

Vergaderjaar 2008–2009

**31 371**

**Kredietcrisis**

**Nr. 86**

**BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 15 januari 2009

In het eerste deel van deze brief informeer ik u over de door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) bekendgemaakte verlenging van de «Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling» in financiële ondernemingen. In het tweede deel van de brief wil ik u op de hoogte stellen van de uitkomsten van de gesprekken die met deskundigen zijn gevoerd ter uitvoering van de toezegging die is gedaan in de beantwoording van de vragen van de leden Omtzigt, De Nerée tot Babberich en Blanksma-van den Heuvel<sup>1</sup>.

### **I Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling**

Gezien de aanhoudende uitzonderlijke marktomstandigheden en gelet op de maatregelen die getroffen zijn in de ons omringende landen heeft de AFM bekendgemaakt de «Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling» te verlengen tot 28 februari 2009. Voortbouwend op de gesprekken waarvan ik hier verslag doe, heeft de AFM zelfstandig marktpartijen informeel geconsulteerd. Deze consultatie heeft geen eenduidig beeld opgeleverd over de wenselijkheid om de maatregelen te handhaven danwel af te schaffen. De verlenging biedt tevens de mogelijkheid om de duur en de reikwijdte van de verschillende Europese maatregelen op elkaar af te stemmen. De regeling zou oorspronkelijk vervallen per 17 januari 2009. De in de regeling opgenomen meldingsplicht van een netto short positie vanaf 0,25 procent van het aandelenkapitaal van financiële ondernemingen alsmede het verbod op het creëren of uitbreiden van een netto short positie in financiële ondernemingen worden door deze verlenging gehandhaafd. De maatregel is getroffen om de integriteit en de goede werking van de financiële markten te bevorderen. Zowel de duur als de inhoud van de maatregel kan tussentijds worden gewijzigd. Mocht dit aan de orde komen, zal ik u hierover vanzelfsprekend berichten.

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2007/08, nr. 2946; Kamerstukken II 2007/08, nr. 3246.

## II Nadere analyse short selling

In mijn beantwoording van de vragen van de leden Omtzigt, De Nerée tot Babberich en Blanksma-van den Heuvel<sup>1</sup> heb ik u toegezegd samen met de Autoriteit Financiële Markten (AFM) aandacht te besteden aan de vraag of in de Nederlandse situatie redenen besloten liggen om nadere maatregelen met betrekking tot short selling te treffen. Ter uitvoering hiervan zijn gesprekken gevoerd met diverse deskundigen. Bij deze gesprekken kwamen zowel de rol die short selling speelt in het functioneren van de financiële markten als de risico's van short selling in bijzondere markt-omstandigheden aan de orde. Met deze brief wil ik u op de hoogte stellen van de uitkomsten van de gesprekken met deskundigen.

Om te bezien of in de Nederlandse situatie redenen besloten liggen om nadere maatregelen inzake short selling te treffen, heeft het ministerie van Financiën samen met de AFM gesprekken gevoerd met diverse deskundigen uit de markt (grootbanken, handelshuizen en institutionele beleggers) en met wetenschappers. Deze gesprekken zijn gevoerd tegen de achtergrond van uitzonderlijke marktomstandigheden, waarin door een groot aantal verschillende toezichthouders binnen en buiten de Europese Unie tijdelijke maatregelen inzake (naked) short selling zijn genomen. Ook de AFM heeft onder deze uitzonderlijke marktomstandigheden tijdelijke maatregelen inzake (naked) short selling genomen. Gelet op de volatiliteit en negatieve koersontwikkeling van een aantal Nederlandse financiële instellingen heeft de AFM willen voorkomen dat er een speculatieve neerwaartse druk op de koersen zou ontstaan. Naast zorgen om marktmanipulatie bestond het risico dat beleggers die wilden speculeren op koersdalingen van financiële ondernemingen zich vanwege de door andere toezichthouders getroffen maatregelen op Nederlandse financiële ondernemingen zouden concentreren.

Mede naar aanleiding hiervan is op 11 oktober 2008 de «Wet van 9 oktober tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met het kunnen vaststellen van tijdelijke voorschriften ter bevordering van ordelijke en transparante financiële marktprocessen en de stabiliteit van de financiële sector»<sup>2</sup> in werking getreden. Deze wijziging van de Wet op het financieel toezicht regelt dat onder bijzondere omstandigheden, tijdelijke maatregelen door de toezichthouders kunnen worden getroffen om de onrust op de financiële markten te beteugelen. Bijzondere omstandigheden kunnen zich voordoen bij grote en onbeheerste marktbevingen die tot ernstige onrust in de financiële sector leiden of bij andere ontwikkelingen die de stabiliteit van de financiële sector betreffen. Uit de gesprekken met de deskundigen blijkt dat er in het algemeen begrip bestaat voor het nemen van tijdelijke maatregelen tegen short selling, de wenselijkheid van maatregelen op lange termijn wordt daarentegen betwijfeld. Ook is men ervan overtuigd dat de bijzondere omstandigheden op de financiële markten ingrijpen van overheden en toezichthouders onvermijdelijk maakten.

Een short positie is een negatieve blootstelling aan de koersontwikkeling van een aandeel en dus een manier om te anticiperen en speculeren op een koersdaling. Short selling is een beleggingsactiviteit waarbij effecten worden verkocht die de verkoper niet bezit op het moment van verkoop. Bij covered short selling leent de verkoper de aandelen via securities lending tijdelijk van een andere, vaak institutionele, belegger om aan zijn leveringsverplichting te kunnen voldoen. Bij het lenen heeft de verkoper de verplichting om op een later tijdstip terug te leveren tegen betaling van een leenvergoeding. Bij naked short selling daarentegen heeft de verkoper de aandelen noch in zijn bezit noch geleend. Short selling is, naast

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2007/08, nr. 2946; Kamerstukken II 2007/08, nr. 3246.

<sup>2</sup> Stb. 2008, 394.

bijvoorbeeld het kopen van een putoptie, een van de manieren om een short positie in te nemen.

Marktpartijen hebben aangegeven dat short selling bijdraagt aan de liquiditeit in de financiële markten doordat short sellers bereid zijn transacties aan te gaan op een moment dat andere marktpartijen dat niet zijn. Deze bereidheid kan zowel voortkomen uit de wens om zelf een short positie in te nemen om te speculeren op een koersdaling, als uit de wens een tegenovergestelde positie af te dekken om juist geen koersrisico te lopen. Het afdekken van posities is met name van belang voor market makers, die doorlopend bereid zijn transacties aan te gaan in bepaalde financiële instrumenten. Daarnaast draagt short selling direct bij aan een goede koersvorming doordat ook beleggers die geen aandelen bezitten hun negatieve verwachtingen met short selling in de markt kunnen brengen. Onder normale marktomstandigheden biedt dit de mogelijkheid overwaarding van bepaalde aandelen tegen te gaan.

Ten aanzien van de mogelijkheid tot het innemen van een short positie, hebben de meeste deskundigen erop gewezen dat speculeren op een koersstijging niet wezenlijk verschilt van speculeren op een koersdaling. De financiële markten zijn gebaseerd op acties die voortvloeien uit tegenovergestelde verwachtingen van partijen en beide zijden zijn nodig om tot een transactie te kunnen komen. Daarbij dient opgemerkt te worden dat meer liquide aandelen in het algemeen een hogere beurskoers hebben. Ook is gewezen op het belang van financiële instrumenten die het innemen van een short positie mogelijk maken, zoals putopties. Deze instrumenten worden voor een zeer belangrijk deel gebruikt om het risico van koersdalingen juist af te dekken, ook door particulieren. Dit neemt niet weg dat een belegger die een short positie heeft ingenomen, zou kunnen proberen de markt te beïnvloeden in de hoop op een koersdaling, bijvoorbeeld door de verspreiding van negatieve berichten over een onderneming. Sommige deskundigen achten dit risico niet uitgesloten. Zij zien echter niet het innemen van een short positie maar het verspreiden van geruchten als het primaire probleem.

Anderen zijn van mening dat de bijzondere omstandigheden op de financiële markten en de omstandigheid dat een groot aantal andere (Euronext) landen binnen en buiten de Europese Unie maatregelen inzake short selling hadden getroffen, ingrijpen van toezichthouders onvermijdelijk maakten. De omstandigheid dat de toezichthouders van alle relevante landen binnen en buiten de Europese Unie maatregelen hadden getroffen, bracht in de ogen van een aantal gesproken partijen het risico met zich mee dat speculatie zich zou concentreren op Nederlandse financiële ondernemingen. De meeste deskundigen gaven hierbij aan dat het feit dat de maatregelen onverwacht en zonder consultatie zijn afgekondigd, leidde tot onduidelijkheid over de reikwijdte en de interpretatie van de verschillende maatregelen.

Men heeft echter vragen over de effectiviteit van deze maatregelen op korte termijn en de wenselijkheid van het continueren van deze maatregelen op langere termijn. Gewezen wordt op de omstandigheid dat de koersontwikkeling van financiële ondernemingen vooral gedreven lijkt te worden door het afbouwen van bestaande belangen en niet door het innemen van speculatieve posities. Ook wijst men erop dat maatregelen tegen short selling de liquiditeit in de markt beperken en het verschil tussen bied- en laatprijzen vergroten.

Ook is de internationale inconsistentie ten aanzien van maatregelen inzake short selling onder de aandacht gebracht. Het gebrek aan internationale afstemming van genomen maatregelen leidde ertoe dat maatregelen van

individuele landen allemaal hun eigen specifieke kenmerken, vrijstellingen en uitzonderingen kenden. Als gevolg van de internationaal uiteenlopende regels werd de compliance-functie van internationaal opererende partijen zwaarder belast. De AFM houdt in CESR-verband contact met andere Europese toezichthouders en werkt aan de bevordering van internationale consistentie. Voorts heeft de Europese Commissie in dit kader een publieke consultatie over hedge fondsen gelanceerd waar short selling een onderdeel van uitmaakt.<sup>1</sup>

Samenvattend achten de deskundigen een generiek verbod op short selling niet wenselijk, maar erkennen dat short selling onder bepaalde, zeer specifieke, bijzondere marktomstandigheden ongewenste neveneffecten kan hebben. In de huidige Nederlandse situatie liggen mijns inziens geen redenen besloten om na de verlenging van de «Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling» permanente verdergaande maatregelen met betrekking tot dit onderwerp te treffen. Uiteraard zal ik de ontwikkelingen op (internationale) markten blijven volgen en in Europees verband aandacht vragen voor internationale consistentie.

De minister van Financiën,  
W. J. Bos

---

<sup>1</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/hedgefunds/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgefunds/consultation_paper_en.pdf)