



De Minister van Financiën  
Korte Voorhout 7  
Postbus 20201  
2500 EE DEN HAAG

Datum	16 december 2009
Ons kenmerk	SBI-JJo-09120512
Pagina	1 van 6
Telefoon	020 - 797 27 39
E-mail	Anne.de.Graaf@afm.nl
Betreft	AFM-maatregelen inzake short selling

Geachte heer Bos,

In het kader van de evaluatie van de 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 heeft u de AFM gevraagd een onderbouwing te geven van haar maatregelen inzake short selling. Met deze brief voldoen wij graag aan uw verzoek.

## 1. Inleiding

Short selling is een legitieme activiteit, die positieve effecten heeft voor beleggers en de handel. Onder bijzondere marktomstandigheden kan short selling echter een negatieve invloed hebben op de goede werking en daarmee de stabiliteit van de financiële markt. De AFM heeft daarom tijdelijke maatregelen genomen om short selling te beperken en transparant te maken.

De AFM heeft deze maatregelen getroffen op basis van twee verschillende wettelijke grondslagen. De AFM heeft op grond van artikel 1:28, lid 3 Wft de bevoegdheid om in geval van bijzondere omstandigheden tijdelijk algemeen verbindende voorschriften vast te stellen ter bevordering van ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen. Daarnaast heeft de AFM op grond van artikel 5:58, lid 3 Wft de bevoegdheid om categorieën transacties of handelsorders aan te merken die geacht worden onder het verbod van marktmanipulatie als bedoeld in artikel 5:58, lid 1 Wft te vallen.

Deze brief gaat in op de wijze waarop de AFM deze bevoegdheden heeft gebruikt. Allereerst wordt ingegaan op de algemene overwegingen voor het gebruik van genoemde bevoegdheden ten aanzien van

short selling. Vervolgens worden de achtereenvolgens genomen maatregelen beschreven en onderbouwd. Tot slot wordt ingegaan op de handhaving van de genomen maatregelen.

## 2. Algemene overwegingen

Short selling is een legitieme en waardevolle beleggingstechniek en -activiteit. Het verbieden of beperken ervan is ingrijpend. Short selling is belangrijk voor individuele beleggers: speculeren op een neergaande aandelenkoers is een legitieme beleggingsstrategie en het afdekken van economisch risico beperkt het risico op verliezen. Daarnaast heeft short selling ook voordelen voor de markt als geheel. Short selling vergroot de liquiditeit in de markt, omdat short sellers bereid zijn te handelen op een moment waarop anderen dat niet zijn. Zij zijn immers bereid een aandeel te verkopen, terwijl degene van wie ze het geleend hebben dat niet was. Short selling verbetert ook de prijsvorming, doordat negatieve verwachtingen sneller in de koersen van overgewaardeerde aandelen verwerkt worden.

Naast deze voordelen draagt short selling ook een tweetal risico's in zich. Ten eerste bestaat het risico op koersmanipulatie. Een short seller kan van zijn positie profiteren door andere beleggers ervan te overtuigen dat het aandeel is overgewaardeerd. De informatie die hij daarbij verspreidt, kan onjuist en manipulatief zijn. Dit risico is het spiegelbeeld van een long seller die positieve geruchten verspreidt in de hoop zijn aandelen tegen een hogere koers te kunnen verkopen.

Een tweede risico is dat er meer aandelen verkocht worden dan er beschikbaar zijn. Dat betekent dat de koers ondergewaardeerd raakt. Oververkoop brengt tevens met zich mee dat short sellers onvoldoende aandelen kunnen kopen of lenen om aan hun leveringsverplichtingen te voldoen. Dit is zowel een risico voor de short seller zelf, als voor de uitlener en de markt als geheel. De short seller heeft de verplichting de geleende aandelen terug te geven. Als hij in gebreke blijft, zal de beurs hem daar een boete voor rekenen. Andere marktpartijen kunnen van die situatie profiteren door een hoge prijs te vragen in de verwachting dat de short seller de aandelen tegen die hogere prijs zal moeten kopen. De short seller zit dan in een zogenaamde "short squeeze".

### *Kredietcrisis*

De bijzondere marktomstandigheden die tijdens de kredietcrisis heersen, vergroten de risico's die gepaard gaan met short selling. Na de zomer van 2008 werd dit goed zichtbaar. De beurskoersen van financiële instellingen stonden onder sterke druk door de verslechterde omstandigheden en reageerden hevig op slecht nieuws. In dergelijke omstandigheden kan een verstoring van ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen leiden tot financiële instabiliteit.

Het doel van de door de AFM genomen maatregelen was voorkomen dat Nederlandse financiële instellingen door short selling in de problemen zouden komen. Een financiële instelling is afhankelijk van vertrouwen. De beurskoers wordt gezien als een indicator van het vertrouwen in een instelling. Als de beurskoers neerwaarts gemanipuleerd wordt, kan dat de stabiliteit van een financiële instelling bedreigen.

De AFM wilde daarom voorkomen dat ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen verstoord zouden worden. Het reguliere toezicht op marktmisbruik is echter *ex post*. Als short selling de stabiliteit van een Nederlandse financiële instelling zou bedreigen, kan de AFM met haar reguliere instrumentarium slechts achteraf een boete uitdelen voor het overtreden van het verbod op marktmanipulatie. Preventieve maatregelen ter bevordering van ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen waren daarom wenselijk.

De maatregelen dienen te allen tijde proportioneel te zijn aan de risico's en de heersende marktomstandigheden. De AFM houdt daarom haar maatregelen continue tegen het licht. In onderstaande paragraaf worden de genomen maatregelen beschreven en wordt de onderbouwing ervan toegelicht.

### **3. Genomen maatregelen en onderbouwing**

#### *Maatregelen, 21 september 2008*

Op 21 september 2008 kondigde de AFM haar eerste maatregelen inzake short selling af. Onder deze maatregelen diende elke verkooporder in aandelen van Nederlandse financials volledig gedekt te zijn door het betreffende aandeel of gerelateerde derivaten. Dit betekende een verbod op het ongedekt verkopen van (certificaten van) aandelen, het zogeheten "naked short selling". De maatregelen waren bedoeld om te 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 bedoeld in artikel 5:58, lid 1 Wft.

De AFM nam deze maatregelen op grond van haar bevoegdheid om categorieën transacties of handelsorders aan te merken die geacht worden onder het verbod van marktmanipulatie als bedoeld in artikel 5:58, lid 1 Wft te vallen. Deze bevoegdheid is in de Wet van 9 oktober 2008 verduidelijkt in artikel 5:58, lid 3 Wft.

Naast het verbod op naked short selling bestonden de maatregelen ook uit het verzoek aan marktpartijen geen aandelen uit te lenen. Tevens verzocht de AFM netto short posities groter dan 0,25% op dagelijkse basis per aandeel te rapporteren. Het verbod op naked short selling in combinatie met het verzoek tot niet uitlenen kwam in de praktijk neer op een verbod op short selling. Netto short posities konden nog slechts worden ingenomen via de derivatenmarkt en moesten, boven een bepaalde drempel, aan de toezichthouder bekend gemaakt worden.

De AFM nam deze maatregelen in een periode van sterk dalende koersen van financials en onrust op de financiële markten. De stabiliteit van Nederlandse financiële instellingen en het vertrouwen in de financiële sector stonden onder druk: de marktomstandigheden werden gekenmerkt door sterke koersdalingen, hoge volatiliteit, wisselende liquiditeit en oplopende CDS-premies. Tevens waren er pieken in verhandelde put opties, hetgeen wijst op sterk negatieve verwachtingen in de markt. De AFM besloot na overleg met het ministerie van Financiën preventieve maatregelen te nemen om verdere, neergaande druk op de Nederlandse financiële instellingen te voorkomen. DNB verwelkomde deze aankondiging vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit.

De door andere toezichthouders genomen maatregelen en signalen van Nederlandse financiële instellingen waren doorslaggevendende factoren. Gegeven de door andere toezichthouders in Europa en de Verenigde Staten ingestelde verboden op short selling, was de zorg dat short selling activiteit zich zou concentreren op Nederlandse financials. Internationale consistentie was voor de AFM een van de belangrijkste overwegingen voor de inhoud van de genomen maatregelen.

Deze maatregelen waren op hoofdlijnen in lijn met de maatregelen die in dezelfde periode in de andere Euronext-landen waren afgekondigd, maar gingen tegelijk minder ver dan de short sell maatregelen van het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

Mede door de snelheid waarmee Europese toezichthouders maatregelen hebben genomen, is het niet mogelijk gebleken de maatregelen inhoudelijk op elkaar af te stemmen. Hierbij speelt ook mee dat de grondslag voor de genomen maatregelen op Europees niveau niet geharmoniseerd is. Het ontbreken van een gemeenschappelijke grondslag en doelstelling heeft de divergentie van Europese maatregelen versterkt.

#### *Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling, 5 oktober 2008*

Vanwege de onveranderd uitzonderlijke marktomstandigheden kondigde de AFM op 5 oktober 2008 haar Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling ('TRISS') af. De AFM stelde TRISS in op grond van artikel 5:58, lid 3 Wft alsmede op grond van de bevoegdheid op grond van artikel 1:28, lid 3 Wft in geval van bijzondere omstandigheden tijdelijk algemeen verbindende voorschriften vast te stellen ter bevordering van ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen. Deze maatregel werd ingesteld voor een termijn van dertig dagen.

TRISS verschilde op enkele punten van de in september 2008 genomen maatregelen. Het verbieden van naked short selling sloot gezien de strenge Nederlandse settlement discipline niet goed aan op de Nederlandse markt. De AFM koos daarom voor een ingrijpender en meer marktgericht verbod, dat consistent was met de maatregelen die waren afgekondigd door de FSA vanwege het grote aandeel van Londen in de handel in Nederlandse aandelen.

In aansluiting op de in het Verenigd Koninkrijk genomen maatregelen bestond TRISS uit i) een verbod op het creëren en vergroten van netto short posities en ii) een meldingsplicht voor bestaande short posities groter dan of gelijk aan 0,25%. TRISS kent een op de FSA-maatregel gebaseerde vrijstelling voor market makers. Naked short selling was onder TRISS niet verboden. Het ongedekt verkopen van een aandeel was mogelijk, mits de verkoper daarmee geen netto short positie innam.

#### *Verlenging TRISS*

Gelet op aanhoudend uitzonderlijke marktomstandigheden en omwille van internationale consistentie heeft de AFM de maatregel verschillende keren ongewijzigd verlengd, eerst tot 16 januari 2009, en na een informele consultatie opnieuw tot 28 februari 2009. Ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, het vertrouwen in en de stabiliteit van de financiële markt stonden eind 2008, begin 2009 onveranderd

onder druk. De kredietcrisis hield aan en had tot gevolg dat koersen zeer sensitief bleven voor nieuws, wat leidde tot hoge volatiliteit. Ook bleef de zorg bestaan dat de door toezichthouders op belangrijke Europese markten genomen maatregelen ertoe zouden leiden dat short selling activiteiten zich zouden concentreren op de Nederlandse markt.

In februari 2009 heeft de AFM marktpartijen formeel geconsulteerd over de wenselijkheid van het voortzetten van de maatregel. Deze consultatie leverde geen eenduidig oordeel op over de noodzaak TRISS te verlengen. Een aantal marktpartijen sprak zich uit tegen verlenging van de genomen maatregelen. Tegelijkertijd gaven enkele belanghebbenden aan grote waarde te hechten aan verlenging. Ondanks de lichte verbetering in marktomstandigheden vergeleken met eind 2008 waren de koersen nog steeds volatiel en zeer sensitief voor slecht nieuws. De AFM besloot TRISS voor de laatste maal ongewijzigd te verlengen tot uiterlijk 1 juni 2009. Hierbij werd reeds opgemerkt dat de AFM de intentie had het verbod op een netto short positie af te schaffen zodra marktomstandigheden dit zouden toelaten.

Het nemen van een tijdelijke maatregel op grond van artikel 1:28, lid 3 Wft vereist publicatie in de Staatscourant. Door deze vereiste kan een maatregel pas na minimaal drie dagen van kracht zijn. De AFM kan daardoor niet meteen ingrijpen op basis van ontwikkelingen gedurende een handelsdag.

Een punt van aandacht ten aanzien van de reikwijdte van maatregelen genomen op grond van artikel 5:58, lid 3 Wft zijn de zogeheten dual listings; verhandeling van Nederlandse financials op handelsplatformen buiten Nederland. De reikwijdte van deze bepaling strekt zich uit tot orders en transacties die in of vanuit Nederland tot stand worden gebracht. Bij dual listings is het mogelijk dat een buitenlandse partij op een buitenlands handelsplatform een order of transactie tot stand brengt, zonder onder de AFM-maatregel te vallen.

#### *Afschaffing TRISS, invoering meldingsplicht*

In mei 2009 schafte de AFM haar tijdelijke verbod op het innemen van een netto short positie af. Tegelijkertijd nam zij een nieuwe maatregel, om de in het verbod vervatte meldingsplicht te handhaven. Gezien het belang van short selling voor de prijsvorming, het afdekken van ongewenste risico's en investeringsmogelijkheden, achtte de AFM het onwenselijk het verbod langer van kracht te laten zijn dan strikt noodzakelijk. De kredietcrisis duurde voort, maar marktomstandigheden waren minder extreem. Toezichthouders in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk hadden hun verboden al eerder afgeschaft.

De marktomstandigheden vroegen echter nog om waakzaamheid. De AFM maakte daarom opnieuw gebruik van haar bevoegdheid en voerde op grond van artikel 1:28, lid 3 Wft een Tijdelijke Regeling Inzake Melding Short Posities in. Deze kwam inhoudelijk overeen met de meldingsplicht zoals die onder het verbod van kracht was. Wel voerde de AFM in navolging van de FSA additionele drempels in om de administratieve lasten te beperken. Significante short posities hoefden daardoor niet meer dagelijks te worden gemeld, maar alleen bij het bereiken, overschrijden of onderschrijden van bepaalde drempelwaarden. Deze meldingsplicht stelt de AFM in staat significante short posities in de gaten te houden en maakt verbanden

Datum 16 december 2009  
Ons kenmerk SBI-JJo-09120512  
Pagina 6 van 6

tussen short posities en manipulatieve strategieën zichtbaar. Deze maatregel werd ingesteld tot 1 januari 2010.

De meldingsplicht is van toepassing op short posities in alle Nederlandse financials. Daarom breidde de AFM in oktober 2009 de reikwijdte uit naar Delta Lloyd, dat een beursnotering kreeg.

De AFM heeft TRIMSP in december 2009 verlengd. Zij trekt deze regeling in zodra de marktomstandigheden dat toelaten.

#### 4. Handhaving

Allereerst moet worden opgemerkt dat de AFM onder haar geheimhoudingsplicht geen informatie kan geven over individuele onderzoeken naar mogelijke overtreding van de maatregelen.

De door de AFM gevolgde handhavingstrategie is gebaseerd op haar bestaande instrumentarium. Op basis van openbare informatie zoekt de AFM naar signalen van mogelijk marktmisbruik of overtreding van een meldingsregeling. De AFM ziet weliswaar de transacties in aandelen die op de markten tot stand komen, maar heeft geen directe toegang tot de individuele posities die worden ingenomen. Om deze signalen te kunnen onderzoeken, is de AFM daarom afhankelijk van informatie van instellingen.

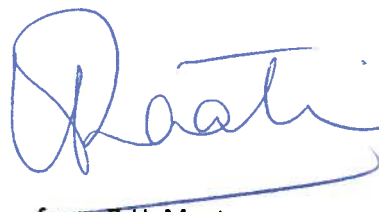
De AFM heeft enkele malen gebruik gemaakt van haar bevoegdheid om informatieverzoeken te doen. Het verkopen van aandelen en het kopen van put-opties kan leiden tot een short positie. Ten tijde van het verbod op het innemen van een netto short positie heeft de AFM partijen die veel aandelen hebben verkocht of veel put-opties hebben gekocht, informatieverzoeken gestuurd om te vragen of ze een netto short positie hadden. Onder de meldingsplicht heeft de AFM de grootste verkopers in de markt in individuele fondsen aangeschreven om te vragen wat hun netto short positie was. De AFM heeft enkele partijen normoverdragende brieven gestuurd. Ernstige overtredingen is zij niet tegengekomen.

De AFM blijft zich in CESR-verband inspannen voor permanente Europese maatregelen die de transparantie van short selling vergroten.

Hoogachtend,  
Autoriteit Financiële Markten



drs. J.F. Hoogervorst MA  
Bestuursvoorzitter



prof. mr. R.H. Maatman  
Bestuurslid