art. 6 en 7 Uitvoeringsverordening geven nadere regels hieromtrent. Zo geeft art. 6 lid 3 Uitvoeringsverordening standaardregelingen en maatregelen ter verzekering van de beschikbaarheid van aandelen *intraday*. De ESMA dient vervolgens te bepalen welke maatregelen nodig zijn om te voldoen aan de term 'redelijke verwachting' en dient hierbij rekening te houden met de *intraday*-handel en de liquiditeit van de desbetreffende financiële instrumenten. Derde partijen dienen zodoende te bepalen of een financieel instrument gemakkelijk te lenen of te kopen is. Dit moet gebaseerd worden op de dan geldende marktvoorwaarden en ander aan de betrokken derde partij ter beschikking staande informatie over het aanbod aan dergelijke financiële instrumenten.<sup>405</sup> Dit zorgt ervoor dat bijvoorbeeld een broker/dealer zelf moet interpreteren of een aandeel gemakkelijk te lenen is voor een cliënt. De term 'redelijke verwachting' lijkt daarmee een vrij subjectief criterium. Bovendien is niet gewaarborgd dat elke afzonderlijke derde partij over dezelfde informatie beschikt. Meer duidelijkheid omtrent de term 'redelijke verwachtingen' is mijns inziens gewenst.

*Alternatief: de term 'redelijke verwachting' objectiveren door Europese easy to borrow lists*  
Voor meer duidelijkheid voor derde partijen kan worden aangesloten bij het gebruik van *easy to borrow lists* zoals in de VS (vgl. paragraaf 3.2.3). Een dergelijke lijst geeft op actuele basis (<24

---

<sup>404</sup> Vgl. de inleiding van dit onderzoek. De financiële theorie bevestigt dat wanneer marktdeelnemers toegang hebben tot meer informatie, de markt efficiënter werkt (Licht 1998, p. 563).

<sup>405</sup> Art. 6 lid 3 en art. 7 lid 5 Uitvoeringsverordening.

uur) weer welke financiële instrumenten genoeg liquide zijn om ervan uit te gaan dat er een redelijke verwachting bestaat dat deze tijdig geleend kunnen worden om de shorttransactie af te wikkelen. Een *easy to borrow list* kan zodoende worden aangewend om de term ‘redelijke verwachting’ een objectief karakter te geven. Bevoegde autoriteiten zullen dan, net als in de VS, aan de hand van de *securities lending*-markt de liquiditeit moeten bepalen. Uiteindelijk zou het wenselijk zijn als de bevoegde autoriteiten deze lijsten doorgeven aan de ESMA, die deze vervolgens op haar website plaatst. Zo hebben alle derde partijen in Europa tegelijkertijd toegang tot informatie betreffende de liquiditeit van bepaalde financiële instrumenten. Een Spaanse broker kan dan direct kijken of een aandeel in een Frans beursfonds liquide is.

#### 4.3.2 *Inconsistentie omtrent boetes in buy-in-procedures*

Door een *buy-in*-procedure wordt het risico op een *settlement failure* gereduceerd omdat een shortpositie binnen vier dagen na de transactie moet worden gesloten. De boetes voor een *buy-in*-procedure geven marktdeelnemers een *incentive* om tijdig te leveren.<sup>406</sup> Het vaststellen van de boetes wordt krachtens de Verordening echter in handen gelegd van de centrale tegenpartij van een lidstaat. Dit brengt het mogelijke probleem met zich mee dat verschillende centrale tegenpartijen van verschillende lidstaten en/of handelsplatformen andere boeteberekeningen in acht kunnen nemen, wat de uniformiteit van de Verordening niet ten goede komt. Een klein veldonderzoek wijst uit dat twee grote Europese centrale tegenpartijen, te weten het Duitse Eurex Clearing AG<sup>407</sup> en het Engels/Franse LCH.Clearnet Group,<sup>408</sup> een ander boetesysteem hanteren. Ook door de ESMA is erkend dat consistentie wat betreft *buy-in*-sancties noodzakelijk is voor een goede afwikkeling van shorttransacties. Volgens de ESMA zal de door de EC voorgestelde verordening voor centrale effectenbewaarinstellingen<sup>409</sup> een meer efficiënt instrument moeten zijn om nadere regelingen op te stellen en te zorgen voor een *level playing field* wat betreft de *buy-in*-procedures en daarbij behorende sancties.<sup>410</sup>

---

<sup>406</sup> Elineau 2012, p. 79.

<sup>407</sup> Eurex Clearing hanteert een dagelijkse boete die als volgt wordt berekend: het verplicht te betalen bedrag per marktdeelnemer, ISIN of koers van de munt x 0.002 / 100. De *buy-in*-procedure kan gepaard gaan met een extra toeslag van maximaal 100% van het *settlement*-bedrag. Daarnaast rekent Eurex Clearing over elke verplichte *buy-in* een boete van 10% met een minimum van EUR 250 en een maximum van EUR 5000 (zie <[http://www.eurexclearing.com/blob/clearingde/262150/240550/5/data/presentation\\_ssr\\_presentation\\_sep\\_2012.pdf](http://www.eurexclearing.com/blob/clearingde/262150/240550/5/data/presentation_ssr_presentation_sep_2012.pdf)>).

<sup>408</sup> LCH.Clearnet Group, de centrale tegenpartij die de boetes vaststelt voor o.a. de NYSE Euronext, Bourse de Luxembourg en de London Stock Exchange, hanteert *buy-in* administratiekosten van EUR 150 voor het Europese gedeelte (LCH.Clearnet S.A.) en £125 voor het Engelse gedeelte (LCH.Clearnet Ltd.). De vaste boete wordt als volgt berekend: EUR 30 (S.A.) / £25 (Ltd.). De variabele boete wordt berekend door de *ad valorem* referentierente (EURIBOR / LIBOR) + 1%, keer het aantal dagen van de *settlement failure* (zie <[http://www.lchclearnet.com/images/buying-in%20procedures%20june%2012\\_tcm6-61612.pdf](http://www.lchclearnet.com/images/buying-in%20procedures%20june%2012_tcm6-61612.pdf)>).

<sup>409</sup> Zie Europese Commissie, *Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council of improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC*, COM(2012) 73 final, te raadplegen via <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0073:EN:PDF>>.

<sup>410</sup> ESMA 2013b, p. 24-25.

### 4.3.3 *Juiste ratio achter een verbod op naked-SCDSs?*

Door de Europese kredietcrisis hebben *naked-SCDSs* een dubieus karakter gekregen. In de Verordening zijn *naked-SCDSs* zelfs verboden, omdat zij een negatief effect kunnen hebben op de waarde van overheidsschuld en de stabiliteit van de overheidsschuldmarkten.<sup>411</sup> De vraag is of deze aanname wel terecht is? Verschillende onderzoeken wijzen uit dat een verbod op *naked-SCDSs* niet direct de oplossing is voor een stabiele markt voor overheidsschuld. Een onderzoek van nota bene de EC wijst uit dat er geen empirisch bewijs is dat de ontwikkelingen op de markt voor SCDSs (ten tijde van de Europese kredietcrisis) hebben gezorgd voor een hogere prijs om schuld uit te geven voor lidstaten.<sup>412</sup> De AIMA stelt dat een verbod op *naked-SCDSs* kan leiden tot nadelige gevolgen voor de overheidsschuldmarkt. Te denken valt aan verminderde liquiditeit en transparantie. Daarnaast zal de prijsvorming van krediet op schuldmarkten minder efficiënt tot stand komen.<sup>413</sup> Doordat het kredietrisico minder gemakkelijk verhandeld kan worden, kan de financiering van staatsobligaties duurder worden.<sup>414</sup> Ook het IMF komt tot een dergelijke conclusie en geeft aan dat het verbod waarschijnlijk de kosten van de handel in SCDS zal verhogen.<sup>415</sup> Het verbod tast de fundamentele functie van de SCDS-markt aan, waardoor de overdracht van kredietrisico kan verschuiven naar minder transparante markten door middel van alternatieve handelsregelingen.<sup>416</sup>

Peeters geeft aan dat het verbod op *naked-SCDSs* niet zozeer gebaseerd is op het Commissievoorstel van de EC, maar is ingevoerd nadat er debatten zijn gevoerd in het Europees Parlement. De sentimenten in het Parlement waren fel tegen elke vorm van speculatie.<sup>417</sup> Hiermee lijkt het verbod op *naked-SCDSs* een beslissing die is gemaakt om politieke redenen in plaats van economische.<sup>418</sup> De fundamentele vraag blijft derhalve of een verbod op *naked-SCDSs* een negatief effect heeft op de stabiliteit van de overheidsschuldmarkten.<sup>419</sup> Omdat andere landen buiten Europa nog geen dergelijk verbod op *naked-SCDSs* hebben ingevoerd, moet toekomstig onderzoek uitwijzen wat de effecten zijn op de Europese markten voor SCDSs en overheidsschuld.<sup>420</sup>

---

<sup>411</sup> Punt 22 van de considerans van de Verordening.

<sup>412</sup> Europese Commissie 2010e, p. 3 en AFM 2010. De EC geeft aan “*the empirical investigation (...) on how the sovereign CDS and bonds markets interact, provides no conclusive evidence that developments in the CDS market causes higher funding costs for Member States*”.

<sup>413</sup> AIMA 2009.

<sup>414</sup> Europese Commissie 2010d, p. 42.

<sup>415</sup> IMF 2013, p. 71.

<sup>416</sup> IMF 2013, p. 77.

<sup>417</sup> Peeters 2012, p. 197.

<sup>418</sup> Juurikala 2012, p. 311.

<sup>419</sup> IMF 2013, p. 78.

<sup>420</sup> Zo geeft de Japanse minister van Financiële diensten Tadahiro Matsushita in een interview aan, Europa niet te volgen in het verbod op *naked-SCDSs*. Hij geeft aan dat de marktomvang van overheidsschuldinstrumenten in Japan niet vergelijkbaar is met die van Europa. Zie <<http://www.fsa.go.jp/en/conference/minister/2012/20120612.html>>. Japan volgt Europa wel in de

#### 4.3.4 *Inconsistentie omtrent het verbod op short selling in overheidsschuld?*

Wat betreft de *naked* shortposities in overheidsschuld lijkt de Verordening inconsistent te zijn. In de literatuur<sup>421</sup> wordt opgemerkt dat zowel bij het innemen van een *naked* shortpositie in overheidsschuld als het kopen van een *naked*-SCDSs, gespeculeerd kan worden op een koersdaling van de (onderliggende) overheidsschuldinstrumenten. Met andere woorden: beide typen transacties kunnen voor hetzelfde doel worden aangewend en daarmee dezelfde consequenties hebben. Het is daarom vreemd dat transacties in *naked*-SCDSs wel absoluut worden verboden en *naked* shorttransacties in overheidsschuld niet.<sup>422</sup> Peeters en Van Hoorn vinden het tevens opmerkelijk dat de Verordening niet spreekt over een verbod op *short selling* van overheidsschuld door middel van andere derivaten<sup>423</sup> dan enkel SCDSs.<sup>424</sup> Peeters verwacht dan ook wijzigingen in verband met de regelingen omtrent *naked* shorttransacties in overheidsschuld en SCDSs.<sup>425</sup>

### 4.4 De interventiebevoegdheden kritisch bekeken

#### 4.4.1 *Mogelijk gebrek aan consistentie bij in te voeren interventie maatregelen*

Hoewel de ESMA als overkoepelend orgaan een coördinerende rol heeft bij het invoeren van interventie maatregelen, ligt het gevaar van *regulatory fragmentation* en *regulatory arbitrage* bij een door een lidstaat afzonderlijk genomen interventie maatregel op de loer. Bevoegde autoriteiten van afzonderlijke lidstaten die een interventie maatregel willen invoeren moeten de ESMA om advies vragen over de voorgenomen maatregel.<sup>426</sup> De ESMA brengt binnen 24 uur advies uit over de voorgenomen interventie maatregel van de afzonderlijke lidstaat. Indien de bevoegde autoriteit – ondanks een negatief advies van de ESMA – de maatregelen toch wil doorvoeren, zal zij dit binnen 24 uur op haar website kenbaar moeten maken. Een soort van ‘*comply or explain*’-regeling.<sup>427</sup> Het feit dat de bevoegde autoriteit mag afwijken van het advies van de ESMA geeft aan dat de ESMA in beperkte mate de consistentie van de

---

meldings- en openbaarmakingsdrempels van 0.2% en 0.5%. In de VS zullen CDSs gereguleerd gaan worden onder de Dodd-Frank Act. Maar over een verbod op handel in *naked*-SCDSs wordt niet gesproken in deze nieuwe wet.

<sup>421</sup> Zie Van Hoorn 2012; Juurikkala 2012, p. 309-310 en Peeters 2012.

<sup>422</sup> Van Hoorn 2012, p.137.

<sup>423</sup> Te denken valt aan *deep-in-the-money* putoptie, zoals benoemd in paragraaf 2.2.4.1. Of het kopen van een CDS-index product. Dit zijn financiële instrumenten die bestaan uit onderliggende CDSs van een bepaalde regio. Een voorbeeld is de Markit iTraxx SovX voor CDSs van landen in West-Europa (Zie <<http://www.markit.com/product/itraxx-sovx>>). Bij aankoop van dergelijk instrument, zonder daadwerkelijk de onderliggende belegging te *hedgen*, kan een marktdeelnemer als het ware shortgaan op een *basket* van kredietinstellingen.

<sup>424</sup> Zie Van Hoorn 2012, p. 138 en Peeters 2012, p. 197.

<sup>425</sup> Peeters 2012, p. 197. Vgl. paragraaf 4.5.

<sup>426</sup> Art. 27 Verordening.

<sup>427</sup> Elineau 2012, p. 83.

interventiemaatregelen binnen Europa kan waarborgen.<sup>428</sup> Dit zal de doelstelling van harmonisatie voorbij kunnen streven.

Daarnaast zal zich in de toekomst wellicht een belangrijke jurisprudentiële ontwikkeling voortdoen wat betreft de interventiebevoegdheden van de ESMA zelf. In de zaak van *United Kingdom v Council and Parliament*<sup>429</sup> heeft de advocaat-generaal van het Europese Hof van Justitie, Niilo Jääskinen, betoogt dat de ESMA niet bevoegd is om *short selling* te verbieden.<sup>430</sup> Volgens Jääskinen gaat de bevoegdheid van de ESMA onder art. 28 Verordening verder dan enkel het harmoniseren van de interne markt, zoals beoogd in art. 114 VWEU.<sup>431</sup> Hiermee geeft hij Engeland gelijk dat in de ministerraad tegenstemde tegen de interventiebevoegdheden van de ESMA om tegen de wil van de bevoegde autoriteiten in te grijpen. Een dergelijk advies wordt doorgaans overgenomen door het Hof, waardoor het wel degelijk afbreuk kan doen aan de werking van de Verordening en het consistent reguleren van *short selling* in tijden van crisissen. De toekomst zal derhalve moeten uitwijzen in hoeverre de Verordening – zonder de vergaande bevoegdheden van de ESMA – stand houdt in dergelijke tijden van ongunstige marktomstandigheden en of de rol van de ESMA als ‘super waakhond’ niet illusoir wordt.

#### **4.4.2 Negatieve effecten van een tijdelijk verbod**

Zoals eerder in paragraaf 1.5.2 geconcludeerd, hebben de tijdelijk genomen maatregelen door de afzonderlijke Europese lidstaten niet bijgedragen aan een verbetering en/of herstel van de financiële markten. Empirische studies tonen niet aan dat het tijdelijk verbieden van *short selling* een effectieve manier is om een neerwaartse markt te beheersen.<sup>432</sup> Het is daarom hoogst opmerkelijk dat de EC de bevoegde autoriteiten de vergaande bevoegdheid geeft om *short selling* tijdelijk te verbieden. Als gevolg daarvan zouden bevoegde autoriteiten zichzelf ervan moeten weerhouden dergelijke tijdelijke maatregelen in te voeren, omdat het financiële markten alleen maar meer verstoort.<sup>433</sup> Hoewel er tot op heden pas twee keer gebruik van is gemaakt,<sup>434</sup> kan een tijdelijk verbod leiden tot inconsistentie. In het licht van voorgaande kritiek kunnen er mijns inziens daarnaast vraagtekens worden gezet bij het toetsingscriterium van art. 20 Verordening. In art. 20 lid 1 sub a en b Verordening kan een bevoegde autoriteit een verbod

---

<sup>428</sup> Elineau 2012, p. 83.

<sup>429</sup> HvJ EU, 23 augustus 2012 nr. C-270/12 (*United Kingdom v Council and Parliament*).

<sup>430</sup> *Het Financieele Dagblad*, Advocaat-generaal: streep door EU-aanpak shortselling, 12 september 2013 en *The Financial Times*, UK wins backing on clash with EU over short selling rules, 13 september 2013.

<sup>431</sup> Opinie van advocaat-generaal Niilo Jääskinen van 12 september 2013 bij de zaak HvJ EU, 23 augustus 2012 nr. C-270/12 (*United Kingdom v Council and Parliament*), te raadplegen via <<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30dbf9c0be35e034478e8770d54577f52a17.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuLbNz0?text=&docid=140965&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=6015590>>.

<sup>432</sup> Vgl. Beber & Pagano 2009; Payne 2012, p. 439 en Elineau 2012, p. 86. Lees in dit verband ook paragraaf 1.5.2.

<sup>433</sup> Elineau 2012, p. 86.

<sup>434</sup> Vgl. paragraaf 2.5.2.

krachtens art. 20 lid 2 Verordening invoeren als er sprake is van “(...) *ongunstige gebeurtenissen of ontwikkelingen die een ernstige bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit of het marktvertrouwen (...)*”. Hoewel sub b een proportionaliteitstoets inbedt, is de term ‘ongunstige gebeurtenissen’ bijzonder vaag.<sup>435</sup> Dit gekoppeld aan de vergaande (toekomstige) bevoegdheid (vgl. paragraaf 4.4.1) van bevoegde autoriteiten om interventie maatregelen te nemen zonder toestemming van andere lidstaten en de ESMA, geeft bevoegde autoriteiten in crisissituaties alsnog de mogelijkheid om individuele maatregelen in te voeren.

#### **4.4.3 *Circuit breaker***

Hoewel een *circuit breaker* een aantal voordelen heeft, zoals het doorbreken van negatieve prijsspiralen en dat de afkoelingsperiode voor marktdeelnemers kan zorgen voor een herwaardering van de intrinsieke waarde van het financiële instrument,<sup>436</sup> kent de bepaling in de Verordening ook een aantal kritische kanten. De *circuit breaker* is ontwikkeld zodat een bevoegde autoriteit de prijsdaling in een bepaald financieel instrument – die wordt verhandeld op een georganiseerde markt – een halt toe kan roepen. Dit voorkomt niet dat marktdeelnemers dit verbod omzeilen door bijvoorbeeld op de ongereguleerde markten shortposities in te nemen door middel van derivaten.<sup>437</sup> Omzeilen kan weer zorgen voor *regulatory arbitrage*. Daarnaast is er geen zekerheid dat na de invoering van de *circuit breaker*, de negatieve prijsspiraal stopt. In tegenstelling tot de artikelen 18 tot en met 21 Verordening, gaat art. 23 Verordening wel uit van een objectief criterium middels een drempelpercentage. Alleen als er sprake is van een ‘aanmerkelijke daling’ kan de *circuit breaker* worden ingevoerd.

### **4.5 Reikwijdte Verordening**

Voortbordurend op paragraaf 4.3.4 stelt Peeters dat hij zich kan voorstellen dat in de toekomst het verbod op *naked-SCDSs* wordt uitgebreid tot alle typen CDSs, ongeacht de *reference entity*.<sup>438</sup> Dit voorstel dient mijns inziens te worden overwogen door de EC aangezien *naked-CCDSs* niet worden verboden (paragraaf 4.5.1). Maar ook synthetische shortposities in andere derivaten wordt niet gereguleerd door de Verordening (paragraaf 4.5.2).

#### **4.5.1 *Bedrijfsschuld en CCDSs***

De Verordening strekt tot financiële instrumenten die betrekking hebben op aandelen, overheidsschuld en SCDSs. Naast overheden kunnen ook ondernemingen geld lenen op de

---

<sup>435</sup> Art. 24 Gedelegeerde Verordening geeft wel criteria en factoren bij het bepalen van het feit wanneer zich ongunstige gebeurtenissen of ontwikkelingen voordoen en bedreigingen ontstaan. Dit artikel geeft veel aanknopingspunten, waardoor bevoegde autoriteiten hier veel onder kunnen scharen.

<sup>436</sup> Zie de genoemde studies in Gruenewald, Wagner & Weber 2009, p. 37.

<sup>437</sup> Europese Commissie 2010d, p. 41.

<sup>438</sup> Peeters 2012, p. 197.

markt door schuldinstrumenten uit te geven in de vorm van bedrijfsobligaties (*corporate bonds*). Het kredietrisico kan bij een bedrijfsobligatie net als bij overheidsschuld worden afgedekt met een CDS: de CCDSs. De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen uit de Verordening hebben echter alleen betrekking op overheidsschuld, waardoor bedrijfsschuld (*corporate debt*) niet binnen de reikwijdte van de Verordening valt. Dit is opmerkelijk aangezien shortposities in bedrijfsobligaties en *naked*-CCDSs dezelfde economische functie(s) hebben als shortposities in aandelen, overheidsschuld en *naked*-SCDSs.<sup>439</sup> Volgens de EC was er weinig steun om ook bedrijfsobligaties en hieraan gelieerde derivaten op te nemen in de Verordening.<sup>440</sup> De liquiditeit op de markt voor bedrijfsobligaties is echter beperkt, aangezien er geen actieve secundaire markt voor uitstaande bedrijfsobligaties bestaat. Hierdoor zijn de meeste *short selling*-activiteiten in bedrijfsobligaties verschoven naar de CCDS-markt en is de liquiditeit op die markt zelfs hoger dan op de SCDS-markt.<sup>441</sup> Het is dan ook niet duidelijk waarom CCDSs worden uitgezonderd in de Verordening buiten het feit dat er weinig steun voor was. Deze uitzondering kan namelijk leiden tot *regulatory arbitrage*. Marktdeelnemers die een shortpositie willen innemen in een onderneming die in de problemen zit, kunnen *naked*-CCDSs gebruiken om een dergelijke positie in te nemen.<sup>442</sup> Een voorbeeld zijn *hedge funds* die *naked*-CCDSs afsluiten voor hun *long/short credit strategy*.<sup>443</sup> Het gevolg is dat een dergelijke shortpositie van de marktdeelnemer niet gemeld hoeft te worden, waardoor er een verschuiving kan plaatsvinden van shorttransacties in aandelen naar transacties in *naked*-CCDSs.<sup>444</sup> Hierdoor valt men niet onder de reikwijdte van de Verordening en zal de transparantie in *short selling*-activiteiten betreffende bedrijven die schuldinstrumenten uitgeven verminderen. Bovendien is de dynamiek in de CDS-markt moeilijker te voorspellen dan de aandelenmarkt. Het opsporen van marktmisbruik kan zodoende moeilijker worden voor bevoegde autoriteiten.<sup>445</sup> Dit is onwenselijk gezien de doelstelling van de Verordening.

Bedrijfsobligaties en CCDSs vallen niet onder de reikwijdte van de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen van de Verordening. Dit is opmerkelijk gezien de reikwijdte van de interventiebevoegdheid die bevoegde autoriteiten op grond van art. 18 Verordening hebben. Deze zijn ruimer dan de verplichtingen uit artikelen 5 tot en met 8 Verordening. Art. 18

---

<sup>439</sup> Juurikkala 2012, p. 318 en 319.

<sup>440</sup> Europese Commissie 2010d, p. 64. De EC komt niet met een uitgebreide verklaring en geeft aan: "(...) showed very limited support for the inclusion of corporate bonds and their derivatives in a disclosure regime".

<sup>441</sup> Europese Commissie 2010d, p. 13.

<sup>442</sup> Juurikkala 2012, p. 319.

<sup>443</sup> *Hedge funds* kunnen bijvoorbeeld een *long/short credit strategy* toepassen door te handelen in *naked*-CCDSs. Een *hedge funds* kan zodoende winst maken indien de *credit spreads* op de onderliggende *corporate bonds* meer uit elkaar komen te liggen en hij ten aanzien van deze *bonds* een *naked*-CCDS koopt. Zie Stefanini 2006, p. 145- 147.

<sup>444</sup> Juurikkala 2012, p. 319.

<sup>445</sup> Juurikkala 2012, p. 319.



Verordening is van toepassing op een “*netto shortpositie in een specifiek financieel instrument of een categorie financiële instrumenten*”.<sup>446</sup> Deze zinsnede doet vermoeden dat hier elk financieel instrument onder kan vallen en dus ook bedrijfsobligaties en CCDSs. Ook punt 37 van de considerans van de Verordening spreekt niet over SCDSs, maar over ‘algemene CDSs’. Dit impliceert tevens dat CCDSs hier ook onder vallen.<sup>447</sup> Bevoegde autoriteiten hebben zodoende de bevoegdheid om – in het geval van een ongunstige ontwikkeling – posities in bedrijfsobligaties en CCDSs openbaar te maken.<sup>448</sup> Dit is opmerkelijk aangezien SCDSs krachtens art. 18 lid 2 jo. art. 8 Verordening niet voor een openbaarmaking in een uitzonderlijke omstandigheid in aanmerking komen.<sup>449</sup> Met andere woorden: hoewel de Verordening niet als doel heeft bedrijfsobligaties en CCDSs te reguleren, kunnen bevoegde autoriteiten in ongunstige marktsituaties wel extra transparantiemaatregelen opleggen ten aanzien van CCDS en bedrijfsobligaties maar niet ten aanzien van SCDSs.

#### **4.5.2 *Naked-CDSs in CDOs: SEC v. Goldman Sachs***

Als aanvulling op bovenstaande dient naar mijn mening nagedacht te worden over andere synthetische shortposities in ‘exotische derivaten’ door de aankoop van *naked-CDSs*. Een goed voorbeeld is de Amerikaanse zaak van de SEC tegen de Goldman Sachs Group, Inc. (hierna: Goldman Sachs).<sup>450</sup> In deze zaak ging het om een shortpositie van *hedge fund* Paulson in de door Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs uitgegeven CDO: de ABACUS 2007-AC1 (hierna: ABACUS).<sup>451</sup> De onderliggende waarde van de ABACUS bestond uit hypotheeklen die waren gefinancierd met RMBSs. Een gedeelte van deze RMBSs bestond uit rommelhypotheeklen (*subprimes*).<sup>452</sup> Om het risico af te dekken dat huiseigenaren hun schuld niet meer konden afbetalen kocht Goldman Sachs een CDS bij ACA Management LLC (hierna: ACA).<sup>453</sup> ACA was in de veronderstelling dat de huizenmarkt stabiel zou blijven, waardoor het via premies nog goed zou kunnen verdienen aan de *swap*. Toen kwam het *hedge fund* Paulson, een cliënt van

---

<sup>446</sup> Art. 18 lid 1 Verordening.

<sup>447</sup> Juurikkala 2012, p. 320.

<sup>448</sup> Juurikkala 2012, p. 320.

<sup>449</sup> In art. 18 lid 2 Verordening staat: “*Lid 1 van dit artikel is niet van toepassing op financiële instrumenten waarvoor de transparantieplichting reeds geldt krachtens artikelen 5 tot en met 8*”.

<sup>450</sup> *Securities and Exchange Commission v. Goldman Sachs & Co., et al.*, 10 Civ. 3229 (BSJ) (S.D.N.Y. ingediend 16 april 2010).

<sup>451</sup> Basaal is een CDO een derivaat dat bestaat uit onderliggende waarden zoals bedrijfsobligaties, bankleningen of zogenaamde ABSs. ABSs worden bijvoorbeeld uitgegeven op een financiële markt door speciaal daarvoor opgerichte SPVs. Een voorbeeld van een ABS is een RMBS. Dit zijn effecten met als onderliggende waarde hypotheeklen op huizen. Voor het uiteenspatten van huizenbubbel in de VS, zijn veel RMBSs verpakt in CDOs. Veel CDOs zijn vervolgens weer verpakt in andere CDOs (*cubed*). Deze zogeheten synthetische CDOs hebben dus een CDO als onderliggende waarde. Kenmerkend voor CDOs is het feit dat het derivaat wordt gesplitst in *tranches* die elk een bepaald kredietrisico vertegenwoordigen. De kredietwaardigheid van deze producten wordt vastgesteld door *credit rating agencies* (Pekarek & Lufano 2012, p. 16-20).

<sup>452</sup> Pekarek & Lufano 2012, p. 33.

<sup>453</sup> Pekarek & Cherkaoui 2012, p. 68.

Goldman Sachs, in beeld. Paulson droeg bij aan de samenstelling van de ABACUS door de verschillende door RMBSs gedekte hypotheke te selecteren die een grote kans op *default* met zich meebrachten. Vervolgens ging Paulson short in de onderliggende waarde van ABACUS: de RMBSs. Paulson kocht CDSs om het risico van verzuim af te dekken en zo een tegenovergestelde positie in te nemen ten opzichte van ACA.<sup>454</sup> ACA was ten tijden van het afsluiten van de CDS niet op de hoogte van negatieve economisch belang van Paulson in ABACUS. Paulson, als een van de ontwikkelaars van de ABACUS, had een “*materially adverse interest in the transaction*” aldus de SEC.<sup>455</sup> Goldman Sachs heeft echter nagelaten deze positie van haar cliënt Paulson te openbaren aan ACA.

De problematiek in bovenstaande zaak zit in het gebrek aan transparantie in de shortpositie van Paulson en de conflicterende belangen van Goldman Sachs. Indien ACA hiervan wetenschap had gehad was het waarschijnlijk nooit een *swap* aangegaan. Er bestond destijds geen regeling die verplichtte de shortpositie van Paulson te openbaren. Indien dit wel het geval was geweest, had ACA geweten dat Paulson de CDS niet gebruikte om de onderliggende waarde te verzekeren, maar om *short* te gaan. Hoewel deze zaak zich in de VS afspeelt, geeft het een goed beeld dat het kopen van *naked-CDSs* problematisch kan zijn ongeacht de *reference entity*. Mijn inziens moet er over de gehele linie kritisch gekeken worden naar de handel in *naked-CDSs*. Dergelijke posities zijn ondoorzichtiger en daardoor wellicht gevaarlijk voor de stabiliteit van de financiële markten.

Met het verbod op *naked-SCDSs* wordt in Europa slechts een gedeelte van de problematiek omtrent *short selling* door middel van CDSs aangepakt. Gezien de hierboven besproken twee paragrafen, verdient het aanbeveling om een Europees onderzoek te verrichten omtrent de handel in *naked-CDSs*, de risico's, de *reference entities* en wellicht een aanvulling op het verbod in de Verordening.

---

<sup>454</sup> Pekarek & Cherkaoui 2012, p. 69 en Pekarek & Lufano 2012, p. 18.

<sup>455</sup> Pekarek & Cherkaoui 2012, p. 70.

## Conclusie

In dit onderzoek zijn de mechanismes om *short selling* te reguleren – zoals opgenomen in de Verordening – kritisch geanalyseerd. De centrale vraag daarin – *in hoeverre zijn mechanismes om short selling te reguleren, zoals vormgegeven in de Verordening betreffende short selling en bepaalde aspecten van credit default swaps, efficiënt als we kijken naar de doelstellingen van de EC en hoe verhouden deze mechanismes zich ten opzichte van wet- en regelgeving in de VS en Australië* – wordt in dit laatste hoofdstuk beantwoord. Op basis van de bevindingen uit voorgaande hoofdstukken wordt eerst een samenvatting gegeven van het onderzoek en vervolgens wordt de onderzoeksvraag beantwoord. Het onderzoek sluit af met enkele aanbevelingen en een slotwoord.

### I. Samenvatting

Ter introductie is stilgestaan bij het fenomeen *short selling* en zijn de juridische en economische implicaties besproken. Vervolgens kwamen de verschillende financiële markten aan bod. In rumoerige tijden en volatiele markten waarin het vertrouwen van marktdeelnemers laag is, kan *short selling* echter voor problemen en risico's zorgen. Dit is geïllustreerd aan de hand van de Volkswagen-zaak en de problemen rondom de Griekse staatsschuld. Deze gevallen laten zien dat *short selling* wel degelijk aan regelgeving onderworpen moet worden. Vervolgens is in kaart gebracht hoe *short selling* in de periode vóór de Verordening, en met name gedurende de financiële- en kredietcrisis, in Europa is gereguleerd. Deze tijdelijke maatregelen brachten veel rechtsonzekerheid met zich mee. Daarnaast hadden de maatregelen niet het gewenste economische- en juridische effect. De Verordening moest hier verandering in brengen.

In het tweede hoofdstuk zijn de reguleringsmechanismen uit de Verordening uiteengezet. Allereerst is er aandacht besteed aan een aantal kerndefinities zoals 'shorttransactie' en 'netto shortposities'. Hierna zijn achtereenvolgens de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen, de beperkingen op *naked* shorttransacties en de interventiebevoegdheden nader belicht. Ook is er stilgestaan bij de rol van *marketmakers* en de handhavingsbevoegdheden van de bevoegde autoriteiten en de ESMA.

In hoofdstuk drie is door middel van rechtsvergelijkend onderzoek gekeken naar de plaats van de Verordening in een internationaal perspectief. Daarbij is ingegaan op de wet- en regelgeving uit de VS en Australië. Wat opvalt is het feit dat de wet- en regelgeving in Europa veel strenger is dan in de VS en in mindere mate Australië. Vooral de transparantieverplichtingen in Europa zijn verstrekkender ten opzichte van de VS. Ook in het beperken van *naked* shorttransacties zijn de regelingen in de Verordening strenger dan in de VS en Australië. Wel hebben zowel de VS

als Australië een *marking*-systeem, waardoor de SEC en ASIC inzicht hebben in de *intraday*-handel.

In het vierde hoofdstuk zijn de mechanismes uit de Verordening kritisch geanalyseerd. Deze analyse heeft betrekking op de meldings- en openbaarmakingsverplichting, beperkingen op *naked* shorttransacties, interventiebevoegdheden en de reikwijdte van de Verordening. De analyse is gedaan aan de hand van literatuur en het rechtsvergelijkende gedeelte uit hoofdstuk drie. Daarnaast heb ik getracht tekortkomingen op te sporen, nieuwe inzichten te geven en (mogelijke) oplossingen aan te dragen.

## **II. Antwoord op de onderzoeksvraag**

Hieronder wordt een antwoord gegeven op de onderzoeksvraag door de bevindingen uit voorgaande hoofdstukken – met name de hoofdstukken drie en vier – te toetsen aan de vier doelstellingen van de EC, zoals uiteengezet in de inleiding van dit onderzoek.

### **Doelstelling 1: vergroten van de transparantie omtrent shorttransacties**

De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen uit de Verordening vergroten de transparantie omtrent shorttransacties in aandelen en overheidsschuld. Zo strekken deze verplichtingen verder dan de meeste tijdelijke maatregelen in Europa van vóór de inwerkingtreding van de Verordening en de wet- en regelgeving in de VS en Australië. Krachtens de Verordening moet elke vorm van economisch belang worden mee berekend, waardoor een netto shortpositie een compleet beeld geeft van de werkelijke *short interest*. Dit betekent tevens meer informatie voor bevoegde autoriteiten en marktdeelnemers, waardoor de informatieasymmetrie tussen deze partijen zal worden verminderd en het aannemelijk is dat de marktefficiëntie toeneemt. De bevoegde autoriteiten kunnen door de meldingsplicht ook makkelijker marktmisbruik opsporen. De aggregatieverplichting van netto shortposities in beleggingsfondsen en concerns zorgt voor meer transparantie in complexe structuren en voorkomt tevens ontwijkconstructies. Het melden van een overschrijding of wijziging van een drempel vindt plaats aan het einde van de handelsdag. Hierdoor worden de netto shortposities die boven de meldings- en openbaarmakingsdrempel komen op  $T^{+1}$  al aan de bevoegde autoriteit of markt geopenbaard. Dit is sneller dan melden van netto shortposities aan de ASIC in Australië ( $T^{+4}$ ).

De meldings- en openbaarmakingsverplichtingen geven echter geen inzicht in shorttransacties die onder de meldingsdrempel blijven. Door afzonderlijke marktdeelnemers of marktdeelnemers die samenwerken kan er in zijn totaliteit een flinke netto shortpositie worden opgebouwd. Ook het feit dat netto shortposities aan het einde van de handelsdag berekend en gemeld worden, geeft geen inzicht in de *intraday*-handel. Hierdoor kan er gedurende een handelsdag niet bepaald worden of een koers daalt door *short selling*-activiteiten of vanwege andere

omstandigheden die een rol spelen. Deze transparantieproblemen kunnen worden opgelost door een *real-time marking*-systeem in te voeren. Een dergelijk systeem wordt al gebruikt in de VS en wordt per 2014 ingevoerd in Australië.

Omdat de openbaarmakingsverplichting *short sellers* verplicht hun identiteit kenbaar te maken aan de markt, kan dit er toe leiden dat zij weerhouden worden om shorttransacties uit te voeren of onder de drempelwaarde(s) te blijven. *Short sellers* zijn bang dat andere marktdeelnemers hun strategie achterhalen of tegenovergestelde posities innemen. Het wegblijven van *short sellers* kan negatieve gevolgen hebben voor de financiële markten. Zo geven verschillende studies aan dat een daling van het aantal shorttransacties nadelig is voor de marktliquiditeit en prijsvorming, wat weer zijn uitwerking heeft op de marktefficiëntie. In zowel de VS als Australië wordt de identiteit van de *short seller* niet aan de markt geopenbaard en blijft hij anoniem. Als alternatief kan men de openbaarmakingsdrempel vervangen voor het openbaar maken van de geaggregeerde netto shortpositie van een bepaald aandeel. De meldingsplicht van 0.2% blijft dan bestaan. Een oplossing kan tevens worden gevonden in het aanpassen van de openbaarmakingsdrempels. Openbaarmakingsdrempels die worden berekend aan de hand van de liquiditeit van het beursfonds kunnen ervoor zorgen dat *short sellers* in minder liquide fondsen minder snel hun posities hoeven te openbaren.

De vraag of de transparantie is toegenomen kan daarnaast worden beoordeeld aan de hand van representativiteit van de meldings- en openbaarmakingdrempels. Met andere woorden: wat is de waarde van de gemelde drempels? Naar mijn mening dient hier in specifieke gevallen kritisch naar gekeken te worden. Een drempel aan de hand van de *free float* in plaats van het geplaatst kapitaal kan voor beursfondsen met een lage *free float* een representatiever beeld geven. Als bijvoorbeeld meer dan de helft van de geplaatste aandelen niet verhandeld wordt, geeft een meldingsdrempel aan de hand van de *free float* een beter beeld over de invloed van *short selling* op de (dagelijkse) handel, dan een drempel aan de hand van het geplaatst kapitaal.

Daarnaast zou het transparanter maken van (grote) bruto shortposities een aanvulling op de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen kunnen zijn. Deze posities blijven onder de huidige regeling immers vaak onder de radar. Het openbaar maken van bruto shortposities draagt bij aan een correcte prijsvorming en geeft daarnaast de bevoegde autoriteit praktische informatie over economische belangen van marktdeelnemers. De Nederlandse wetgever heeft deze lacune onderkend en opgelost door een meldingsplicht voor bruto shortposities in te stellen. Een dergelijke meldingsplicht in Europa zou de transparantie omtrent *short selling*-activiteiten verder vergroten.

## **Doelstelling 2: beperken van *settlement failures***

Het beperken van *settlement failures* en daarmee het tegengaan van *naked short selling* wordt ondervangen door middel van een *locate rule* en een *buy-in-procedure*. Deze combinatie van mechanismes strekt daarmee verder dan de mechanismes in VS en Australië. De *locate rule* zorgt ervoor dat een *short squeeze* zich minder snel voordoet. De *buy-in-procedure* geeft marktdeelnemers daarnaast een effectieve prikkel om de financiële instrumenten tijdig en volgens de afspraken te leveren.

Hoewel de doelstelling om *settlement failures* te beperken efficiënt wordt ondervangen door bovenstaande regelingen, leidt de *locate rule* tot een hiaat in het mechanisme wat betreft het beperken van *naked shorttransacties*. Zo kan een regeling met een derde partij die de redelijke verwachting heeft dat de afwikkeling op gestelde datum zal plaatsvinden voldoende zijn. Het blijft echter onduidelijk wat er precies onder de definitie ‘redelijke verwachting’ wordt verstaan. Meer zekerheid over de term ‘redelijke verwachting’ is naar mijn mening gewenst. Er kan aansluiting worden gezocht bij de ‘*easy to borrow lists*’, zoals gebruikelijk is in de VS. Deze lijsten geven een overzicht van liquide financiële instrumenten. Een dergelijke lijst zal de onduidelijkheid over wat er onder de term ‘redelijke verwachting’ valt wegnemen. Door de ‘*easy to borrow lists*’ op Europees niveau vast te stellen, hebben alle Europese marktdeelnemers, zoals broker/dealer’s, toegang tot dezelfde informatie.

## **Doelstelling 3: beperken negatieve prijsspiralen**

De derde doelstelling is het beperken van negatieve prijsspiralen van financiële instrumenten. Deze doelstelling wordt ondervangen door een aantal mechanismes. De eerste oplossing is het beperken van *naked shorttransacties* door middel van een *locate rule* en een *buy-in-procedure*. Ten tweede kan een prijstestmechanisme zoals de *circuit breaker* als efficiënt middel dienen. In tegenstelling tot andere interventie maatregelen heeft de *circuit breaker* een objectief (instellings)criterium namelijk een ‘aanmerkelijke daling’ uitgedrukt in een percentage dat de slotkoers van de vorige handelsdag daalt. Tot slot kunnen bevoegde autoriteiten *short selling* tijdelijk verbieden. Dit kan een negatieve prijsspiraal in ‘ongunstige marktomstandigheden’ beperken. Net als de *circuit breaker* is dit een interventie maatregel.

Hoewel een *circuit breaker* een doelmatig mechanisme is om een negatieve prijsspiraal te stoppen, kunnen er toch enkele kanttekeningen bij worden geplaatst. Zo kan een *circuit breaker* alleen worden ingezet op gereguleerde markten. Dit geeft marktdeelnemers die desondanks *short* willen gaan een prikkel om via de ongereguleerde markt te handelen. Daarnaast kan worden gesteld dat wanneer een *circuit breaker* wordt ingeroepen, het kwaad vaak al is geschied. Het financiële instrument is immers al aanmerkelijk gedaald.

Ik wil tevens opmerken dat de doelstelling om de transparantie te vergroten, niet altijd samengaat met de doelstelling om negatieve prijsspiralen te beperken. Zo kan *herding behaviour* – dat kan voortvloeien uit de openbaarmakingsverplichting – ervoor zorgen dat marktdeelnemers elkaar volgen. Dit kan een negatieve prijsspiraal in de hand werken. Daarnaast vinden meldingen bij bevoegde autoriteiten achteraf plaats. Meer inzicht in de *intraday*-handel kan ook voor het tijdig detecteren van negatieve prijsspiralen een uitkomst bieden.

Als laatste kritische noot wijs ik op het verbod op *naked-SCDSs*. Dit verbod moet een waardedaling van de overheidsschuld tegengaan. Hoewel dit in het licht van de Europese kredietcrisis een logische stap lijkt, kunnen er naar mijn mening vraagtekens gezet worden bij de wetenschappelijke onderbouwing van dit verbod en de neveneffecten op de markt voor overheidsschuld.

#### **Doelstelling vier: reduceren van *regulatory arbitrage***

De Verordening heeft een breder bereik dan de wet- en regelgeving in de VS en Australië omdat de Verordening aandelen, overheidsschuld en SCDSs in één regeling reguleert. Doordat bij de berekening van de netto shortpositie in aandelen en overheidsschuld alle vormen van economisch belang mee worden genomen, geeft deze netto shortpositie veel informatie. Toch kunnen er een aantal kanttekeningen worden geplaatst bij de reikwijdte van de Verordening en de doelstelling om *regulatory arbitrage* te reduceren.

Allereerst dient opgemerkt te worden dat een inconsistent boetebeleid bij de verschillende in Europa opererende centrale tegenpartijen kan zorgen voor een inefficiënte afwikkeling van shorttransacties. Dit wordt ook onderkend door de ESMA. Of deze inconsistentie leidt tot *regulatory arbitrage* is niet zeker, wel lijkt een *level playing field* hieromtrent wenselijk.

Daarnaast meen ik dat het verbod op *naked-SCDSs* inconsistent is omdat andere vormen van het *shorten* van overheidsschuld niet worden aangepakt. Dit kan *regulatory arbitrage* in de hand werken. Daarnaast valt een verbod op *naked-CCDSs* niet onder de reikwijdte van de Verordening. Dit is opmerkelijk nu de EC zelf in een onderzoek heeft onderkend dat de markt voor bedrijfsobligaties niet liquide is, maar de markt voor CCDSs wel. Zodoende kan men door de aankoop van *naked-CCDSs* een uitgevende instelling *shorten*. Hierdoor bestaat er het gevaar dat wanneer marktdeelnemers bijvoorbeeld niet aan de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen willen voldoen, zij via deze alternatieve wijze netto shortposities innemen. Hierdoor vallen zij buiten de reikwijdte van de Verordening, wat onwenselijk kan zijn en voor *regulatory arbitrage* kan zorgen. *Regulatory arbitrage* kan daarnaast optreden wanneer het voorgaande wordt gelezen in de context van de interventiebevoegdheden. Bevoegde autoriteiten van individuele lidstaten kunnen CCDSs dan wel aan regelgeving onderwerpen.

Ook dient er mijns inziens in de toekomst nagedacht te worden over een reguleringsmechanisme om *short selling* door middel van *naked*-CDSs – ongeacht de *reference entity* – te verbieden. Zo laten de feiten in de zaak van Goldman Sachs tegen de SEC zien dat *short selling* middels CDSs niet alleen op de markt voor overheidsschuld tot problemen kan leiden.

In het geval zich ongunstige marktomstandigheden voordoen, kan er tot slot een situatie ontstaan dat bevoegde autoriteiten afzonderlijk tijdelijke maatregelen invoeren. Gezien de (verstreckende) macht die de afzonderlijke lidstaten hebben is dit mogelijk. Dit kan de consistentie van de Verordening niet ten goede komen, waardoor er wederom een gevaar van *regulatory arbitrage* kan ontstaan.

### **De onderzoeksvraag beantwoord**

Op grond van het bovenstaande kan als antwoord op het eerste gedeelte van de centrale onderzoeksvraag – *in hoeverre zijn mechanismes om short selling te reguleren, zoals vormgegeven in de Verordening betreffende short selling en bepaalde aspecten van credit default swaps, efficiënt als we kijken naar de doelstellingen van de EC* – worden gesteld dat de mechanismes uit de Verordening een aanzienlijk deel van deze doelstellingen efficiënt ondervangen. Toch kunnen er nog steeds een aantal onvolkomenheden worden opgemerkt. Op grond van het tweede gedeelte van de onderzoeksvraag – *hoe verhouden deze mechanismes zich ten opzichte van wet- en regelgeving in de VS en Australië* – kan worden gesteld dat de Verordening een stuk verder gaat in het openbaren van *short selling*-informatie aan de markt dan de wet- en regelgeving in de VS en Australië. Ook zijn er strengere regelingen omtrent het beperken van *naked* shorttransacties. De internationale reguleringslacune is daarmee alles behalve gedicht.

### **III. Aanbevelingen**

Ter ondervanging van deze onvolkomenheden doe ik een aantal concrete aanbevelingen:

- **Meer inzicht in de intraday-handel:** Transparantie rondom *intraday*-handel geeft bevoegde autoriteiten meer inzicht in (ad hoc) *short selling*-activiteiten. Hierdoor kunnen prijsdalingen beter verklaard worden dan door een melding aan het einde van de handelsdag. Ook krijgt de bevoegde autoriteit een beter inzicht in (alle) shorttransacties die onder de drempel van 0.2% blijven en kunnen negatieve prijsspiralen beter worden gedetecteerd. Een oplossing kan zijn om een *real-time marking*-systeem in te voeren als aanvulling op de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen.
- **Transparantie omtrent bruto shortposities:** Veel shorttransacties blijven door een netto shortpositie onder de radar van de Verordening. Meer transparantie omtrent bruto shorttransacties zal de informatievoorziening voor de markt vergroten, wat zal leiden tot een



betere prijsvorming. Oplossing kan gelegen zijn om een meldingsplicht voor bruto shortposities, zoals afgeleid van het Nederlandse model, op te nemen in de Verordening.

- **Alternatieve berekening voor meldings- en openbaarmakingsdrempel:** In uitzonderlijke gevallen kunnen de meldings- en openbaarmakingsdrempels gebaseerd aan de hand van het geplaatst kapitaal, minder representatief zijn dan een drempel aan de hand van de *free float*. De meldings- en openbaarmakingsdrempels voor uitgevende instellingen met een lage *free float* kunnen worden berekend aan de hand van de *free float* in plaats van geplaatst kapitaal. Deze aanbeveling verdient echter wel een duidelijke afbakening en omschrijving van de definitie ‘*free float*’.
- **Duidelijkheid omtrent de definitie ‘redelijke verwachting’:** Mijns inziens is er onvoldoende duidelijkheid wat er onder de term ‘redelijke verwachting’ moet worden verstaan. Zo kunnen derde partijen zelf bepalen wanneer er sprake is van een redelijke verwachting dat de hoeveelheid financiële instrumenten tijdig geleverd kan worden. Hoewel de Uitvoeringsverordening hier nadere regels stelt, beveel ik aan om aan te sluiten bij *easy to borrow lists*, zoals in de VS het geval is. Hierdoor kan de definitie ‘redelijke verwachting’ objectief en expliciet gemaakt worden.
- **Consistent boetebeleid voor buy-in-procedures:** De Verordening laat het vaststellen van boetes over aan de afzonderlijke centrale tegenpartijen. Een *level playing field* hieromtrent kan de afwikkeling van shorttransacties in Europa efficiënter maken.
- **Gevolgen van een verbod op naked-SCDSs monitoren:** Het feit dat er in de wetenschappelijke literatuur wordt gewezen op de vele neveneffecten die het verbod op *naked-SCDSs* kunnen hebben, verdient de aanbeveling om deze gevolgen en effecten nauwlettend in de gaten te houden. Zo kan de liquiditeit in *SCDSs*-markt door het verbod terugvallen, wat weer zijn weerslag kan hebben op de overheidsmarkt. In toekomstig onderzoek zou men de Europese markt kunnen vergelijken met een gelijkwaardige markt. Men kan kijken naar de invloed van de Verordening op de prijs voor *SCDSs* en wat het gevolg is voor de markt van overheidsschuld.
- **Terughoudendheid met invoeren tijdelijk verbod:** Gezien de negatieve economische gevolgen van de tijdelijke maatregelen van vóór de inwerkingtreding van de Verordening, dient er door bevoegde autoriteiten discreet te worden omgegaan met de interventiebevoegdheid tot het verbieden van *short selling* in een bepaald financieel instrument.
- **Verbod op naked-CDSs uitbreiden:** Het is onduidelijk waarom een verbod op *naked-CCDSs* niet is opgenomen in de Verordening. Marktdeelnemers die een uitgevende instelling willen *shorten* kunnen door het kopen van een *naked-CCDS* de Verordening ontwijken. Deze lacune kan derhalve leiden tot *regulatory arbitrage*. Daarnaast moet

worden opgemerkt dat *short selling* door middel van *naked-CDSs* verder strekt dan alleen staatsobligaties als *reference entity*. Ook synthetische shortposities – door *naked-CDSs* te kopen op derivaten – dienen mijns inziens onder de aandacht te komen van Europa. Dit noopt tot een onderzoek naar de mogelijke verschuiving van *short selling*-activiteiten en het invoeren van een algemene reguleringsmechanisme omtrent de handel in *naked-CDSs*.

#### **IV. Tot slot**

Wanneer ik dit slotwoord schrijf is de Verordening precies een jaar van kracht. Sindsdien is er nog weinig onderzoek gedaan naar de gevolgen van deze nieuwe regeling. Toekomstig onderzoek zal moeten uitwijzen wat de economische en juridische gevolgen van de Verordening zijn. Ook op globaal niveau zal de Verordening effect hebben. Zo heeft Japan per november 2013 Europa gevolgd door de meldings- en openbaarmakingsverplichtingen uit de Verordening te implementeren. Zullen in de toekomst meer jurisdicties Europa in deze volgen? En hoe houdt de Verordening zich staande in een toekomstige financiële crisis? Tot op heden lijkt Europa echter een adequaat antwoord te hebben gevonden op enkele fundamentele reguleringsbehoeftes rondom *short selling*.

## Literatuurlijst

### **AFM 2010**

AFM, *De staatsobligatiemarkt in Europees perspectief*, 2010, te raadplegen via <<http://www.afm.nl/~media/files/rapport/2010/staatsobligatiemarkt-in-europeesperspectief.ashx>>.

### **AIMA 2009**

AIMA, *The European Sovereign CDS Market*, 2009, te raadplegen via <[http://www.aima.org/filemanager/root/site\\_assets/regulatory\\_and\\_tax/20110408\\_research\\_sovereign\\_cds\\_paper.pdf](http://www.aima.org/filemanager/root/site_assets/regulatory_and_tax/20110408_research_sovereign_cds_paper.pdf)>.

### **AIMA 2010**

AIMA, *Position paper on the European Commission's Proposal for a Regulation on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps*, 2010, te raadplegen via <[www.aima.org/en/knowledge\\_centre/regulatory-and-tax/position-papers.cfm](http://www.aima.org/en/knowledge_centre/regulatory-and-tax/position-papers.cfm)>.

### **Ali 2009**

P. Ali, 'Short Selling and Securities Lending in the Midst of Falling and Volatile Markets', *Journal of International Banking Law & Regulation* 2009, p. 1-12.

### **ASIC 2011**

ASIC, *Regulatory guide 196: Short selling*, 2011, te raadplegen via <[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg196-short-selling-20110429-updated-ASX200-to-ASX300.pdf/\\$file/rg196-short-selling-20110429-updated-ASX200-to-ASX300.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg196-short-selling-20110429-updated-ASX200-to-ASX300.pdf/$file/rg196-short-selling-20110429-updated-ASX200-to-ASX300.pdf)>.

### **ASIC 2012a**

ASIC, *Short selling: Post-implementation review*, Report 302, 2012, te raadplegen via <[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep302-published-24-September-2012.pdf/\\$file/rep302published-24-September-2012.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep302-published-24-September-2012.pdf/$file/rep302published-24-September-2012.pdf)> .

### **ASIC 2012b**

ASIC, *Regulation Impact Statement. Short Sale Tagging*, 2012, te raadplegen via <[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/RIS-Short-Sale-Tagging-July-2012.pdf/\\$file/RIS-Short-Sale-Tagging-July-2012.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/RIS-Short-Sale-Tagging-July-2012.pdf/$file/RIS-Short-Sale-Tagging-July-2012.pdf)>.

**Avgouleas 2010**

E. Avgouleas, 'A New Framework For The Global Regulation Of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient', *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2010, p. 1-66.

**Battalio, Mehran & Schultz 2011**

R. Battalio, H. Mehran & P. Schultz, 'Market Declines: Is Banning Short Selling the Solution?', *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 2011, p. 1-18.

**Bernal, Herinckx & Szafarz 2012**

O. Bernal, A. Herinckx & A. Szafarz, 'Which Short-Selling Regulation is the Least Damaging to Market Efficiency? Evidence from Europe', *Centre Emile Berheim Working Paper* 2012, p. 1-45.

**Beber & Pagano 2009**

A. Beber & M. Pagano, 'Short-selling bans around the world: Evidence from 2007-2009 crisis', *Working Paper, Centre for Economic Policy Research*, 2009.

**Boehmer, Jones & Zang 2008**

Boehmer, Jones & Zhang, *Shackling short sellers: the 2008 shorting ban*, working paper, 18 November 2008.

**Bogaert 2010**

F. Bogaert, 'Het verbod op short selling', *Working Paper, Universiteit van Gent, Financial Law Institute Series* 2010, nr.3, p. 1-17.

**Branson 2009**

D.M. Branson, 'Nibbling at the Edges – Regulation of Short Selling: Stock Borrowing and Restoration of an Uptick Rule', *Univeristy of Pittsburgh Legal Studies Research Paper*, 2009, p. 1-39, te raadplegen via <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1364475](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364475)>.

**Bris, Goetzmann & Zhu 2007**

Bris, Goetzmann, Zhu, 'Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World', *Journal of Finance* 2007, p. 1029–1079.

**CESR 2009**

CESR, *Consultation Paper Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, 2009, te raadplegen via <[http://www.esma.europa.eu/system/files/09\\_581.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/09_581.pdf)>.

#### **CESR 2010a**

CESR, *Feedback statement, Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, 2010, te raadplegen via <[http://www.esma.europa.eu/system/files/10\\_089.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_089.pdf)>.

#### **CESR 2010b**

CESR, *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, 2010, te raadplegen via <[http://www.esma.europa.eu/system/files/10\\_088.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_088.pdf)>.

#### **Choi & Pritchard 2008**

S.J. Choi & A.C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, New York: Thomson/Foundation Press 2008.

#### **Christophe, Ferri & Angel 2004**

S.E. Christophe, M.G. Ferri & J. Angel, 'Short Selling Prior to Earnings Announcements', *Journal of Finance* 2004, p. 1845-1875.

#### **Clifton & Snape 2008**

M. Clifton & M. Snape, *The Effect of Short-Selling Restrictions on Liquidity: Evidence from the London Stock Exchange*, 2008, te raadplegen via <<http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/regulatory/short-selling-restriction-market-quality-december-2008.pdf>>.

#### **Corradin, Lo Duca & Sommacampagna 2012**

S. Corradin, M. Lo Duca & C. Sommacampagna, 'Do Option Pricing Reveal Short Sale Restrictions Impact on Banks' Stock Prices? The German Case', in: G.N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, Oxford: Elsevier 2012, p. 210-217.

#### **Corsten & Sinninghe Damsté 2008**

P.E.B. Corsten & M.H.C. Sinninghe Damsté, 'Nood breekt wet: het verbod op short selling', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2008, p. 286-290.

#### **Daniel & Lhabitant 2012**

J. Daniel & F. Lhabitant, 'New Regulatory Developments for Short Selling in Asia: A Review', in: G.N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, Oxford: Elsevier 2012, p. 304-313.

**Dorst & Van Swieten 2009**

D. Dorst & G.H. van Swieten, 'De short selling-maatregelen nader belicht', *Vennootschap & Onderneming* 2009, p. 9-12.

**Diamond & Verrecchia 1987**

D. Diamond & R.E. Verrecchia, 'Constraints on Short-selling and Asset Price Adjustment to Private Information', *Journal of financial economics* 1987, p. 277-311.

**Diether, Lee & Werner 2009**

K. Diether, K-H. Lee & I. Werner, 'Short-Sale Strategies and Return Predictability', *Review of Financial Studies* 2009, p. 575-607.

**Duynstee & Peters 2011**

D.J.F.F.M. Duynstee & F.M. Peters, 'Ondernemingsrechtelijke inpassing van aandelenderivaten', in: M. Holzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 149-172.

**El Hedi Arouri, Jawadi & Nguyen 2012**

M. El Hedi Arouri, F. Jawadi & D. K. Nguyen, 'Are Restrictions on Short Selling Good? A Look at European Markets', in: G.N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, Oxford: Elsevier 2012, p. 139-149.

**Elineau 2012**

R.B. Elineau, 'Regulating Short Selling in Europe After the Crisis', *International Law & Management Review* 2012, p. 62-86.

**ESMA 2013a**

ESMA, *Questions and Answers. Implementation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps (2<sup>nd</sup> UPDATE)*, 2013, te raadplegen via <<http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-159.pdf>>.

**ESMA 2013b**

ESMA, *Final Report. ESMA's technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps*, 2013, te raadplegen via <[http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-614\\_final\\_report\\_on\\_ssr\\_evaluation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-614_final_report_on_ssr_evaluation.pdf)>.

### **Eumedion 2011**

Eumedion, *Position paper over de gevolgen van synthetische constructies voor het Nederlandse effecten- en vennootschapsrecht*, 2011, te raadplegen via <[http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position\\_paper\\_hidden-ownership-en-empty-voting.pdf](http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position_paper_hidden-ownership-en-empty-voting.pdf)>.

### **Europese Commissie 2010a**

Europese Commissie, *Summary of the impact assessment*, SEC(2010) 1056, 2010, te raadplegen via <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/short\\_selling/resume\\_impact\\_assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/resume_impact_assessment_en.pdf)>.

### **Europese Commissie 2010b**

Europese Commissie, *Samenvatting van de effectenbeoordeling. Begeleidend document bij het voorstel voor een verordening van het Europese Parlement en de Raad betreffende baissetransacties en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps*, SEC(2010) 482, 2010, te raadplegen via <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/short\\_selling/resume\\_impact\\_assessment\\_nl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/resume_impact_assessment_nl.pdf)>.

### **Europese Commissie 2010c**

European Commission, *Proposal for a regulation on short selling and credit default swaps– Frequently Asked Questions*, MEMO/10/409, 2010, te raadplegen via <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-10-409\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-409_en.htm)>.

### **Europese Commissie 2010d**

Europese Commissie, *Impact Assessment, Accompanying document to the Proposal for a Regulation on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, SEC (2010) 1055, 2010, te raadplegen via <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/short\\_selling/2010\\_0915\\_impact\\_assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/2010_0915_impact_assessment_en.pdf)>.

### **Europese Commissie 2010e**

European Commission (Staff), *Report on sovereign CDS*, 2010, te raadplegen via <<http://www.fd.nl/csFDArtikelen/WEB-HFD/y2010/m12/d06/20852775>>.

### **FSA 2009**

FSA, *Short Selling, Discussion Paper 09/1*, 2009, te raadplegen via <[http://www.fsa.gov.uk/pub/discussion/dp09\\_01.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pub/discussion/dp09_01.pdf)>.

**Gruenewald, Wagner & Weber 2009**

S.N. Gruenewald, A.F. Wagner & R.H. Weber, 'Short Selling after the Financial Crisis – First Principles Revisited', *International Journal of Disclosure and Regulation* 2009, p. 108-135.

**Grundmann-van de Krol 2010**

C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010.

**Hijink 2009**

S. Hijink, 'Tijdelijke AFM-Regeling inzake Melding van Short Posities', *Ondernemingsrecht* 2009, p. 412- 415.

**Van Hoorn 2012**

V. Van Hoorn, 'Short selling en credit default swaps: een overzicht van EU-verordening nr. 236/2012', *Vennootschap & Onderneming* 2012, p. 134-139.

**Hu & Black 2006**

H.T.C. Hu & B. Black, 'The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership', *Southern California Law Review* 2006, p. 811-908.

**Hu & Black 2007**

H.T.C. Hu & B. Black, 'Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership', *Journal of Corporate Finance* 2007, p. 343-367.

**IMF 2013**

IMF, *A New Look at the Role of Sovereign Credit Default Swaps*, 2013, te raadplegen via <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/c2.pdf>>.

**IOSCO 2009**

IOSCO, *Regulation of Short Selling – Final Report*, 2009, te raadplegen via <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>>.

**Jalink 2012**

I. Jalink, 'Introductie van een meldingsplicht voor synthetische kapitaalbelangen in uitgevende instellingen per 1 januari 2012', *Vennootschap & Onderneming* 2012, p. 8-15.



**De Jong 2009**

E.N. de Jong, 'Handel in *credit default swaps* met voorwetenschap: slim of strafbaar?', *Vennootschap & Onderneming* 2009, p. 156-159.

**Juurikkala 2012**

O. Juurikkala, 'Credit Default Swaps and the EU Short Selling Regulation: A Critical Analysis', *European Company and Financial Law Review* 2012, p. 308-341.

**Kuilman & Poelgeest 2009**

M. Kuilman & J.M. Poelgeest, 'De (tijdelijke) maatregelen tegen *short selling* in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten', *Onderneming & Financiering* 2009, p. 40-58.

**Licht 1998**

A.N. Licht, 'Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets', *Virginia Journal of International Law* 1998, p. 563-638.

**Luyér & Van den Broek 2009**

J. Luyér & M.M. van den Broek, 'Naar een meldingsplicht van aandelenderivaten', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2009, p. 27-34.

**Maatman & Raaijmakers 2006**

R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 256-262.

**Marsh & Niemer 2008**

I.W. Marsh & N. Niemer, *The Impact of Short Sales Restrictions*, te raadplegen via <[http://www.cass.city.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0015/134403/the-impact-of-short-salesrestrictions.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0015/134403/the-impact-of-short-salesrestrictions.pdf)>.

**McGavin 2010**

K. McGavin, 'Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States', *Northwestern Journal of International Law & Business* 2010, p. 201-239.

**Oliver Wyman 2010**

Oliver Wyman, *The effects of short-selling public disclosure regimes on equity markets A comparative analysis of US and European markets*, 2010, te raadplegen via <<http://www.oliverwyman.com/short-selling-public-disclosures.htm>>.

#### **Oppelaar 2008**

H.V. Oppelaar, 'Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 552-554.

#### **Palombo 2010**

M.W. Palombo, 'The Short-Changing of Investors. Why a Short Sale Price Test Rule Is Necessary In Today's Markets', *Brooklyn Law Review* 2010, p. 1447-1488.

#### **Payne 2012**

J. Payne, 'Regulating Short Selling and Its Reform in Europe', *European Business Organizational Law Review* 2012, p. 413-440.

#### **Peeters 2005**

M. Peeters, 'OTC-derivaten, beurs-effecten en risico's', *Vennootschap & Onderneming* 2005, p. 63-77.

#### **Peeters 2012**

M. Peeters, 'Over short selling', *Ars Aequi* 2012, p. 189-197.

#### **Pekarek & Cherkaoui 2012**

E. Pekarek & S. Cherkaoui, 'Off-Shore Short Sales after Morrison: Will the Securities Exchange Commission Be Emboldened or Constrained?', in: G.N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, Oxford: Elsevier 2012, p. 65-83.

#### **Pekarek & Lufrano 2012**

E. Pekarek & C. Lufrano, 'The Goldman Sachs Swaps Shop: An Examination of Synthetic Short Selling through Credit Default Swaps and Implications of Securities and Exchange Commission v. Goldman Sachs & Co., et al.', in: G.N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, Oxford: Elsevier 2012, p. 16-62.

#### **Pollack 1986**

I. Pollack, *Short-sale regulation of NASDAQ securities*, Washington: National Association of Securities Dealers, 1986, p. 1-86.

**Raaijmakers 2007**

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen', in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders* (Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2007), Deventer: Kluwer 2007, p. 1-72.

**Rank 2009**

W.A.K. Rank, 'OTC-Derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing' *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2009, p. 111-123.

**Rosmalen 2008**

S. Rosmalen, 'Empty voting, alsof het niet is... Securities lending en het uitoefenen van stemrechten', *Ars Aequi* 2008, p. 693-703.

**Russi & Rosati 2012**

D. Russi & S. Rosati, 'Short Selling, Clearing and Settlement in Europe: Relations and Implications', in: G.N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, Oxford: Elsevier 2012, p. 152-167.

**Saffi & Sigurdson 2011**

P.A.C. Saffi & K. Sigurdson, 'Price Efficiency and Short Selling', *Review of Finance Studies* 2011, p. 821-852.

**Van Schilfgaarde/Winter 2009**

P. van Schilfgaarde/J. Winter (bew.), *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009.

**Schouten 2010**

M.C. Schouten, 'Toenemende transparantieplichtingen voor aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2010, p. 96-103.

**Shadab 2012**

H.B. Shadab, 'Regulating Short Sales in the 21st Century', in: G.N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, Oxford: Elsevier 2012, p. 86-95.

**Sheenan 2009**

K. Sheenan, 'Principled Regulatory Action? The Case of Short Selling', *Working Paper* 2009, te raadplegen via <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1368531](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368531)>.

**Squires 2013**

S. Squires, 'Going Long and Shorts', *University of Miami Law Review* 2013, Forthcoming, te raadplegen via <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2304277](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2304277)>.

**Stanley 2009**

C.A. Stanley, 'The Panic Effect: Possible Unintended Consequences of the Temporary Bans on Short Selling Enacted During the 2008 Financial Crisis', *Entrepreneurial Business Law Journal* 2009, p. 277-293.

**Stefanini 2006**

F. Stefanini, *Investment Strategies of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons Ltd 2006.

**Van Vliet 2008**

L.P.W. van Vliet, 'De kredietcrisis en de financiëlezekerheidsovereenkomst. Repurchase agreements, securities lending en margin accounts', *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht* 2008, p. 426-431.

**Wissing 2013**

S.A. Wissing, 'Meldingsplichten voor beleggers na de Wet Corporate Governance', *Tijdschrift voor Venootschaps- en Rechtspersonenrecht* 2013, p. 109-119.

**Zlotnikova 2010**

E. Zlotnikova, 'The Global Dilemma in Short Selling Regulation: IOSCO's Information Disclosure Proposals and the Potential for Regulatory Arbitrage', *Brooklyn Journal of International Law* 2010, p. 965-996.