

# Uitlenen zonder grenzen

**Institutionele beleggers uit binnen- en buitenland lenen aanzienlijke delen van hun aandelenportefeuilles uit aan hedgefondsen. Deze gebruiken ze om te speculeren op een koersdaling van aandelen, het zogeheten 'short gaan'. Aan het uitlenen kleven nogal wat risico's waarvan de institutionele beleggers zich onvoldoende bewust zijn.**

door: Gabor Mooij

Bij 'short gaan' verkoopt een partij geleende aandelen om deze later weer te kopen en terug te geven aan de uitlenende partij. De winst voor deze shorter zit hem in het kopen van aandelen tegen een lagere koers dan hij ze eerder heeft verkocht.

Institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, lenen aandelen aan shorters uit om extra rendement te krijgen op hun aandelenportefeuille. Het stemrecht dat bij het aandeel hoort, verhuist mee naar de shorters. Deze betalen voor het lenen een provisie van vaak zo'n één procent van de waarde van het aandeel. Daarnaast geven ze de uitlenende partij een bedrag als dekking (margin) voor de uitgeleende aandelen. De uitlener en de lener hebben geen contact. De transactie verloopt via een internationale grootbank zoals Goldman Sachs of Fortis.

Een Nederlands hedgefonds, dat verder anoniem wil blijven, stelt dat er zo'n tien Nederlandse partijen actief zijn als shorter. Dat zijn in ieder geval vijf 'klassieke' hedgefondsen en daarnaast Robeco, ABN Amro, Fortis en ING. Deze laatste vier partijen hebben beleggingsfondsen in hun portefeuille die dezelfde beleggingsruimte hebben als 'echte' hedgefondsen. Volgens het geïnterviewde hedgefonds moet je een hedgefonds zien als een beleggingsfonds met ruimere beleggingsmogelijkheden dan een normaal fonds. Die ruimte houdt onder andere in dat het fonds short kan gaan, hoewel een hedgefonds nog veel meer beleggingstactieken kent dan alleen short gaan. Naast de Nederlandse partijen 'shorten' er buitenlandse, vooral Amerikaanse, hedgefondsen op de Nederlandse beursvloeren. De periode dat een hedgefonds short gaat, bedraagt volgens het geïnterviewde fonds tussen de drie maanden en twee jaar.

Het Nederlandse hedgefonds benadrukt dat de uitleners meestal grote institutionele beleggers uit de VS of Groot-Brittannië zijn. Volgens het hedgefonds is de kans 99 procent dat een hedgefonds dat actief is op de Nederlandse beurs de aandelen van een buitenlandse partij leent.

Behalve de hedgefondsen kunnen ook particuliere beleggers en daghandelaren short gaan. Dit artikel beperkt zich verder tot de hedgefondsen, omdat die op veel grotere schaal en gedurende langere tijd short gaan dan die andere partijen.

## Koersdalingen

Het verkopen van aandelen door shortende hedgefondsen zorgt voor extra aanbod en dus een lagere koers van het betreffende aandeel. Zeker als ze aandelen massaal verkopen, kan dat een behoorlijk neerwaarts effect hebben op koersen.

Hedgefondsen die short gaan, staan vaak in een kwaad daglicht bij beleggers en bedrijven, omdat het in hun belang is dat de koers van een geshort aandeel zoveel mogelijk daalt. Ze zouden de markt zelfs manipuleren om koersen zo laag mogelijk te krijgen. Het is de vraag of dat wantrouwen terecht is. Op zich is het feit dat koersen dalen door het verkopen van (veel) aandelen bij short gaan een wet van vraag en aanbod. Verder hebben topmensen als de directeur van De Nederlandsche Bank Wellink, minister Bos en oud AFM-topman Docters Van Leeuwen zich positief uitgelaten over het effect van hedgefondsen op de financiële markten. Redenen daarvoor zijn dat ze risicodragend kapitaal mobiliseren en veel doen aan financiële innovatie. Daarnaast zijn er tot nu toe in Nederland geen gevallen bekend van bewuste marktmanipulatie door hedgefondsen om koersen naar beneden te krijgen.

Volgens het geïnterviewde hedgefonds is short gaan goed voor de beurs. "Shorters maken meer handel mogelijk. Zeker op dagen dat de handel verder praktisch stil ligt, zorgen ze voor beweging en dat is goed voor marktwerking. Een continue neerwaartse druk op de koersen is niet mogelijk. Shorters moeten op een gegeven moment een aandeel ook weer kopen."

Toch kleven er risico's aan short gaan als er sprake is van een dalende beurs. Een hedgefonds leent aandelen die al dalen of zwak staan en wekt met het (massaal) verkopen van die aandelen een (extra)

daling in de hand. Vervolgens zal hij wachten met verkopen tot de aandelenkoers een dieptepunt heeft bereikt. Een verkoop van de aandelen zal dan ook pas plaats vinden als het leed, een ingestorte koers of wie weet beurs, al is geschied. Niet voor niets probeerden bijvoorbeeld de pensioenfondsen ABP en PGGM in 2002 een verdere val op de beurzen te stoppen door met onmiddellijke ingang alle leenactiviteiten te staken. Hieruit blijkt dat grote beleggers zich er van bewust kunnen zijn dat er risico's kleven aan short gaan op een zwakke beurs. Het verontrustende is alleen dat in het huidige beursklimaat dat bewustzijn lijkt te ontbreken. Er zijn geen signalen dat institutionele beleggers vanwege de beursituatie een rem hebben gezet op hun aandelenuitleen. Ook de politiek zwijgt.

### **Uitwassen**

Volgens een verkennend rapport van toezichthouder AFM zijn er in Nederland gevallen geweest waarbij hedgefondsen de grenzen van aanvaardbaar marktgedrag opzochten. Hiervan is bijvoorbeeld sprake als hedgefondsen een aandeel 'kapot shorten'. Dat gebeurt meestal door een groep hedgefondsen met als doel een aandeel naar een dieptepunt te drijven en daarmee de winst van het shorten te maximaliseren. Het gaat daarbij om aandelen van bedrijven die het al moeilijk hebben, waardoor het voor hen onmogelijk wordt zich te herstellen.

Het misbruik van stemrecht via shorten is een andere 'uitwas'. Bij dit zogeheten 'empty voting' leent een hedgefonds aandelen om er mee te stemmen op aandeelhoudersvergaderingen. Ook komt het voor dat het hedgefonds het stemrecht van de aandelen nog weer doorleent aan derden.

Minister Bos van Financiën wil empty voting ontmoedigen. Hij vindt een internationale aanpak het meest effectief omdat de relevante spelers grotendeels niet uit Nederland of Europa komen.

Daarnaast wil Bos de Europese Commissie vragen te kijken naar meer transparantie met betrekking tot uitgeleende aandelen en naar beïnvloeding van partijen die uitlenen. Hij denkt daarbij aan een gedragscode met betrekking tot uitleenbeleid. Als voorbeeld noemt Bos het terughalen van de uitgeleende stukken voorafgaand aan een belangrijke aandeelhoudersvergadering.

### **Pensioenfondsen**

Het ABP is één van de grootste partijen op de Europese uitleenmarkt. Het pensioenfonds heeft een aandelenportefeuille met een waarde van zo'n 70 miljard euro en leent tot 90 procent van de aandelen uit. Minimaal tien procent van de aandelen houdt het ABP in huis voor het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen. Daarnaast hanteert het ABP een full voting list met bedrijven waarvan het alle aandelen terughaalt bij stemmingen over controversiële onderwerpen. Van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven vraagt het pensioenfonds de aandelen altijd terug. Verder bepaalt ABP bij het uitlenen expliciet dat de inlener de aandelen niet alleen mag lenen om er stemrecht mee te krijgen. PGGM, het pensioenfonds voor de zorg en het tweede fonds in grootte na het ABP, leent ook tot 90 procent van de aandelen uit. Verder heeft het pensioenfonds een voting focus list met bedrijven waarvan het rond belangrijke stemdagen geen aandelen uitleent. Daarnaast behoudt PGGM zich het recht voor alle uitgeleende aandelen ten alle tijde terug te roepen.

Volgens gegevens over ABP en PGGM uit 2006 leenden ze toen gemiddeld vijftien procent van hun aandelenportefeuille uit. Verder blijkt uit een onderzoek van de Erasmus Universiteit uit april 2007 dat 62 procent van de pensioenfondsen aandelen uitleent. Het gaat daarbij om 10 tot 25 procent van hun aandelen. Pensioenfondsen lenen dus niet de maximaal mogelijke 90 procent van de aandelen uit, maar nog altijd aanzienlijke percentages.

Overigens is de impact van het uitlenen door Nederlandse pensioenfondsen op de Amsterdamse beurs minder dan het lijkt. Pensioenfondsen beleggen gemiddeld slechts vijf procent van hun portefeuille in Nederlandse aandelen.

Uit het onderzoek van de Erasmus Universiteit van april 2007 kwam ook naar voren dat veel pensioenfondsen onvoldoende rekening houden met mogelijk misbruik van het stemrecht. Dit geldt in ieder geval niet (langer) voor het ABP en PGGM die hier een duidelijk beleid voor hebben geformuleerd.

### **Andere institutionele beleggers**

Naast pensioenfondsen lenen beleggingsfondsen van banken, verzekeraars en andere beleggingsinstellingen aandelen uit. Er blijken vaak sterke verschillen te zijn tussen het uitleenbeleid van de verschillende instellingen. Zo bekijkt Robeco van geval tot geval wat ze uitleent. Deze beleggingsinstelling leent niet uit of haalt aandelen terug als er volgens haar misbruik gemaakt wordt van het stemrecht. De ING daarentegen heeft geen beleid geformuleerd voor het tegengaan van misbruik van het stemrecht. Ook stelt de bank-verzekeraar geen beperkingen aan het aantal aandelen dat haar fondsen uitlenen.

Bij Fortis houdt het uitleenbeleid in dat de bank-verzekeraar maximaal 50 procent van de effecten in de beleggingsportefeuille uitleent. De fondsen van ABN Amro mogen hun effecten en dus ook aandelen tot 100 procent uitleenen. Verzekeraar Achmea leent stukken eventueel voor 100 procent uit. Ze past daarbij een selectief beleid toe ten aanzien van tegenpartijen.

Uit deze gegevens blijkt ondanks de verschillen dat de grote verzekeraars en banken nog meer dan de Nederlands pensioenfondsen aanzienlijke delen van hun aandelenpakketten kunnen uitleenen. Ook hebben de banken en verzekeraars vaak geen beleid om het misbruik van het stemrecht tegen te gaan.

Daarnaast blijkt uit de prospectussen van buitenlandse institutionele beleggers dat deze ook op dezelfde schaal als Nederlandse partijen aandelen uitleenen. Verder is er ook bij hen maar weinig aandacht voor het tegengaan van misbruik van het stemrecht.

### **Uitlenen**

Institutionele beleggers hebben het grootste deel van hun aandelenpakketten voor langere tijd, bijvoorbeeld tien jaar, in bezit. Koersschommelingen die tussentijds optreden, nemen ze voor lief. Het feit dat institutionele beleggers voor de lange termijn beleggen, wil niet zeggen dat koersdalingen op de korte termijn geen gevolgen zouden hebben voor hun klanten. Voor een beleggingsfonds geldt dat niet iedere klant tien jaar kan wachten voordat hij zijn geld opneemt. Iemand die lijfrente opbouwt met beleggingen zit met de gebakken peren als de beurzen inzakken op het moment dat hij de lijfrente uitgekeerd krijgt. Zijn eindbedrag hangt namelijk af van de beurskoersen op het moment van uitkeren. Verder krijgen deelnemers van pensioenfondsen minder pensioen als de dekkingsgraad van een pensioenfonds omlaag gaat. Dat kan al gebeuren als de over een jaar gemeten rendementen tegenvallen. Bij een te lage dekkingsgraad kunnen pensioenfondsen de pensioenen niet meer (volledig) indexeren, waardoor de pensioenen niet meer (geheel) kunnen worden aangepast aan de inflatie. Vermogensbeheerders informeren hun klanten niet of nauwelijks over het uitleenen van de aandelen. Dat is vreemd, omdat een klant er recht op heeft te weten dat zijn vermogen tijdelijk in handen van derden belandt. De kans is niet denkbeeldig dat die klant helemaal niet wil dat dat gebeurt. Een institutionele belegger zou daarom de klant niet alleen moeten informeren maar ook moeten vragen of deze al dan niet akkoord gaat met het uitleenen.

### **Toezicht**

De AFM oefent hetzelfde toezicht op hedgefondsen uit als op andere beleggingsfondsen. Dit toezicht geldt ook voor buitenlandse hedgefondsen voor zover die zich op particuliere beleggers in Nederland richten. Daarnaast is er een Europese Richtlijn Marktmissbruik voor alle, dus ook buitenlandse, hedgefondsen die op de Nederlandse markt actief zijn.

Het Nederlandse hedgefonds stelt dat er daarnaast sprake is van indirect toezicht omdat de internationale grootbanken die het uitleenen begeleiden onder toezicht staan van hun central bank. Toch is het de vraag of er geen apart toezicht voor hedgefondsen zou moeten bestaan. Ten eerste omdat ze van een veel breder scala aan beleggingstactieken gebruik maken dan gewone beleggingsfondsen. Daarnaast omdat hedgefondsen weinig transparant zijn volgens het eerder genoemde AFM-rapport en een onderzoek uit oktober 2007 van de Erasmus Universiteit.

### **Voorzichtiger**

Institutionele beleggers uit binnen- en buitenland lenen op grote schaal aandelen uit. Zorgwekkend is dat er nauwelijks een rem zit op het aantal aandelen dat wordt uitgeleend. Vanuit de huidige situatie op de beurs kan het spelen met vuur zijn. Op een neergaande beurs kunnen aandelen bij veel shorten net een tik naar beneden krijgen die ze niet kunnen gebruiken.

Ook zouden de institutionele beleggers voorzichtiger moeten zijn met het uitleenen vanwege de gevolgen van koersdalingen voor hun klanten. Deze hebben hier ondanks de lange termijn beleggingsdoelen van institutionele beleggers wel degelijk onder te lijden.

Daarnaast is het 'kapot shorten' van aandelen een reden voor vermogensbeheerders om niet blindelings aandelen uit te lenen. Ze zouden daarom slechts een beperkt percentage aandelen per bedrijf moeten uitleenen. Dat betekent wel minder extra inkomsten, maar dat betaalt zich terug door een stabielere beurs en geeft bedrijven meer kans zich te herstellen.

Verder blijken institutionele beleggers zich vaak nog onvoldoende bewust van het gevaar van empty voting. Het onderwerp krijgt in tegenstelling tot de omvang van het uitleenen wel politieke aandacht. Het lijkt er dan ook op dat dit probleem wordt opgelost.

Vermogensbeheerders zouden ook voorzichtiger moeten zijn met de partijen aan wie ze aandelen uitleenen. De reden daarvoor is het gebrek aan transparantie van veel hedgefondsen in combinatie met het ontbreken van specifiek toezicht op deze fondsen. Het is merkwaardig dat institutionele beleggers

grote aandelenpakketten in handen geven van dergelijke partijen. Zeker als je weet dat de institutionele beleggers hun eigen klanten niet eens inlichten over dergelijke transacties. Laat staan dat ze deze er toestemming voor vragen.

Met het verschijnsel shorten is op zich niets mis. Het is een beproefde beurstechniek die bij kan dragen aan de handel op de beurs. Er zitten echter diverse keerzijden aan waarmee institutionele beleggers onvoldoende rekening houden. Institutionele beleggers zouden daarom misschien beter helemaal geen aandelen moeten uitlenen. Het extra rendement dat ze ermee opstrijken, staat niet in verhouding tot de mogelijke negatieve gevolgen.

#### **Particulier shorten**

Ook particulieren kunnen short posities innemen met aandelen. “Het is toegestaan aan particulieren short te gaan met aandelen. Ze moeten wel voldoende onderpand bieden in de vorm van cash of aandelen. Vroeger golden er richtlijnen van Euronext, maar deze zijn opgeheven vanaf november 2007. Alle verantwoordelijkheid voor de zorgplicht is naar banken gegaan. Die mogen maatwerk toepassen, dus per persoon bepalen hoeveel krediet ze willen geven. Als een particulier niet aan de eisen voldoet mag de bank overgaan tot een orderblokkade”, vertelt woordvoerder Franscé Verdeuzeldonk van de AFM.

Een particulier kan overigens momenteel bij de meeste Nederlandse banken niet short gaan met aandelen. Het is onder strikte voorwaarden en alleen op dezelfde dag (intraday) mogelijk bij Alex. Verder kan het vrijwel onbeperkt via het Amerikaanse online handelsplatform Internetbrokers.com.