

POSITION PAPER OVER SECURITIES LENDING

Wat is securities lending?

Securities lending is het uitlenen van aandelen aan een partij die deze aandelen tijdelijk nodig heeft. De aandelen worden in de regel uitgeleend door een institutionele belegger onder betaling van een “leenvergoeding”. Het juridisch eigendom van de aandelen wordt door de uitlener volledig overgedragen onder de verplichting voor de inlener om op een bepaald tijdstip een gelijk aantal van dezelfde aandelen terug te leveren. Meestal heeft de uitlener bovendien het recht de aandelen ook eerder terug te eisen (*recalling*). Het economisch eigendom blijft gedurende de gehele uitleenperiode bij de uitlener.

Waarom worden aandelen ingeleend?

Er zijn verschillende redenen om aandelen in te lenen. Er worden hier vier genoemd. Ten eerste dividendarbitrage. Deze strategie is mogelijk wanneer de uitlener, de institutionele belegger, buitenlandse aandelen houdt en in het betreffende land niet alle dividendbelasting kan terugvorderen. De aandelen worden dan kort voor de dividenddatum uitgeleend aan een inlenende partij die deze belasting wel (of grotendeels) kan terugvorderen. Vervolgens wordt een deel van de terugontvangen dividendbelasting door de inlener in de vergoeding aan de uitlener verwerkt. De aantrekkelijkheid van deze strategie is mede afhankelijk van het land waarin het aandeel is uitgegeven en de termijn waarop de dividendbelasting kan worden teruggevorderd. Een tweede reden houdt verband met het *short* gaan in bepaalde aandelen. Door in een aandeel *short* te gaan, wordt geanticipeerd op een verwachte koersdaling. De *short seller* verkoopt zijn aandelen aan een derde in de verwachting soortgelijke aandelen later tegen een lagere waarde terug te kopen. In de tussentijd zal de *short seller* aan zijn leveringsverplichting moeten voldoen en kan dit doen door tijdelijk aandelen in te lenen en deze ingeleende aandelen te leveren aan een derde. Een derde reden is het verschaffen van liquiditeit. In de regel neemt de afwikkeling van aandelentransacties enkele dagen in beslag. Soms kan dit langer duren. Door de mogelijkheid van het tijdelijk inlenen van aandelen kan de afwikkeling soepeler verlopen. Een vierde reden om aandelen in te lenen is het afdekken van risico's bij derivatentransacties, zoals optiecontracten en *equity swaps*.

Waarom lenen institutionele beleggers uit?

Securities lending is voor een institutionele belegger een relatief gemakkelijke manier om – naast dividend en eventueel koerswinst – extra rendement te genereren op de aandelen die hij – gelet op zijn eigen beleggingsbeleid – voorlopig toch niet zal verkopen. De extra vergoeding uit hoofde van *securities lending* wordt door partijen als een welkome aanvulling op het rendement beschouwd.

Bovendien draagt de praktijk van *securities lending* – in normale omstandigheden – bij aan de voor hem ook nuttige liquiditeit van de kapitaalmarkten.

Wat zijn de schaduwzijden van het uitlenen van aandelen?

Het uitlenen van aandelen plaatst een institutionele belegger voor een aantal dilemma's. Ten eerste raakt hij het stemrecht kwijt dat aan de aandelen is verbonden als hij zijn aandelen uitleent en kan het voorkomen dat ofwel op de aandelen in een algemene vergadering in het geheel niet wordt gestemd ofwel dat het stemrecht wordt uitgeoefend door een inlener op een manier die niet noodzakelijk in het belang is van de uitlener en economisch eigenaar van de aandelen. Dit kan haaks staan op het stembeleid van de uitlenende institutionele belegger. Ten tweede kunnen de uitgeleende aandelen, zoals hierboven is beschreven, worden gebruikt voor speculatie op een daling van de beurskoers (*short* gaan). Als veel partijen in de markt tegelijk *short* gaan in een aandeel, kunnen zij gezamenlijk daarmee de verwachte koersdaling over zich afroepen (een *self-fulfilling prophecy* creëren): door het toegenomen aanbod zal de koers immers vanzelf gaan dalen. Hierbij bestaat het risico van marktmanipulatie.

Positie Eumedion

- Eumedion kan zich voorstellen dat in uitzonderlijke omstandigheden, teneinde een mogelijke *self-fulfilling prophecy* van *short selling* te doorbreken het *short* en/of *naked short* gaan tijdelijk wordt beperkt of geheel wordt verboden in effecten van ondernemingen die voor de financiële stabiliteit van levensbelang zijn. Benadrukt zij dat dit een tijdelijke maatregel zou moeten zijn, omdat *short* gaan in zijn algemeenheid kan bijdragen aan de liquiditeit en/of efficiëntie van de kapitaalmarkt. Institutionele beleggers hebben een eigen verantwoordelijkheid om steeds een kosten-batenanalyse te maken om te bepalen wat in een bepaalde situatie het beste belang van de begunstigen is.
- Via haar Handboek Corporate Governance 2008 propageert Eumedion bij haar deelnemers de toepassing van de *Securities Lending Code 2007* van het International Corporate Governance Network (ICGN). Deze Code wijst institutionele beleggers op hun eigen verantwoordelijkheid om te voorkomen dat de faciliteit van *securities lending* wordt misbruikt door uitoefening van het stemrecht door de inlener op een wijze die niet in het belang is van de uitlener, de economisch eigenaar.
- Eumedion heeft reeds in 2006 de positie ingenomen dat het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers in voor de beursgenoteerde vennootschap gebeurtenisgedreven (*event driven*) situaties dient te worden ontmoedigd. Het risico bestaat dat bepaalde inlenende partijen het stemrecht op de ingeleende aandelen misbruiken. Indien een bepaalde algemene vergadering een dergelijke *event driven* situatie kan opleveren, attendeert Eumedion haar deelnemers hierop een geeft zij in overweging om de eventueel uitgeleende aandelen voor de registratiedatum terug te eisen (*recallen*), zodat de uitlenende institutionele belegger in de algemene vergadering zelf het stemrecht kan uitoefenen op de desbetreffende aandelen.