



# Consultatie

## Concept beleidsregel bruto short positie

DUFAS waardeert de te scheppen duidelijkheid over de berekeningswijze en de aansluiting die gezocht wordt bij de *Short Selling* Verordening. Ook zou moeten worden aangesloten bij de ESMA Q&As.

Maar over de vraag hoe art. 5:45 Wft kan worden toegepast bij bruto short posities, nu men daarbij niet beschikt over aandelen of stemmen, verzoeken wij nadere precisering.

Bij de berekening zouden financiële instrumenten op indices, mandjes, ETFs, etc. waarin een aandeel zit, niet moeten worden meegenomen, tenzij dat aandeel meer dan 1% daarvan uitmaakt.

### Inleiding

DUFAS<sup>1</sup> reageert door middel van dit position paper op het consultatiedocument van de AFM van 19 maart 2013 over de 'concept beleidsregel aangaande de definitie en de berekening van een shortpositie in de zin van de Wft'.<sup>2</sup>

DUFAS is voorstander van de onlangs in de wet opgenomen meldingsplicht inzake bruto *short* posities.<sup>3</sup> Het maakt het mogelijk inzicht te verkrijgen in *empty voting* posities van deelnemers aan algemene vergaderingen van aandeelhouders. Deze meldingsplicht in het kader van *corporate governance* dient hele andere doelen dan de meldingsplicht van netto *short* posities op grond van de *Short Selling* Verordening,<sup>4</sup> zodat beide maatregelen niet met elkaar in strijd hoeven zijn.<sup>5</sup>

DUFAS stelt het op prijs dat de Autoriteit Financiële Markten (AFM) het initiatief neemt om een beleidsregel vast te stellen inzake het begrip shortpositie en de berekeningswijze. Ook kan duidelijk worden in hoeverre financiële instrumenten die door een belegger indirect via indices of mandjes worden gehouden bij de berekening van de bruto shortpositie moeten worden betrokken.

---

<sup>1</sup> DUFAS is de belangenvereniging van de Nederlandse asset management sector (vermogensbeheer, beheer van beleggingsinstellingen) en kent naast onafhankelijke asset managers leden uit de bankensector, verzekerings-, vastgoed- en pensioensector. DUFAS is lid van EFAMA, de belangenvereniging van Europese asset managers. Zie voor meer informatie [www.dufas.nl](http://www.dufas.nl)

<sup>2</sup> Zie <http://www.afm.nl/nl/nieuws/2013/mrt/concept-beleidsregel-shortpositie.aspx>

<sup>3</sup> Art. 5:38, lid 2, en art. 5:39, lid 2, Wft.

<sup>4</sup> Verordening 2012/236/EU. Artikel 46, lid 1, van de verordening bepaalt dat alleen maatregelen die binnen het toepassingsgebied van deze verordening vallen en vóór 15 september 2010 van toepassing waren, tot 1 juli 2013 van toepassing kunnen blijven mits zij ter kennis van de Commissie worden gebracht uiterlijk 24 april 2012.

<sup>5</sup> Zie ook kamerstuk 32.014, C, p. 3.



### Definitie en calculatiemethode

DUFAS steunt het uitgangspunt om voor de definitie van het begrip shortpositie nauw aansluiting te zoeken bij de omschrijving in art. 3, lid I van de Europese *Short Selling* Verordening.

Ook steunen wij het voorstel om voor de berekening van de *short* positie de delta gecorrigeerde calculatiemethode te hanteren en daarbij alle transacties te betrekken ongeacht of deze *over the counter* (OTC) of via een handelsplatform hebben plaatsgevonden. Daarmee wordt aangesloten bij art. 10 van de gedelegeerde verordening die behoort bij de Europese *Short Selling* Verordening (hierna: gedelegeerde verordening).<sup>6</sup>

Hetzelfde geldt voor het van overeenkomstige toepassing verklaren van de reikwijdte van art. 7 sub a (zowel *cash* als fysiek af te wikkelen instrumenten vallen onder de reikwijdte) en sub b (uitzondering financiële instrumenten die claimrechten betreffen) van de gedelegeerde verordening.

Nauwe aansluiting bij het stelsel van de Europese *Short Selling* Verordening kan er ook aan bijdragen dat de lasten voor institutionele beleggers die potentieel onderworpen zijn aan de nieuwe meldingsplicht niet onnodig hoog oplopen. Zij hebben hun interne *compliance* en handelregistratiesystemen vorig jaar al aanzienlijk aangepast in verband met de *Short Selling* Verordening.

Verder is DUFAS van mening dat de AFM dezelfde interpretaties zou moeten hanteren als ESMA in de door ESMA ontwikkelde Q & A's.<sup>7</sup> Voorkomen moet worden dat er ongewenste verschillen ontstaan tussen de interpretatie van de berekening van de bruto short positie onder de nationale regels en de interpretatie van de bruto short positie benodigd voor het bepalen van de netto short positie onder de Europese *Short Selling* Verordening.

### Toerekening van de short positie

DUFAS ondersteunt het uitgangspunt om de toerekening van de berekende shortposities conform art. 5:45 Wft te laten geschieden. Maar het is ons niet helemaal duidelijk wat die toepassing concreet zou moeten inhouden. In de concept beleidsregel is in dit verband tamelijk cryptisch omschreven: “toerekening vindt plaats, voor zover van toepassing, conform de toerekeningsregels van art. 5:45 Wft.”

Het element “voor zover van toepassing” roept vragen op. Artikel 5:45, Wft is namelijk helemaal níet van toepassing.<sup>8</sup> Artikel 5:45 Wft heeft immers alleen betrekking op de bestaande meldingsplichten van juridische en economische *long* posities, niet op *short* posities. Bij economische *long* posities gaat het uitsluitend om melding van kapitaalbelang. De aanknopingspunten voor de toerekening in artikel 5:45, Wft zijn het (direct of indirect) kunnen beschikken over ‘aandelen’ en of ‘stemmen’. Bij bruto *short* posities is er in beginsel géén sprake

<sup>6</sup> Gedelegeerde Verordening Nr. 918/2012, PbEU L 274.

<sup>7</sup> 2nd update ESMA, 2012/666, 30 januari 2013.

<sup>8</sup> Dit is anders dan ook de regering tijdens de plenaire behandeling in de Eerste Kamer heeft beweerd (kamerstuk 32.014, p. 3). Zie ook aanwijzing 83 lid I van de Aanwijzingen voor de regelgeving: De uitdrukking ‘is van toepassing’ wordt gebruikt, indien de bepaling waarnaar wordt verwezen, letterlijk kan worden toegepast.



ke van beschikken over aandelen of stemmen. Dit maakt het voor de praktijk lastig om ‘de mal’ van artikel 5:45, Wft te gebruiken voor de toerekening van *short* posities.

Wij nemen aan dat de vermogensbeheerder geen bruto *short* posities van zijn klanten hoeft te melden, net zomin als hij bruto *long* posities van zijn klant hoeft te melden (art. 5:45, lid 4, Wft). Niet de vermogensbeheerder verkrijgt of verliest immers de beschikking over deze belangen, maar zijn klant. Evenmin is er een regel opgenomen die maakt dat hij geacht wordt de beschikking daarover te verkrijgen, zoals wel is gedaan voor stemrechten die verbonden zijn aan aandelen van zijn klant die de vermogensbeheerder op grond van een volmacht naar eigen goeddunken kan uitoefenen (art. 5:45, lid 9, Wft). Voor bruto *short* posities is die laatste regel niet relevant, omdat aan een bruto *short* positie geen stemrecht is verbonden.

Kortom, waar het wat ons betreft om zou moeten gaan is dat alleen de toerekeningsprincipes van art. 5:45, Wft die tevens bruikbaar zijn voor de toerekening van bruto shortposities, van overeenkomstige toepassing worden verklaard. De AFM zou omwille van de rechtszekerheid in de concept beleidsregel gedetailleerd moeten aangegeven welke toerekeningsprincipes het betreft. Met een algemene verwijzing naar art. 5:45, Wft kan niet worden volstaan.<sup>9</sup> In de toelichting zou vervolgens een vergelijking met de toerekeningsprincipes in de artt. 12 en 13 van de gedelegeerde verordening kunnen worden opgenomen, zodat duidelijkheid wordt gegeven omtrent de beoogde verschillen. Een voorbeeld kan dat verder verduidelijken.

### **Mandjes en indices**

DUFAS zou er tegenstander van zijn als (conform art. 3, lid 3 van de verordening en art. 6, lid 1 en lid 2 van de gedelegeerde verordening) bij de berekening van een bruto *short* positie in een aandeel ook alle denkbare financiële instrumenten op indices, mandjes en ETF's waarin het aandeel is vertegenwoordigd, moeten worden meegenomen. Niet alleen hebben de eerste ervaringen met de *Short Selling* Verordening geleerd dat dit een zeer bewerkelijke aangelegenheid is voor beleggers,<sup>10</sup> maar het zou ook in strijd zijn met het hierboven besproken uitgangspunt om de toerekeningsregels van art. 5:45, Wft van overeenkomstige toepassing te laten zijn op de nieuwe meldingsplicht van bruto shortposities.

Ingevolge artikel 5:45, lid 10, Wft, in samenhang met de AFM beleidsregel van 30 december 2011,<sup>11</sup> worden bij de meldingsplicht voor bruto *long* posities in aandelen van een beursvenootschap die indirect via een index of via mandjes worden gehouden alleen betrokken voor zover de aandelen in het mandje  $\geq 1\%$  van het geplaatst kapitaal uitmaken of 20% of meer van het totaal aantal effecten in de index of mandje uitmaken. DUFAS meent dat voor de nieuwe meldingsplicht voor de bruto shortposities, die het spiegelbeeld vormt van de bestaande bruto longpositie meldingsplicht, met betrekking tot mandjes en indices dezelfde

<sup>9</sup> De formulering “artikel 5:45 is van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat .....” zou hiervoor kunnen worden gebruikt.

<sup>10</sup> Zie de reactie van Eumedion van 15 maart 2013 op de *Call for evidence* van ESMA over het functioneren van de *Short Selling* Verordening.

<sup>11</sup> Beleidsregel van de Stichting Autoriteit Financiële Markten aangaande de methodiek voor het berekenen van aandelen waarop financiële instrumenten betrekking hebben en de meldingsplicht bij indices en mandjes, Stcrt. 2011, 24059.



drempels zouden moeten gelden. Wij verwijzen in dit kader ook naar de reactie van Eumedion.

### Overige opmerkingen

- Onverminderd onze steun voor het uitwerken van de meldingsplicht van bruto *short* posities, betwijfelt DUFAS of een beleidsregel hiervoor het meest adequate rechtsinstrument is, nu de wetgever de bevoegdheid om nadere regels te stellen over het bepalen van een *short* positie aan de regering heeft gedelegeerd.<sup>12</sup> Subdelegatie door de Kroon aan de AFM is wel mogelijk (bij of krachtens),<sup>13</sup> maar het behoort wel om regelgeving te gaan, om algemeen verbindende voorschriften dus, en een beleidsregel is dat niet. Het zou beter zijn deze regels op te nemen in de Nadere regeling gedragstoezicht financiële markten.
- Aangezien uit de artt. 5:38, lid 3 en 5:39, lid 2, Wft reeds voortvloeit dat een *short* positie op *bruto* basis moeten worden gemeld, lijkt onderdeel vii van de conceptbeleidsregel, waarin is bepaald dat er geen verrekening mag plaatsvinden tussen een *long* positie en een *short* positie, overbodig. Overwogen kan worden dit onderdeel naar de toelichting over te hevelen.
- De toelichting is op onderdelen nog wat weinig samenhangend. Zo is het niet precies duidelijk welk onderdeel van de conceptbeleidsregel waar wordt toegelicht. Aanbeveling verdient het om nader aandacht te besteden aan de structuur door bijvoorbeeld een duidelijke onderverdeling te maken tussen algemene toelichtende opmerkingen en opmerkingen die betrekking hebben op specifieke onderdelen van de concept beleidsregel.
- Het integraal overnemen in de toelichting van de definitie van *short transactie* uit de Europese *Short Selling* Verordening (art 2(1)b) kan tot verwarring leiden en zou – indien deze beleidsregel algemeen verbindende voorschriften zou bevatten – verboden zijn. Deze definitie heeft met name zelfstandige betekenis voor de bepalingen van de Europese *Short Selling* Verordening over het beperken en/of verbieden van het innemen van (ongedekte) *short* posities (artt. 12, 20 en 23), terwijl de beleidsregel betrekking heeft op het meer inzicht verschaffen in significante *short* posities. Dit onderscheid in context komt vooral tot uitdrukking bij *futures* en daarmee vergelijkbare derivaten. Het aangaan van *future* contracten is uitgesloten van de definitie van *short* transactie terwijl voor de berekening van *short* posities om te bepalen of er melding of openbaarmaking moet plaatsvinden *futures* en daarmee vergelijkbare posities juist wel van belang zijn. DUFAS adviseert in de toelichting van de definitieve versie van de beleidsregel de definitie van *short* transactie niet integraal op te nemen maar te volstaan met een verwijzing daarnaar.

Wij zijn gaarne tot nadere toelichting bereid. Daarvoor kunt u contact opnemen met

mr. R.E. (Ron) Batten

senior policy advisor

☎ 070 333 8778

✉ [rb@dufas.nl](mailto:rb@dufas.nl)

ref. I3\_233

<sup>12</sup> Art. 5:38, lid 3, laatste volzin zegt “bij of krachtens AMvB”.

<sup>13</sup> Aanwijzing 28 voor de regelgeving.