

Vergaderjaar 2008–2009

**31 724**

## **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**

**C**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Eerste Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 21 november 2008

Tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel «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» van uw Kamer, gehouden op 7 oktober 2008, is securities lending aan de orde gekomen. Toegezegd is om u voor de algemene financiële beschouwingen, voor zover op dat moment mogelijk, een uiteenzetting te geven over de Nederlandse situatie inzake securities lending. Daarbij zou tevens aandacht worden besteed aan de bij de regering bekende informatie over een Europees onderzoek met betrekking tot dit onderwerp.

Onder securities lending wordt in de praktijk verstaan: het tijdelijk inlenen van een bepaald aantal aandelen onder de verplichting van teruglevering van eenzelfde hoeveelheid aandelen op een later moment in de tijd. De uitlener ontvangt hiervoor een bepaalde vergoeding; de uitlener genereert extra rendement op aandelen die hij voorlopig toch niet wenst te verkopen.

Hoewel in algemene zin geldt dat securities lending een positieve bijdrage kan leveren aan de liquiditeit in de markt en een efficiënte werking van de financiële markten (securities lending vermindert bijvoorbeeld het risico op het niet nakomen van leveringsverplichtingen), is het denkbaar dat securities lending in bepaalde situaties ongewenste neveneffecten met zich kan meebrengen.

Een aandachtspunt hierbij is dat het beleid geënt moet zijn op het zoveel mogelijk beperken van deze ongewenste nevenaspecten. Enerzijds kan hierbij gedacht worden in de sfeer van short selling, waardoor er onder bijzondere omstandigheden een onbeheerste neerwaartse druk op de koersen kan ontstaan. Anderzijds in de sfeer van corporate governance, waaronder securities lending met het (uitsluitende) oogmerk om stemrechten te verkrijgen. Op deze punten zal hieronder nader worden ingegaan.

### *Short selling*

Short-selling is een beleggingsactiviteit waarbij effecten worden verkocht die de verkoper nog niet bezit op het moment van verkoop. De verkoper leent via securities lending de aandelen tijdelijk van een andere, vaak institutionele, aandeelhouder om aan zijn leveringsverplichting te kunnen voldoen.

Tijdens de plenaire behandeling van de Eerste Kamer van het wetsvoorstel «Wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met het kunnen vaststellen van tijdelijke voorschriften ter bevordering van orde-lijke en transparante financiële marktprocessen en de stabiliteit van de financiële sector», gehouden 7 oktober 2008, is de vraag gerezen of securities lending verboden zou moeten worden.

Met de hierboven genoemde wijziging van de Wet op het financieel toezicht wordt onder andere geregeld 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 markt-bewegingen die tot ernstige onrust in de financiële sector leiden of bij andere ontwikkelingen die de stabiliteit van de financiële sector betreffen.

Een tijdelijk verbod op het uitlenen van aandelen (securities lending) kan onder de reikwijdte van de interpretatieve bevoegdheden van de toezicht-houders vallen als er zich bijzondere omstandigheden voordoen. Een belangrijke kanttekening bij een tijdelijk verbod op securities lending is dat de uitleenmarkt dan feitelijk opdroogt. Dit kan het risico met zich brengen van een beperkte liquiditeit in de markt en een minder effectieve werking van de financiële markten. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) zal moeten beoordelen of het tijdelijk verbieden van securities lending proportioneel moet worden geacht in het licht van de zich op dat moment manifesterende bijzondere omstandigheden.

### *Corporate Governance*

Bij securities lending behoudt de uitlener van de aandelen, meestal een institutionele aandeelhouder, gedurende de uitleenperiode het economisch eigendom over de aandelen. Dit heeft tot gevolg dat de uitlener het koersrisico loopt over de uitgeleende aandelen. Het uitlenen van aandelen brengt een extra rendement op voor de aandelenportefeuille van de uitlener. Daarentegen verkrijgt de inlener gedurende de uitleenperiode het juridisch eigendom over de aandelen. Dit heeft tot gevolg dat de inlener gedurende deze periode beschikt over de rechten verbonden aan het aandeelhouderschap, zo ook over het stemrecht. Indien er tijdens deze periode een registratiemoment voor de aandeelhoudersvergadering voor-doet, is de inlener gerechtigd om zich te registreren en het stemrecht op deze vergadering uit te oefenen.

Zoals in de Nederlandse corporate governance code terecht wordt opmerkt, hebben institutionele aandeelhouders in tegenstelling tot andere aandeelhouders een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigers of beleggers. Bovendien hebben diezelfde institutionele aandeelhouders, door de omvang van de aandelenpakketten, een verant-waardelijkheid richting de vennootschappen waarin zij aandelen hebben.

In lijn met de kabinetsreactie over het «Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance Code d.d. 19 december 2007»<sup>1</sup> dient het lenen van aandelen rondom een aandeelhoudersvergadering met het uitsluitend oogmerk om stemrechten te verkrijgen of stemmen op geleende aandelen

---

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2007/08, 31 083, nr. 10.

rondom belangrijke aandeelhoudersvergaderingen te worden ontmoedigd. Overigens is de indruk dat het lenen van aandelen voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering niet primair is ingegeven door de wens om stemrecht te verkrijgen, maar vanwege de dividenddatum die vlak na de aandeelhoudersvergadering ligt.

Het «Wetsvoorstel ter uitvoering richtlijn aandeelhoudersrechten»<sup>1</sup>, dat op 20 oktober 2008 bij de Tweede Kamer door de minister van Justitie mede namens mij is ingediend, introduceert een verplichte registratiedatum voor beursvennootschappen. De registratiedatum is bepalend voor het kunnen beschikken over stemrecht tijdens de aandeelhoudersvergadering. Indien een inlener aandelen leent rondom de registratiedatum kan dit zijn ingegeven door de wens om stemrecht te verkrijgen in een belangrijke aandeelhoudersvergadering. Bij het uitlenen van aandelen rondom de registratiedatum bestaat het risico dat de inlener het stemrecht niet uitoefent ten gunste van de uitlener. Als de uitlener dat niet wenselijk vindt, zou deze een specifiek beleid kunnen voeren dat gericht is op het ontmoedigen van het uitlenen van aandelen rondom de registratiedatum. Een uitlener zou bijvoorbeeld rondom de registratiedatum haar uitgeleende aandelen kunnen «recallen». Dit houdt in dat de uitlener meestal op elk desgewenst moment teruglevering van zijn uitgeleende aandelen kan eisen, zodat zij ten tijde van de aandeelhoudersvergadering zelf over het stemrecht op die aandelen beschikt. De voorgestelde verplichte registratiedatum komt ruim te liggen voor de datum van de aandeelhoudersvergadering en de daarop volgende dividenddatum. Doordat de datum die bepalend is voor het beschikken over het stemrecht tijdens de aandeelhoudersvergadering wordt gescheiden van de dividenddatum, wordt mogelijk meer inzichtelijk wanneer aandelen worden geleend vanwege het stemrecht en wanneer vanwege het dividend.

Voorts kan gewezen worden op internationale gedragscodes<sup>2</sup> ten aanzien van securities lending. In deze codes worden uitleners erop gewezen dat zij het lenen van aandelen met als doel het verwerven van stemrecht, bijvoorbeeld voor een belangrijke aandeelhoudersvergadering, dienen te ontmoedigen. Uitleners zouden in dergelijke situaties gebruik kunnen maken van hun recht tot «recall». Daarnaast kunnen institutionele aandeelhouders ook zelf een uitleenbeleid ontwikkelen waarin bijvoorbeeld wordt opgenomen dat aandelen ten tijde van een belangrijke aandeelhoudersvergadering (na invoering van een verplichte registratiedatum, ten tijde van de registratiedatum) standaard worden teruggehaald.<sup>3</sup>

Graag wil ik benadrukken dat gezien de grensoverschrijdende aspecten bij securities lending een Europese aanpak de voorkeur verdient boven een nationale aanpak. Voorkomen moet worden dat nationale regelgeving wordt voorbereid die conflicteert met een eventuele Europese aanpak. Zoals het kabinet in haar brief van 19 juni 2007<sup>4</sup> heeft aangegeven zal zij in internationaal verband aandacht (blijven) vragen voor de nadelige gevolgen van securities lending en doorgaan met participeren in de Europese ontwikkelingen op dit terrein.

De Europese Commissie beraadt zich momenteel over het uitbrengen van een Europese aanbeveling of standpunt waar «securities lending» een onderdeel van zou kunnen uitmaken. Een Europese openbare consultatie over dit onderwerp is reeds afgerond<sup>5</sup>. Recent zijn in het Europees Parlement rapporten over hedge funds en private equity<sup>6</sup> aangenomen die samenhangen met dit onderwerp. Hierover heeft de Europese Commissie nog geen formeel standpunt ingenomen, mogelijk volgt hieruit een Europees onderzoek hetgeen Nederland zou verwelkomen. Op het moment dat

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 3.

<sup>2</sup> Onder andere: ICGN Securities Lending & Corporate Governance» van de International Securities Lending Association en Securities borrowing and lending code of guidance van de Securities Lending and Repo Committee.

<sup>3</sup> Eumedion geeft haar leden bijvoorbeeld in overweging uitgeleende aandelen voor de registratiedatum te recallen indien een bepaalde algemene vergadering een event driven situatie kan opleveren.

<sup>4</sup> Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1.

<sup>5</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_report_en.pdf)

<sup>6</sup> Hedge funds and private equity van Poul Nyrup Rasmussen (PES, DK); Transparency of institutional investors van Klaus-Heiner Lehne (EPP-ED, DE).

de Europese Commissie een formeel standpunt heeft ingenomen, zal ik u hierover nader informeren.

De minister van Financiën,  
W. J. Bos