

Autoriteit Financiële Markten (AFM)  
T.a.v. de heer R. Gerritse  
Postbus 11723  
1001 GS AMSTERDAM

Amsterdam, 22 april 2013

Ref: B13.18

Betreft: Conceptbeleidsregel aangaande definitie en berekening van shortpositie in zin van Wft

Geachte heer Gerritse,

Eumedion maakt graag gebruik van de gelegenheid te reageren op het consultatiedocument van 19 maart 2013 over de 'conceptbeleidsregel aangaande de definitie en de berekening van een shortpositie in de zin van de Wft' (hierna: de conceptbeleidsregel). Alvorens specifiek in te gaan op de conceptbeleidsmaatregel maken wij eerst enkele algemene opmerkingen.

## **1. Algemeen**

Eumedion is in inhoudelijk opzicht voorstander van de nieuwe verplichting voor beleggers die een substantiële bruto shortpositie hebben (negatief economisch belang van meer dan 3%) om een melding te doen bij de AFM bij over- of onderschrijding van een meldingsdrempel.<sup>1</sup> Met de meldingsplicht, die op 1 juli 2013 van kracht zal worden, kunnen situaties aan het licht worden gebracht waarbij tegenover een substantieel belang in aandelen of stemmen een anders mogelijk onopgemerkt negatief economisch belang staat. De meldingsplicht voor bruto shortposities kan ook bijdragen aan een efficiënte prijsvorming en een bij een aandeelhouder bestaande situatie van belangenverstrengeling aan het licht brengen.

Eerder heeft Eumedion zich de vraag gesteld of de meldingsplicht niet op gespannen voet zou kunnen staan met het stelsel van de Europese Verordening (2012/236/EU) van het Europese Parlement en de Europese Raad van 14 maart 2012 betreffende short selling en bepaalde

---

<sup>1</sup> 5:38, tweede lid, en 5:39, tweede lid, Wft.

aspecten van kredietverzuimswaps (PbEU L 86) (hierna: de Europese short selling verordening).<sup>2</sup> Deze vraag is door de regering tijdens de behandeling van het wetsvoorstel in de Eerste Kamer ontkennend beantwoord.<sup>3</sup>

Eumedion stelt het zeer op prijs dat de AFM het initiatief neemt om een beleidsregel vast te stellen. Zo kan duidelijk worden hoe onder de nieuwe meldingsplicht het begrip shortpositie wordt gedefinieerd en hoe deze positie kan worden berekend. 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.

## **2. Definitie en calculatiemethode**

Eumedion kan zich in algemene zin vinden in het in de conceptregel gehanteerde uitgangspunt om voor de *definitie van het begrip shortpositie* nauw aansluiting te zoeken bij de omschrijving in artikel 3 lid 1 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 artikel 10 van de gedelegeerde verordening bij de Europese short selling verordening (hierna: gedelegeerde verordening).<sup>4</sup> Hetzelfde geldt voor het van overeenkomstige toepassing verklaren van de reikwijdte van artikel 7 onder a (zowel cash als fysiek af te wikkelen instrumenten vallen onder de reikwijdte) en 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.

---

<sup>2</sup> 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>3</sup> Memorie van antwoord, p. 3. (Kamerstukken I, 2012/13, 32 014, C).

<sup>4</sup> Gedelegeerde Verordening Nr. 918/2012 van de Europese Commissie van 5 juli 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps ten aanzien van definities, de berekening van netto shortposities, gedekte kredietverzuimswaps op overheidsschuld, meldingsdrempels, liquiditeitsdrempels voor het opschorten van beperkingen, aanmerkelijke dalingen in de waarde van financiële instrumenten en ongunstige gebeurtenissen (PbEU L 274).

Verder verdient het aanbeveling dat AFM dezelfde interpretaties hanteert als de European Securities and Markets Authority (ESMA) in de door haar ontwikkelde Q & A's. In het Q en A's document zijn praktijkvragen geadresseerd onder meer met betrekking tot de berekening van netto shortposities.<sup>5</sup> Voorkomen moet worden dat er ongewenste verschillen ontstaan tussen de interpretatie van de berekening van de bruto shortpositie onder de nationale regels en de interpretatie van de bruto shortpositie benodigd voor het bepalen van de netto shortpositie onder de Europese short selling verordening.

### **3. Toerekening van de shortpositie**

Eumedion ondersteunt het uitgangspunt om de *toerekening* van de berekende shortposities conform artikel 5:45 Wft te laten geschieden. Wel is het 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 artikel 5:45 Wft.'

Het element 'voor zover van toepassing' roept vragen op. Artikel 5:45 Wft is namelijk helemaal niet van toepassing.<sup>6</sup> Artikel 5:45 Wft heeft immers alleen betrekking op de bestaande meldingsplichten van juridische en economische longposities. Bij economische longposities 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 shortposities is er in beginsel geen sprake van beschikken over aandelen of stemmen.<sup>7</sup> Dit maakt het voor de praktijk lastig om 'de mal' van artikel 5:45 Wft te gebruiken voor de toerekening van shortposities.

Wij nemen aan dat de vermogensbeheerder geen bruto shortposities van zijn cliënten hoeft te melden, net zomin als hij bruto longposities van zijn cliënt hoeft te melden (5:45 lid 4 Wft). Niet de vermogensbeheerder verkrijgt of verliest immers de beschikking over deze belangen, maar zijn cliënt. 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 cliënt die de vermogensbeheerder op grond van een volmacht naar eigen goeddunken

---

<sup>5</sup> 2nd update ESMA, 2012/666, 30 januari 2013.

<sup>6</sup> Dit is anders dan ook de regering tijdens de plenaire behandeling in de Eerste Kamer heeft beweerd (Memorie van Antwoord, Kamerstukken I 2012/13, 32 014, p. 3).

<sup>7</sup> In dit verband kan ook worden gewezen op aanwijzing 83 lid 1 van de Aanwijzingen voor de regelgeving: De uitdrukking "is van toepassing" wordt gebruikt, indien de bepaling waarnaar wordt verwezen, letterlijk kan worden toegepast. Het laatste is dus niet het geval.

kan uitoefenen (artikel 5:45 lid 9 Wft). Voor bruto shortposities is die laatste regel niet relevant, omdat aan een bruto shortpositie geen stemrecht is verbonden.

Kortom, waar het wat ons betreft om zou moeten gaan is dat alleen de toerekeningsprincipes van artikel 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 conceptbeleidsregel gedetailleerd moeten aangegeven welke toerekeningsprincipes het betreft. Met een algemene verwijzing naar artikel 5:45 Wft kan niet worden volstaan.<sup>8</sup> In de toelichting zou vervolgens een vergelijking met de toerekeningsprincipes in de gedelegeerde verordening (artikelen 12 en 13 van de Commission Delegated Regulation (EU) no. 918/2012) kunnen worden opgenomen, zodat duidelijkheid wordt gegeven omtrent de beoogde verschillen.

#### **4. Mandjes en indices**

Eumedion zou er bepaald geen voorstander van zijn dat bij de berekening van een bruto shortpositie in een aandeel ook alle denkbare financiële instrumenten op indices, mandjes en ETF's waarin het aandeel is vertegenwoordigd, moeten worden meegenomen (artikel 3 lid 3 van de verordening en artikel 6 lid 1 en lid 2 van de gedelegeerde verordening). Niet alleen hebben de eerste ervaringen met de short selling verordening geleerd dat dit een zeer bewerkelijke aangelegenheid is beleggers<sup>9</sup>, maar het zou ook in strijd zijn met het hierboven besproken uitgangspunt om de toerekeningsregels van artikel 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>10</sup> worden bij de meldingsplicht voor bruto longposities in aandelen van een beursvennootschap die indirect via een index of via mandjes worden gehouden alleen betrokken voor zover de aandelen in het mandje 1% of meer van het geplaatst kapitaal uitmaken of 20% of meer van het totaal aantal effecten in de index of mandje uitmaken. Eumedion 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 drempels zouden moeten gelden. In het kader van de recente reactie van Eumedion op de 'Call for evidence' van

---

<sup>8</sup> De uitdrukking "artikel 5:45 is van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat ....." zou hiervoor kunnen worden gebruikt.

<sup>9</sup> Zie de reactie van Eumedion van 15 maart 2013 op de call for evidence van European Securities and Markets Authority (ESMA) over het functioneren van de short selling verordening.

<sup>10</sup> AFM beleidsregel van 30 december 2011, '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).

ESMA over het functioneren van de Europese short selling verordening heeft Eumedion ook verzocht bovengenoemde drempels te betrekken in de review van de Europese short selling verordening.<sup>11</sup>

## 5. Overige punten

Tot slot heeft Eumedion nog de volgende opmerkingen.

- Onverminderd onze steun voor het uitwerken van de meldingsplicht van bruto shortposities, betwijfelt Eumedion of een beleidsregel hiervoor het meest adequate rechtsinstrument is, nu de wetgever de bevoegdheid om nadere regels te stellen over het bepalen van een shortpositie aan de regering heeft gedelegeerd: ‘Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur kunnen regels worden gesteld met betrekking tot de bepaling van een shortpositie als bedoeld in dit lid.’<sup>12</sup>
- Aangezien uit de artikelen 5:38 lid 3 en 5:39 lid 2 Wft reeds voortvloeit dat een shortpositie op *bruto* basis moeten worden gemeld, lijkt onderdeel vii van de conceptbeleidsregel, waarin is bepaald dat er geen verrekening mag plaatsvinden tussen een longpositie en een shortpositie, overbodig te zijn. 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 conceptbeleidsregel.
- Het integraal overnemen in de toelichting van de definitie van *shorttransactie* uit de Europese short selling verordening (art 2(1)b) kan tot verwarring leiden. 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) shortposities (artikelen 12, 20 en 23), terwijl de beleidsregel betrekking heeft op het meer inzicht verschaffen in significante shortposities. Dit onderscheid in context komt vooral tot uitdrukking bij futures en daarmee vergelijkbare derivaten. Het aangaan van futurecontracten is uitgesloten van de definitie van ‘shorttransactie’ terwijl voor de berekening van shortposities om te bepalen of er een melding of openbaarmaking moet plaatsvinden futures en daarmee vergelijkbare posities juist wel van belang zijn.

---

<sup>11</sup>[http://www.eumedion.nl/nl/nieuws/transparantie\\_netto\\_short\\_posities\\_biedt\\_waardevolle\\_informatie\\_voor\\_aandeelhouders\\_beursvennootschappen](http://www.eumedion.nl/nl/nieuws/transparantie_netto_short_posities_biedt_waardevolle_informatie_voor_aandeelhouders_beursvennootschappen).

<sup>12</sup> Artikel 5:38 lid 3, laatste volzin.

Eumedion adviseert in de toelichting van de definitieve versie van de beleidsregel de definitie van shorttransactie niet integraal op te nemen maar te volstaan met een verwijzing.

Afsluitend hebben we nog de volgende tekstuele suggesties voor de beleidsregel:

- In de aanhef van de definitie van shortpositie dient “een positie in het kapitaal van een uitgevende instelling” te worden vervangen door: een positie in het geplaatst kapitaal van een uitgevende instelling.
- In onderdeel a van de definitie van shortpositie dient “een ieder die de transactie aangaat” te worden vervangen door: degene die de transactie aangaat.
- In onderdeel II onder iv dient na “en andere vergelijkbare instrumenten” te worden ingevoegd: die een recht doen ontstaan op niet uitgegeven aandelen,.<sup>13</sup>
- In onderdeel II onder iv dient “een verandering van de koers of de waarde van het aandeel” te worden vervangen in: een daling van de koers of de waarde van het aandeel.

Wij zijn uiteraard graag bereid onze reactie mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers ([wouter.kuijpers@eumedion.nl](mailto:wouter.kuijpers@eumedion.nl), Mob. 06 4261 9400).

Met vriendelijke groet,



Drs. Rients Abma  
Directeur Eumedion

---

<sup>13</sup> Zie nr. 3c van de ESMA Q&A ( 2nd update ESMA, 2012/666, 30 januari 2013).