

# Financial Law Institute

Working Paper Series

**WP 2010-03**



**Filip BOGAERT**

**Het verbod op short selling**

**March 2010**

**WP 2010-03**

**Filip BOGAERT**

## **Het verbod op short selling**

### **Abstract**

**The article provides a general definition of naked and covered short selling and assesses the impact of short selling on the settlement procedures, efficient price discovery and market liquidity. Subsequently the Belgian emergency measures concerning short selling, which were introduced by the Royal Decree of 23 September 2008, are thoroughly examined. By way of conclusion CESRs recent model of a pan-European disclosure regime for net short position in shares is reviewed and compared with the Belgian emergency measures.**

**To be published in**



# Het verbod op short selling

## Belgische reglementering en Europese ontwikkelingen

Filip Bogaert<sup>1</sup>

### 1. Situering

1. Short selling is de verkoop van financiële instrumenten, meestal aandelen, waarvan de verkoper bij het aangaan van de transactie geen eigenaar is. Na het sluiten van de transactie zal de verkoper het verkochte instrument moeten leveren met het oog op de vereffening ('*settlement*') van de transactie<sup>2</sup>. Naar gangbare marktpraktijk gebeurt de vereffening binnen de drie dagen na het sluiten van de transactie<sup>3</sup> (D+3). In bepaalde gevallen wordt gestreefd naar een vereffening op de dag van het sluiten van de transactie of de dag nadien (D+0 of D+1)<sup>4</sup>. Aangezien de short seller geen eigenaar is van de verkochte financiële instrumenten zal hij de leveringsplicht moeten nakomen met geleende instrumenten.

2. Bij de vereffening van de transactie kunnen zich twee situaties voordoen. Ofwel beschikt de verkoper over de benodigde financiële instrumenten en zal hij zijn leveringsplicht kunnen honoreren. Hiervoor dient de verkoper bij de aanvang van de transactie de verkochte instrumenten effectief te lenen of moet hij alvast de nodige afspraken<sup>5</sup> daartoe maken. Deze vorm van short selling, waarbij de verkoper op voorhand voorziet in een passende dekking voor de nakoming van zijn toekomstige leveringsplicht wordt aangeduid met de benaming "covered short selling"<sup>6</sup>. De verkoper-ontlener zal dan later de geleende financiële instrumenten moeten teruggeven aan de uitlener. Indien de verkoper noch de financiële instrumenten leent, noch de nodige afspraken daartoe maakt, spreekt men van "naked short selling"<sup>7</sup>. Dergelijke transactie kan uitdraaien op een "failure to deliver" ('FTD')<sup>8</sup> wanneer de naked short seller er niet in slaagt om de verkochte financiële instrumenten tijdig te leveren. Bij naked short selling is er dus een verhoogde kans op een FTD, wat echter niet hoeft te betekenen dat naked short selling steeds zal uitdraaien op een FTD. De vooropgestelde definities moeten met de nodige omzichtigheid worden benaderd omdat een aantal Europese landen afwijkende definities hanteren<sup>9</sup>.

3. De short seller zet in op een daling van de koers van het financieel instrument. Hij hoopt immers eerst hoog te verkopen en daarna laag te kunnen inkopen<sup>10</sup>. Op het ogenblik dat de short seller de transactie aangaat, is het voor de marktdeelnemers onmogelijk om uit te maken of de verkoper de nodige dekking heeft voorzien. Dit zal immers pas duidelijk worden bij de afwikkeling van de transactie. De naked short sale kan op dat ogenblik resulteren in een FTD. Alle FTDs zijn echter niet terug te brengen tot naked short sales. Ook een covered short sale kan uitmonden in een FTD wanneer de verkoper de financiële instrumenten bijv. niet aangeleverd krijgt van de uitlener. Een "failure to receive" is dan de oorzaak van de FTD.

---

<sup>1</sup> Assistent Instituut voor Financieel Recht (UGent), advocaat aan de balie te Gent.

<sup>2</sup> V. FOTAK, V. RAMAN en P.K. YADAV, "Naked short selling: the emperor's new clothes?", <http://ssrn.com/abstract=1408493>, 2009, 1.

<sup>3</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 382.

<sup>4</sup> H. DE VAUPLANE en J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Parijs, Litec, 2001, 552-553.

<sup>5</sup> Hiervoor wordt vaak gebruik gemaakt van een repo, waardoor de ontlener het eigendomsrecht verwerft over de geleende financiële instrumenten.

<sup>6</sup> ESME, "Position on short selling", [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm), 19 maart 2009, 21.

<sup>7</sup> Zie <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>; ESME, "Position on short selling", [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm), 19 maart 2009, 21.

<sup>8</sup> V. FOTAK, V. RAMAN en P.K. YADAV, "Naked short selling: the emperor's new clothes?", <http://ssrn.com/abstract=1408493>, 2009, 1.

<sup>9</sup> Voor een overzicht zie ESME, "Position on short selling", [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm), 19 maart 2009, 20.

<sup>10</sup> J.W. WELBORN, "The 'phantom shares' menace", *Regulation* 2008, 54.



4. Bij een FTD zal de positie voor de maximale door het reglement van de beurs of verrekeningsinstelling toegelaten duur open blijven staan, waarop dan meestal een close-out volgt. De niet geleverde financiële instrumenten zullen dan voor rekening van de naked short seller alsnog worden ingekocht en worden geleverd aan de koper<sup>11</sup>.

## 2. De regulering van short selling en de vrees voor “bear raids”

5. Voor 1930 was de manipulatie van aandelenkoersen d.m.v. short selling schering en inslag op de Amerikaanse markten<sup>12</sup>. De short selling ging dan meestal gepaard met andere bedenkelijke praktijken, zoals het verspreiden van valse geruchten<sup>13</sup> of bestuurders die handelden in de aandelen van de bestuurde vennootschap. De Securities Exchange Act maakte komaf met deze misbruiken door het verspreiden van niet correcte informatie en misbruik van voorwetenschap te verbieden. Short selling<sup>14</sup> zelf werd niet verboden omdat er geen aanwijzingen werden gevonden dat short selling, zonder de geschetste begeleidende omstandigheden een negatieve impact had op de marktintegriteit. Om een dam op te werpen tegen de verspreiding van valse geruchten werd alvast de doorstroom van informatie van de genoteerde ondernemingen naar de markt bevorderd.

6. Toen de financiële crisis van 2008 uitbrak, was short selling in de meeste landen niet verboden of gereguleerd<sup>15</sup>. Enkel Litouwen kende blijkbaar een verbod op short selling<sup>16</sup>. Toen de ondergang van Lehman Brothers in september 2008 duidelijk maakte dat de Amerikaanse subprime crisis zich zou ontwikkelen tot een wereldwijde kredietcrisis, namen talrijke landen noodmaatregelen om short selling te verbieden of te onderwerpen aan strikte voorwaarden<sup>17</sup>. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk beten daarin de spits af.

7. Deze noodmaatregelen waren ingegeven vanuit de op dat ogenblik heersende opvatting dat de aanzienlijke daling van de beurskoersen van bepaalde emittenten in de financiële en verzekeringssector werd veroorzaakt door “bear raids” van short sellers<sup>18</sup>. Een bear raid is een actie waarbij een grote trader of een in onderling overleg handelende groep van traders op grote schaal de aandelen van één onderneming gaat shorten<sup>19</sup>. Door de schaal van de transactie ontstaat er plots een enorme toevloed van aandelen aan de aanbodzijde van de markt, waardoor de prijs van het aandeel snel daalt. In bepaalde gevallen worden samen met de bear raid negatieve geruchten over de emittent verspreid<sup>20</sup>. Beide omstandigheden leiden meestal tot een aanzienlijke en forse daling van de beurskoers. Hierdoor worden bevroese investeerders aangezet tot een sell-off en liquidatie van hun posities waardoor het overaanbod van aandelen nog verder toeneemt en de koers verder erodeert.

8. Het opzet van een bear raid bestaat er dus in om d.m.v. short selling een kunstmatig overaanbod te creëren en op die manier de aandelenkoers te doen dalen. Na de daling van de

<sup>11</sup> IOSCO, “Report on transparency of short selling”, [www.iosco.org](http://www.iosco.org), juni 2003, 4.

<sup>12</sup> S.S. HUEBNER, *The stock market*, New York, Appleton – Century, 1934, 397.

<sup>13</sup> F. ALLEN en D. GALE, “Stock-price manipulation”, *The review of financial studies* 1992, vol. 5, nr. 3, 521.

<sup>14</sup> F. ALLEN en D. GALE, “Stock-price manipulation”, *The review of financial studies* 1992, vol. 5, nr. 3, 506.

<sup>15</sup> Voor een overzicht van de maatregelen per land zie: S. GRUENEWALD, A.F. WAGNER en R.H. WEBER, “Emergency short selling restrictions in the course of the financial crisis”, <http://ssrn.com/abstract=1441236>, 2009, 6-15; CESR, “Measures adopted by CESR members on short selling”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), eerste versie 22 september 2008, bijgewerkt op 9 oktober 2009, CESR/08-742.

<sup>16</sup> J. BABARSKAS, “Are legal obstructions hindering Lithuanian capital market growth?”, *International Journal of Baltic Law* 2002, 1, 20.

<sup>17</sup> Voor een overzicht van de maatregelen: zie voetnoot 15.

<sup>18</sup> Zie V. FOTAK, V. RAMAN en P.K. YADAV, “Naked short selling: the emperor’s new clothes?”, <http://ssrn.com/abstract=1408493>, 2009, 1; R.J. FULD, “Statement before the United States House of Representatives Committee on oversight and government reform”, 6 oktober 2008.

<sup>19</sup> F. ALLEN en D. GALE, “Stock-price manipulation”, *The review of financial studies* 1992, vol. 5, nr. 3, 503-504.

<sup>20</sup> IOSCO, “IOSCO Technical Committee Members’ Initiatives Relating to Restrictions on Short Sales”, <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf>, 2 oktober 2008, 2.

koers zal de short seller de aandelen goedkoop kunnen inkopen en zijn winst verzilveren. In een volgende fase wordt het hele proces opnieuw opgestart, waardoor de aandelenkoers nog verder daalt en de waarde van het aandeel uiteindelijk volledig erodeert. De verschillende noodmaatregelen m.b.t. short selling strekten er in de eerste plaats toe een snelle koersdaling van de aandelen van de emittenten in de financiële sector te vermijden, zo niet minstens te vertragen.

9. Deze maatregelen werden nodig geacht omdat short selling van aandelen van financiële instellingen een bijkomende problematische en systemische dimensie kan krijgen. In de kredietcrisis ervoeren de op zich solvabele instellingen reeds een zekere liquiditeitsdruk, die toenam wanneer zij door de dalende aandelenkoersen werden geconfronteerd met de inkrimping van de aan hen toegestane kredieten<sup>21</sup>. Bovendien interpreteerden vele spaarders de dalende beurskoers als een teken van de tanende solvabiliteit van de instelling, wat de spaarders aanzette tot het opvragen van hun tegoeden, hetgeen de liquiditeitsdruk op de instelling nog verhoogde. Voornoemde gevallen kunnen in extreme situaties het faillissement van de instelling<sup>22</sup> veroorzaken en de financiële stabiliteit bedreigen.

10. In 2008 leefde de opvatting dat het systemisch risico, bestaande uit het plots wegvallen van het vertrouwen in de – beursgenoteerde - kredietinstellingen op korte termijn het best konden worden ingeperkt door de abusieve short selling in te dijken, onverminderd maatregelen van diverse andere aard. Verschillende landen namen een wetgevend initiatief dat bestond uit een combinatie van of een variant op de volgende maatregelen<sup>23</sup>:

- a) het aan banden leggen van naked short selling door marktdeelnemers te verplichten om de nodige dekking te voorzien alvorens de positie aan te gaan;
- b) marktdeelnemers te verplichten om short sales of netto short posities kenbaar te maken aan het publiek of de toezichthouder;
- c) strikt toezicht te houden op de markten en abusieve short selling op te sporen;
- d) de uitwisseling van de bekomen gegevens tussen de toezichthouders met het oog op de beteugeling van misbruiken.

11. Negen maanden na de invoering van de diverse noodmaatregelen waren de reacties heel uiteenlopend. Sommigen landen schraptten het verbod op naked short selling voorgoed, anderen verlengden of wijzigden de genomen maatregelen. Kortom, van enige coördinatie was helemaal geen sprake<sup>24</sup>.

### **3. Short selling: de aanwending, pro's en contra's**

#### **A. Het gebruik van short selling**

12. Wat voorafgaat kan de verkeerde indruk wekken dat de problematiek en discussie rond short selling pas is gerezen in september 2008. Nochtans was short selling reeds vóór het uitbreken van de financiële crisis een veelbesproken onderwerp. In dit debat stond de vraag centraal of short selling een gunstige impact heeft op de efficiëntie en integriteit van de markt, dan wel bijzondere risico's in het leven riep, die regulering noodzakelijk maken<sup>25</sup>. In 2008

---

<sup>21</sup> IOSCO, "IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating to Restrictions on Short Sales", <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf>, 2 oktober 2008, 2; A. VAN CAUWENBERGE, "Belgische noodmaatregelen met betrekking tot "short selling" van effecten uitgegeven door emittenten van de financiële sector", *Bank. Fin. R.* 2008, 420.

<sup>22</sup> IOSCO, "IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating to Restrictions on Short Sales", <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf>, 2 oktober 2008, 2.

<sup>23</sup> IOSCO, "IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating to Restrictions on Short Sales", <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf>, 2 oktober 2008, 2.

<sup>24</sup> CESR, "Public statement. Markets participants consultative panel", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 30 juli 2009, CESR/09-769, 3.

<sup>25</sup> In juni 2003 publiceerde IOSCO haar "Report on transparency of short selling". Ook daarvoor kwam short selling reeds ter sprake in verschillende IOSCO rapporten. Zie bijv. IOSCO Objectives and principles

werd het debat dus alleen maar verrijkt met een nieuw element, nl. de koppeling tussen short selling en het systeemrisico.

13. Short selling is geen nieuwe techniek en wordt al vanaf het ontstaan van de eerste beurzen op grote schaal toegepast. De houder van een short positie zet - in tegenstelling tot de houder van een longpositie - in op een daling van de aandelenkoers. Deze karakteristiek maakt dat short selling kan worden aangewend voor het afdekken van risico's, die hun oorsprong vinden in een long positie. Short selling is daarom een belangrijk instrument voor het risicobeheer en komt in dat geval tegemoet aan reële economische behoeften van de short seller. Zoals de bear raids illustreren kan short selling daarnaast ook worden gebruikt voor louter speculatieve doeleinden.

### **B. De voordelen van short selling**

14. Het feit dat short selling toelaat om in te zetten op een prijsdaling van een bepaald financieel instrument en dus toelaat een negatieve visie m.b.t. de prijszetting van een financieel instrument tot uitdrukking te brengen, maakt dat het gebruik van de techniek een gunstige impact heeft op het prijsvormingsmechanisme<sup>26</sup>. Short selling bevordert en versnelt de correcte waardering van overgewaardeerde aandelen<sup>27</sup>. Een verbod op short selling zou dus de incorporatie van ongunstige informatie in de prijs van het aandeel vertragen. De techniek verhoogt dus de marktefficiëntie.

15. Naast een vertraging van het prijsvormingsmechanisme, zal een algemeen en ongenueanceerd verbod op short selling vermoedelijk ook het gedrag van marktdeelnemers beïnvloeden die willen investeren in een bepaald aandeel (long positie) aangezien het voor hen moeilijker wordt om de risico's die uit deze positie voortvloeien tijdelijk af te dekken. Een beperking van de afdekkingsmogelijkheden kan de marktdeelnemers er dus van weerhouden om aandelen te kopen waardoor het transactievolume<sup>28</sup> zal terugvallen, de liquiditeit daalt en de prijsvorming vertraagt<sup>29</sup>. De liquiditeit wordt dus verbeterd door short selling.

16. Bovendien is de short selling een belangrijk instrument voor de market makers in bijv. de derivatenhandel. Market makers zijn marktdeelnemers die zich verbinden om de liquiditeit in een bepaalde markt te stimuleren door zich aan te bieden als koper en verkoper<sup>30</sup>. De aanwezigheid van een marktdeelnemer die steeds bereid is om te kopen of te verkopen vermijdt grote en abrupte schommelingen in de koersen en de transactievolumes (volatiliteit). Bij een tijdelijk tekort aan bepaalde financiële instrumenten veroorzaakt door bijv. een verhoogde vraag of een beperkt aantal verkopers, zal de market maker zich immers toch aanbieden als verkoper, waarvoor hij desgevallend short zal moeten gaan<sup>31</sup>. De meeste

---

of securities regulation, september 1998, nr. 13.11.3 en IOSCO Emerging Markets Committee Report, Short selling and securities lending: issues for consideration, mei 1997.

<sup>26</sup> M. BRENNER en M.G. SUBRAHMANYAM, "Short selling" in V.V. ACHARYA en M. RICHARDSON (eds.), *Restoring financial stability: how to repair a failed system*, Hoboken, New Jersey, J. Wiley & Sons, 2009, 171; ESME, "Position on short selling", [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm), 19 maart 2009, 5.

<sup>27</sup> D.W. DIAMOND en R.E. VERRECCHIA, "Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information", *Journal of financial economics* 1987, 18, 279; FOTAK, RAMAN en YADAV komen tot de bevinding dat in de periode van 15.7.08 en 12.8.08 toen de SEC naked short selling van 19 financiële instrumenten verbood, de verhandelde volumes significant lager lagen, de liquiditeit afnam en de prijsvorming vertraagde.

<sup>28</sup> M. BRENNER en M.G. SUBRAHMANYAM, "Short selling" in V.V. ACHARYA en M. RICHARDSON (eds.), *Restoring financial stability: how to repair a failed system*, Hoboken, New Jersey, J. Wiley & Sons, 2009, 172.

<sup>29</sup> I. POLLACK, *Short-sale regulation of Nasdaq securities*, Washington DC, National Association of Securities Dealers, 1986; J.W. WELBORN, "The 'phantom shares' menace", *Regulation*, 2008, 52.

<sup>30</sup> J.W. WELBORN, "The 'phantom shares' menace", *Regulation* 2008, 54.

<sup>31</sup> [www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm](http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm)

noodmaatregelen die in 2008 werden ingevoerd voorzagen in een uitzondering voor market makers.

17. Het hoofdzakelijk Amerikaans empirisch onderzoek naar de gevolgen van short selling op de marktkwaliteit komt niet altijd tot eensgezinde besluiten, maar de meerderheid lijkt alvast aan te geven dat short selling de efficiëntie en liquiditeit van de markt op gunstige wijze beïnvloedt<sup>32</sup>. In dit onderzoek wordt er quasi nooit een onderscheid gemaakt tussen covered en naked short selling<sup>33</sup>. Zoals eerder aangestipt kan men zich de vraag stellen of dit onderscheid wel relevant is aangezien het verschil niet bij het aangaan van de transactie, maar pas in een latere fase tot uiting komt.

### C. De nadelen van short selling

18. Uit wat voorafgaat blijkt dat short selling in wezen een gunstige impact heeft op de efficiëntie en liquiditeit van de markt. De voordelen verdwijnen echter wanneer de short selling gepaard gaat met andere omstandigheden die onder de noemer van de markmanipulatie kunnen worden geplaatst<sup>34</sup>. Het probleem zit dan eigenlijk niet in de short selling an sich, maar wel in het concrete gebruik dat er in een bepaalde situatie van wordt gemaakt. In de eerste plaats kan de short selling worden aangewend om de prijs van aandelen op negatieve wijze te beïnvloeden door een zgn. bear raid<sup>35</sup> (zie supra nr. 7).

19. De vraag of short selling daadwerkelijk de ondergang van een onderneming kan bewerkstelligen, is omstreden. De ondernemingen, waarvan de aandelen het voorwerp uitmaakten van een bear raid, boekten meestal slechte bedrijfsresultaten, die op zich reeds vragen konden doen rijzen bij hun overlevingskansen. De samenloop van de short selling met de slechte bedrijfsresultaten maakt het moeilijk om na te gaan welk feit precies de ondergang van de onderneming heeft veroorzaakt. Daarbij moet in rekening worden gebracht dat de natuurlijke reflex van de bestuurders van een dergelijke onderneming erin bestaat om de ondergang te verklaren vanuit een externe oorzaak zoals de short selling<sup>36</sup>. In werkelijkheid echter bleek de chronologie vaak omgekeerd te zijn en reageerden de short sellers op een plotse koersdaling of een rating downgrade. Zij kwamen dus pas in actie nadat de informatie over de onderneming publiek bekend was geworden<sup>37</sup>. De koersdaling leek dus niet te zijn veroorzaakt door de short sellers<sup>38</sup>.

---

<sup>32</sup> Voor theoretische modellen zie ondermeer: J. SCHEINKMAN en W. XIONG, "Overconfidence and speculative bubbles", *Journal of political economy* 2003, 111, 1183 – 1219; D. ABREU en M.K. BRUNNERMEIER, "Synchronization risk and delayed arbitrage", *Journal of financial economics* 2002, 66, 341 – 360. Voor empirisch onderzoek zie E. BOEHMER, C.H. JUNES en X. ZHANG, "Which shorts are informed?", *Journal of finance* 2008, 63, 491 – 526; A. BRIS, W.N. GOETZMANN en N. ZHU, "Efficiency and the bear: short sales and markets around the world", *Journal of finance* 2003, 62, 1029 – 1079; E. OFEK en M. RICHARDSON, "Dotcom mania: the rise and fall of internet stock prices", *Journal of finance* 2003, 74, 205 – 342; ESME, "Position on short selling", [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm), 19 maart 2009, 6.

<sup>33</sup> Soms wordt geargumenteed dat geen onderscheid tussen naked en covered short selling moet worden gemaakt: C.L. CULP en J.B. HEATON, "Naked shorting", <http://ssrn.com/abstract=982898>, 2007.

<sup>34</sup> V. FOTAK, V. RAMAN en P.K. YADAV, "Naked short selling: the emperor's new clothes?", <http://ssrn.com/abstract=1408493>, 2009, 2 en 6; A. SHKILKO, B.F. VAN NESS en R.A. VAN NESS, "Price-destabilizing short selling", <http://www.degroote.mcmaster.ca/faculty/rsconference/documents/PredatoryShortSelling.pdf>, 2003.

<sup>35</sup> V. FOTAK, V. RAMAN en P.K. YADAV, "Naked short selling: the emperor's new clothes?", <http://ssrn.com/abstract=1408493>, 2009, 2 en 6; B.F. VAN NESS en R.A. VAN NESS, "Price-destabilizing short selling", <http://www.degroote.mcmaster.ca/faculty/rsconference/documents/PredatoryShortSelling.pdf>, 2003.

<sup>36</sup> SEC, "Keypoints about regulation SHO", <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>, 2005.

<sup>37</sup> CESR, "Public statement. Markets participants consultative panel (MPCP)", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 30 juli 2009, CESR/09-769, 3.

<sup>38</sup> V. FOTAK, V. RAMAN en P.K. YADAV, "Naked short selling: the emperor's new clothes?", <http://ssrn.com/abstract=1408493>, 2009, 4.

20. Uit het voorgaande mag echter niet worden geconcludeerd dat short selling geen negatieve effecten teweeg kan brengen. De short selling versnelt de incorporatie van ongunstige informatie in de prijs van een aandeel en bevordert de correctie (prijzdaling) van een overgewaardeerd instrument. De short selling kan dit correctieproces echter zodanig versnellen dat zich tegenover de snelle toename van het aanbod aan financiële instrumenten en de daarmee gepaard gaande prijsdaling geen corresponderende stijging van de vraag kan ontwikkelen, waardoor de koers van het financieel instrument snel in elkaar zakt. Het voordeel van de snellere opname van de informatie in de markt, heeft dus het potentieel om de goede werking van de markt te verstoren<sup>39 40</sup>.

21. De naked short selling wordt meestal in het bijzonder geïllustreerd omwille van de mogelijke verstoring van de vereffening door verkopers die hun leveringsplicht niet nakomen. De wanprestatie van een verkoper kan een cascade aan problemen veroorzaken. De koper zal bijv. niet in staat zijn om het stemrecht verbonden aan de gekochte aandelen uit te oefenen of zelf zijn leveringsplicht niet kunnen honoreren wanneer de aankoop van de aandelen deel uitmaakt van een reeks opeenvolgende transacties. Ook dit zijn geen nieuwe elementen. In 1986 waarschuwde POLLACK<sup>41</sup> in zijn onderzoek m.b.t short selling op NASDAQ dat short selling zonder adequate settlement procedures een bedreiging kan inhouden voor de integriteit van de markt en open lag voor misbruiken. Deze problemen hebben per definitie een negatieve impact op de efficiëntie van de markt aangezien zij de transactiekosten doen stijgen.

#### **D. De wenselijkheid van een verbod op short selling**

22. Nu is gebleken dat short selling een gunstige impact heeft op de efficiëntie en integriteit van de markt en dat de problemen die zich in deze context stellen eerder toe te schrijven zijn aan de begeleidende omstandigheden die zich samen met de short selling voordoen, kan worden besloten dat een algemeen verbod op short selling zijn doel voorbij zou schieten. Een algemeen verbod op short selling bemoeilijkt het om een negatief sentiment m.b.t. een bepaald aandeel tot uitdrukking te brengen en vertraagt de opname en verspreiding van deze informatie in de markt, wat de kopers van het aandeel mogelijk te veel doet betalen omdat de informatie pas laatstijdig beschikbaar is.

23. Rekening houdend met de problemen die zich m.b.t. de naked short selling bij de vereffening van de transactie stellen, kan een verbod op naked short selling nog worden overwogen al zullen hiermee uiteraard niet alle FTDs kunnen worden uitgesloten (zie supra nr. 3).

24. Om de voordelen van de short selling maximaal te laten spelen, geniet het waarschijnlijk de voorkeur om te focussen op de misbruiken en randomstandigheden waarmee de short selling gebeurlijk gepaard gaat i.p.v. op het fenomeen zelf. De regulering lijkt intussen dit pad te bewandelen. Het verbod op (naked) short selling kwam in de meeste landen te vervallen of wordt herzien en in plaats daarvan kwamen verplichtingen tot het rapporteren van short posities aan de markt en/of de toezichthouder. Op die manier kan een 'overreactie' van de markt op short selling waarschijnlijk worden vermeden. De vraag hoe de koppeling tussen de beurskoers van financiële instellingen en het systeemrisico het best kan worden aangepakt, blijft intussen echter onbeantwoord.

---

<sup>39</sup> IOSCO, "Report on transparency of short selling", [www.iosco.org](http://www.iosco.org), juni 2003, 8.

<sup>40</sup> Met het Emergency Order van 15.7.08 verbood de SEC naked short selling van financiële instrumenten van bepaalde financiële instellingen. Naked short selling werd geacht het normale prijsvormingsmechanisme te verstoren en de dalende tendensen te versterken: "False rumors can lead to a loss of confidence in our markets. Such loss of confidence can lead to panic selling, which may be further exacerbated by "naked" short selling. As a result, the prices of securities may artificially and unnecessarily decline well below the price level that would have resulted from the normal price discovery."

<sup>41</sup> I. POLLACK, *Short-sale regulation of Nasdaq securities*, Washington DC, National Association of Securities Dealers, 1986.



## 4. De Belgische regeling in afwachting van een gecoördineerd Europees initiatief

### A. Algemeen

25. Op 23 september 2008 werd het KB tot vaststelling van bepaalde handelingen die marktmisbruik uitmaken uitgevaardigd. Het KB voert een beperkt verbod in op naked short selling ten aanzien van welbepaalde aandelen en legt marktdeelnemers daarnaast een private rapporteringsplicht en publieke openbaarmakingsplicht (zie nr. 36) op. Met dit initiatief sloot België zich destijds aan bij de toenmalige internationale tendens tot uitvaardiging van tijdelijke noodmaatregelen i.v.m. short stelling.

26. De aanhef van het KB wijst uit dat de Belgische regeling ook was geïnspireerd vanuit de betrachting om het systeemrisico te beperken<sup>42</sup>. Meerbepaald werd overwogen dat *“deze maatregelen zich in de huidige context (...) opdringen voor in België beursgenoteerde systeemgevoelige Belgische emittenten uit de financiële sector, gelet op hun belang voor het vertrouwen in de financiële markten.”* Daarnaast beoogde de regeling duidelijk ook om abusieve short-selling aan banden te leggen en op die manier *“bij te dragen tot de bescherming van de integriteit en de goede werking van de markten en tot de versterking van het beleggervertrouwen”*. Verder bevat de aanhef ook een uitdrukkelijke verwijzing naar de internationale initiatieven die in diezelfde periode werden genomen.

27. De regeling was aanvankelijk geconcipeerd als een noodmaatregel van bepaalde duur. Bij KB van 23 september 2009<sup>43</sup> werd de regeling voor onbepaalde duur verlengd omdat de toestand nog niet genormaliseerd was en de noodmaatregelen ook in de buurlanden van kracht bleven<sup>44</sup>. Dit in afwachting van een gecoördineerd Europees initiatief.

### B. De wettelijke basis van het KB van 23 september 2008

28. Art. 25 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (hierna ‘WFT’) verbiedt in essentie een aantal handelingen die worden bestempeld als marktmisbruik. Dergelijke handelingen zijn zowel verboden met betrekking tot financiële instrumenten die worden verhandeld op een buitenlandse of Belgische gereglementeerde markt, een andere markt of een alternatief verhandelingsstelsel, als met betrekking tot de financiële instrumenten waarvan de verhandeling op een voornoemde markt of systeem is aangevraagd.

29. Voor financiële instrumenten die worden verhandeld op een Belgische markt of systeem viseert het verbod zowel de in België als in het buitenland gestelde handelingen<sup>45</sup>. Het is zonder belang of de financiële instrumenten op de bedoelde markten of OTC worden verhandeld<sup>46</sup>.

30. Verder verleent art. 25, § 1, 5° WFT de Koning de bevoegdheid om op advies van de CBFA andere verboden handelingen te bepalen die de integriteit of de goede werking van de markt (kunnen) verstoren. In uitvoering van deze bepaling heeft de Koning met het KB van 23 september 2008<sup>47</sup> een aantal bijkomende marktmisbruiken gespecificeerd.

### C. Drie bijkomende vormen van marktmisbruik

#### a) Orders voor niet toegelaten “ongedekte transacties”

31. Vooreerst verbiedt het KB “ongedekte transacties”<sup>48</sup>. Hieronder worden verstaan:

---

<sup>42</sup> KB 23 september 2008, B.S. 25 september 2008, 50040.

<sup>43</sup> KB van 23 september 2009 tot wijziging van het KB van 23 september 2008 tot vaststelling van bepaalde handelingen die marktmisbruik uitmaken, B.S. 24 september 2009, 63733.

<sup>44</sup> CBFA, “Jaarverslag 2008 – 2009”, [http://www.cbfa.be/nl/publications/ver/pdf/cbfa\\_2008.pdf](http://www.cbfa.be/nl/publications/ver/pdf/cbfa_2008.pdf), 65.

<sup>45</sup> Art. 25, § 3, 1° WFT.

<sup>46</sup> Art. 25, § 3, 1° WFT.

<sup>47</sup> B.S. 25 september 2008, 50040.

<sup>48</sup> Art. 1,1° en 2, § 1 K.B. 23 september 2008.

- a) orders voor transacties in aandelen of aandelencertificaten, ongeacht of het gaat om contante transacties of transacties op termijn, waarbij op het tijdstip van het verkooporder geen volledige dekking voorhanden is.
- b) orders voor derivatentransacties met uitgestelde levering waarbij op het tijdstip van het order geen volledige dekking voorhanden is.

32. Het eerste verbod richt zich tot de naked short selling, terwijl het tweede hoofdzakelijk de putopties viseert, waarmee eveneens een short positie mee tot stand kan worden gebracht. Afgedekte short posities, waar de levering van het instrument verzekerd is, ressorteren niet onder het verbod. Covered short selling is en blijft dus toegelaten, al wordt dit wel bemoeilijkt door de aanbeveling van de CBFA om geen financiële instrumenten uit te lenen (zie nr. 53).

33. De Koning kende de CBFA de bevoegdheid toe om de voornoemde bepalingen en meer bepaald het begrip “dekking” te verduidelijken.<sup>49</sup> Volgens de toelichting is een transactie gedekt wanneer de belegger de financiële instrumenten die het voorwerp zijn van de verkoop of van de derivatentransactie bij het aangaan van de transactie (D) in zijn bezit heeft doordat de belegger hetzij<sup>50</sup>:

- (i) op voorhand in het bezit was van de financiële instrumenten of door een effectenlening;
- (ii) de financiële instrumenten op D+3 geleverd zal krijgen uit hoofde van de effectenlening;
- (iii) de financiële instrumenten gekocht heeft en deze uiterlijk op D+3 geleverd zal krijgen.

34. Het verbod op “ongedekte transacties” heeft evenmin een algemene draagwijdte, maar beperkt zich tot transacties met als voorwerp de “emittenten in de financiële sector”, waarvan de aandelen(certificaten) toegelaten zijn op een Belgische gereguleerde markt<sup>51</sup>. Deze emittenten<sup>52</sup> zijn terug te vinden in een lijst die als bijlage aan het KB werd opgenomen<sup>53</sup>.

**b) De medewerking aan niet toegelaten “ongedekte transacties”**

35. Het is een “gekwalificeerd tussenpersoon” verboden om zijn medewerking te verlenen aan een niet toegelaten ongedekte transactie. De tussenpersoon werkt mee als hij nalaat redelijke maatregelen te nemen om zich ervan te vergewissen dat er bij aanvang van de transactie voldoende dekking voorhanden is<sup>54</sup>. Dit omvat tevens de verplichting om zijn klant te wijzen op het bestaan en de draagwijdte van de regeling<sup>55</sup>.

**c) De rapporterings- en openbaarmakingsplicht**

36. Marktdeelnemers zijn voortaan verplicht om een gecumuleerde netto-economische baissepositie, die meer bedraagt dan 0,25% van de stemrechtverlenende aandelen van een emittent in de financiële sector (zoals opgenomen in de bijlage van het KB), op passende wijze te melden aan de markt en de CBFA<sup>56</sup>. De overschrijding van de drempel dient voor het einde van de volgende handelsdag te worden gemeld. Een daling van de positie onder de drempel moet eveneens worden gemeld.

---

<sup>49</sup> Art. 1, 1° KB 23 september 2008.

<sup>50</sup> Zie CBFA, “Q&A about new short selling rules announced by the CBFA (update)”, [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be), 28 mei 2009, B.8; A. VAN CAUWENBERGE, “Belgische noodmaatregelen met betrekking tot “short selling” van effecten uitgegeven door emittenten van de financiële sector”, *Bank. Fin.R.* 2008, 421, 3.

<sup>51</sup> Art. 1, 1° KB 23 september 2008.

<sup>52</sup> De lijst in bijlage aan het KB van 23 september 2008 vermeldt: Dexia SA, Fortis NV/SA, ING Groep NV, KBC Ancora Comm. VA, KBC Groep NV. Bij KB van 22 september 2009 (B.S. 24 september 2009, 63733) werd ING Groep NV geschrapt van de lijst.

<sup>53</sup> Art. 1, 2° KB 23 september 2008.

<sup>54</sup> Art. 2, § 1, 2° KB 23 september 2008.

<sup>55</sup> CBFA, “Q&A about new short selling rules announced by the CBFA (update)”, [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be), 28 mei 2009, B.12.

<sup>56</sup> Art. 3, lid 1 KB 23 september 2008.

37. Ook op dit vlak komt de CBFA de bevoegdheid toe om de draagwijdte van de verplichting te verduidelijken en ondermeer de wijze te specificeren waarop de informatie moet worden kenbaar gemaakt<sup>57</sup>.

#### **D. De inwerkingtreding van het KB**

38. Het KB trad in werking op 22 september 2008<sup>58</sup>. De openbaarmaking van de baissepositie diende voor het eerst te gebeuren op 25 september 2008<sup>59</sup>. Aanvankelijk voorzag het KB in een looptijd van drie maanden met een machtiging aan de Minister van Financiën om de termijn te wijzigen<sup>60</sup>. In navolging van deze bepaling werd de looptijd van de regeling aanvankelijk bij ministerieel besluit verlengd tot 20 maart 2009<sup>61</sup> en 1 juni 2009<sup>62</sup>. Bij KB van 22 september 2009 verkreeg de tijdelijke regeling een onbepaalde geldigheidsduur en werd de bevoegdheid van de Minister van Financiën om de looptijd te bepalen opgeheven<sup>63</sup>.

#### **E. Twee uitzonderingen op het toepassingsgebied**

39. Het verbod op het aangaan en het meewerken aan “*ongedekte transacties*” geldt niet voor:

- (i) transacties die dateren van vóór de inwerkingtreding van het KB<sup>64</sup>.
- (ii) transacties van markthouders en liquiditeitsverschaffers die optreden als tussenpersoon op de contant- en derivatenmarkt of als tegenpartij bij bloktransacties mits de transactie (i) vereist is voor dekkingsdoeleinden of (ii) kadert in vervulling van hun verplichtingen<sup>65</sup>.

De CBFA maakte inmiddels gebruik van de haar bij KB verleende bevoegdheid om de draagwijdte van de tweede uitzondering te preciseren<sup>66</sup>.

40. De voormelde uitzonderingen gelden niet voor de rapporterings- en openbaarmakingsplicht.

#### **F. De sanctionering van inbreuken op de bepalingen van het KB**

##### **a) De mogelijke sancties**

41. Een inbreuk op art. 25, §1, 5° WFT en de bepalingen van het KB van 23 september 2008 kan op verschillende manieren worden gesanctioneerd. In de eerste plaats kan de CBFA de marktdeelnemer verzoeken om zich binnen een bepaalde termijn te confirmeren aan de bepalingen van de WFT en de uitvoeringsbesluiten<sup>67</sup>. Blijft deze in gebreke dan kan de CBFA haar visie met betrekking tot de inbreuk bekend maken<sup>68</sup> of een dwangsom opleggen. De dwangsom bedraagt minimum 250 Euro en maximaal 50.000 Euro per dag en is geplafonneerd tot een bedrag van 2.500.000 Euro<sup>69</sup>.

---

<sup>57</sup> Art. 3, lid 3 KB 23 september 2008.

<sup>58</sup> Art. 4 KB 23 september 2008.

<sup>59</sup> Art. 3, lid 4 KB 23 september 2008.

<sup>60</sup> Art. 4, lid 2 KB 23 september 2008.

<sup>61</sup> Art. 1 van het Ministerieel Besluit van 19 december 2008 tot verlenging van de gelding van het koninklijk besluit van 23 september tot vaststelling van bepaalde handelingen die marktmisbruik uitmaken, *B.S.* 22 december 2008, 677063.

<sup>62</sup> Art. 1 van het Ministerieel Besluit van 17 maart 2009 tot verlenging van de gelding van het koninklijk besluit van 23 september tot vaststelling van bepaalde handelingen die marktmisbruik uitmaken, *B.S.* 20 maart 2009, 23315.

<sup>63</sup> Art. 2 van het KB van 22 september 2009 tot wijziging van het KB van 23 september 2008 tot vaststelling van bepaalde handelingen die marktmisbruik uitmaken, *B.S.*, 24 september 2009, 63733.

<sup>64</sup> Art. 4 KB 23 september 2008.

<sup>65</sup> Art. 2, § 2 KB 23 september 2008.

<sup>66</sup> Zie CBFA, “Q&A about new short selling rules announced by the CBFA (update)”, [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be), 28 mei 2009, A.5.

<sup>67</sup> Art. 36, § 1 WFT.

<sup>68</sup> Art. 36, § 1, 1° WFT.

<sup>69</sup> Art. 36, § 1, 2° WFT.

42. Verder kan de CBFA de overtreder een administratieve geldboete<sup>70</sup> opleggen van minimaal 2.500 Euro en maximaal 2.500.000 Euro. Volledigheidshalve moet worden aangestipt dat het maximumbedrag kan worden verhoogd tot het dubbele wanneer de inbreuk de overtreder een vermogensvoordeel heeft opgeleverd. Is er sprake van herhaling, dan wordt het plafond verhoogd tot het drievoudige van het maximumbedrag. In de Q & A suggereert de CBFA alvast dat een inbreuk op het KB zal worden gesanctioneerd met een administratieve geldboete<sup>71</sup>.

43. Bepaalde inbreuken kunnen naargelang de concrete omstandigheden ook strafrechtelijk worden beteugeld. Art. 39, § 1, 2° WFT penaliseert immers zij die door om het even welk bedrieglijk middel orders of transacties hebben uitgevoerd die *“de activiteit op de markt, de koers van een financieel instrument, het transactievolume van een financieel instrument of het niveau van een marktindex kunstmatig of abnormaal beïnvloeden of kunnen beïnvloeden”*. Een zogenaamde bear raid die d.m.v. naked short selling wordt uitgevoerd, valt onder de strafbaarstelling.

44. Tot slot beschikt de CBFA in het kader van haar toezicht op de naleving van de regels inzake marktmisbruik over de bevoegdheid de handel in een bepaald financieel instrument op een onder haar toezicht ressorterende gereguleerde markt, MTF of enig ander handelsplatform te schorsen<sup>72</sup>. Deze maatregel legt alle handel (geoorloofde inbegrepen) tijdelijk stil en is dus moeilijk te gebruiken om het gedrag van één marktdeelnemer te beteugelen.

**b) Combinaties, transacties en/of orders met een gelijkaardig effect**

45. In de Q&A<sup>73</sup> stelt de CBFA dat een transactie, een order, of een combinatie daarvan die op zichzelf niet onder het toepassingsgebied van het KB valt, maar een gelijkaardig economisch effect heeft, tevens geacht wordt onder het verbod van art. 25, § 1, 5° WFT te ressorteren. De bedoeling is te vermijden dat het verbod zou worden omzeild door middel van transacties in baskets of indexen waarvan de aandelen van de emittenten in de financiële sector deel uitmaken<sup>74</sup>. Dergelijke aandelen wegen bijv. relatief zwaar door in de BEL20-index.

46. Deze benadering is in strijd met art. art. 25, § 1, 5° WFT dat uitdrukkelijk bepaalt dat enkel de door de Koning bepaalde gedragingen verboden zijn. Het KB van 23 september 2008 voert een verbod in voor bepaalde handelingen (zie supra nrs. 31 tot 38), maar voert geen verbod in voor handelingen met een gelijkaardig effect. Evenmin verkreeg de CBFA de bevoegdheid om de verbodstelling voorzien in art. 2, § 1 van het KB van 23 september 2008 uit te breiden.

47. Nu art. 25, § 1, 5° WFT duidelijk niet de rechtsgrond kan zijn voor het verbieden van handelingen met een gelijkaardig effect hoeft dit niet te betekenen dat dergelijke gedragingen niet zouden kunnen worden aangepakt. De handelingen met een gelijkaardig effect kunnen in functie van de concrete omstandigheden immers een inbreuk uitmaken op één van de andere verbodsbepalingen waarin art. 25 WFT voorziet. Indien de handeling de *“goede werking, integriteit en de transparantie”* van de markt kan belemmeren of verstoren, zal ze in bijna alle gevallen ook in strijd zijn met het voorschrift van art. 28bis, § 1 WFT dat gereguleerde

---

<sup>70</sup> Art. 36, § 2 WFT.

<sup>71</sup> CBFA, “Q&A about new short selling rules announced by the CBFA (update)”, [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be), 28 mei 2009, A.6.

<sup>72</sup> Art. 34, § 2, lid 1 WFT.

<sup>73</sup> CBFA, “Q&A about new short selling rules announced by the CBFA (update)”, [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be), 28 mei 2009, A.1.

<sup>74</sup> ESME, “Position on short selling”, [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm), 19 maart 2009, 22.

ondernemingen voorschrijft te handelen op *“loyale, billijke en professionele wijze en op een manier die bevorderlijk is voor de integriteit van de markt”*.

48. Louter volledigheidshalve moet worden aangestipt dat de in art. 25 WFT genoemde handelingen *“aan eenieder”* zijn verboden, terwijl art. 28bis, § 1 WFT enkel de *“gereguleerde ondernemingen”* adresseert. Meer in het bijzonder betreft het de ondernemingen die worden opgesomd in art. 26, lid 1 WFT.

**c) Kan een inbreuk op art. 25, § 1, 5° WFT überhaupt gesanctioneerd worden?**

49. Art. 25, § 1, 5° WFT luidt *“Het is aan eenieder verboden andere handelingen te stellen, bepaald door de Koning op advies van de (CBFA), die de goede werking, de integriteit en de transparantie van de markt belemmeren of verstoren of dit kunnen doen”*<sup>75</sup>. Uit een letterlijke lezing van de Nederlandse en de Franse tekst van dit artikel volgt dat de in het KB van 23 september 2008 omschreven marktmisbruiken slechts verboden zijn in de mate waarin ze effectief de goede werking, de integriteit en de transparantie van de markt (kunnen) belemmeren. De nieuw ingevoerde marktmisbruiken zijn dus in principe maar verboden en kunnen bijgevolg alleen maar worden gesanctioneerd wanneer de toezichthouder er in slaagt om de (mogelijke) verstoring van de integriteit en de transparantie van de markt te bewijzen. Hier rust dus een zware bewijslast op de schouders van de toezichthouder omwille van het feit dat het in de eerste plaats moeilijk te definiëren concepten betreft<sup>76</sup> en er daarnaast veel aanwijzingen beschikbaar zijn dat short selling precies een gunstige impact heeft op de efficiëntie en liquiditeit van de markten (zie supra nr. 17).

50. Wanneer art. 25, § 1, 5° WFT niet wordt gelezen als twee cumulatieve voorwaarden, maar daarentegen als een begrenzing aan de bevoegdheid van de Koning, blijft de sanctionering moeilijk. In dat geval is het de Koning op grond van zijn beperkte bevoegdheid immers enkel toegelaten om de handelingen te verbieden die –mogelijks– de goede werking, integriteit of transparantie van de markt belemmeren of verstoren. De Koning is dus niet bevoegd om handelingen met gunstige gevolgen voor de marktliquiditeit te verbieden. Op grond van de hiervoor vermelde elementen kan echter worden geargumenteed dat de Koning door bepaalde handelingen, die het potentieel hebben de marktintegriteit en –liquiditeit te bevorderen, te verbieden zijn bevoegdheid te buiten is gegaan wat de rechtsgeldigheid van het KB van 23 september 2009 aantast<sup>77</sup>.

51. De dubbelzinnigheid m.b.t. de rechtsgrond is te verklaren door de snelheid waarmee de noodmaatregelen werden genomen en door het feit dat er geen betere alternatieven voorhanden waren. Art. 25 WFT dat er toe strekt om de integriteit en goede werking van de markten te verzekeren, werd dan ook oneigenlijk gebruikt voor een andere doel, m.n. het vrijwaren van de stabiliteit van de financiële instellingen.

**G. Het verzoek om geen financiële instrumenten uit te lenen**

52. In het persbericht van 19 september 2008 waarmee de CBFA de voorgenomen noodmaatregelen aankondigde, werden de financiële instellingen tegelijkertijd verzocht om geen financiële instrumenten van emittenten in de financiële sector uit te lenen, tenzij tot dekking van reeds gesloten verrichtingen<sup>78</sup>.

53. Het KB van 23 september 2008 bevat geen verbod op of beperking van covered short selling of securities lending, zodat het verzoek van de CBFA een loutere aanbeveling

---

<sup>75</sup> De Franse tekst van art. 25, § 1, 5° WFT luidt: *“Il est interdit à toute personne de commettre d'autres actes, définis par le Roi sur avis de la CBFA, qui entravent ou perturbent ou sont susceptibles d'entraver ou de perturber le bon fonctionnement, l'intégrité et la transparence du marché”*

<sup>76</sup> D.R. FISCHER en D.J. ROSS, “Should the law prohibit “manipulation” in financial markets?”, *Harvard law review* 1991, 553.

<sup>77</sup> Zie art. 159 G.G.W.

<sup>78</sup> Persbericht van 19 september 2008, “Maatregelen inzake het ongedekt verkopen van effecten”, [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be).

betreft<sup>79</sup>. Indien het verzoek van de CBFA om zich te onthouden van securities lending navolging krijgt, zal dit de beschikbaarheid van dekking verminderen en onrechtstreeks het volume aan gedekte short sales doen verminderen.

## **5. Op weg naar een geharmoniseerde Europese rapportering en openbaarmaking van short stelling**

### **A. CESR en de diverse nationale noodmaatregelen**

54. In een reactie op de noodmaatregelen die in september 2008 wereldwijd werden genomen, richtte CESR in de plenaire vergadering van 30.9.08 een task force op met de opdracht om (i) de impact van de maatregelen van haar leden m.b.t. short selling te evalueren (ii) de beleidsmogelijkheden af te wegen voor een meer geharmoniseerde benadering en (iii) het verbeteren van de coördinatie en samenwerking tussen de leden m.b.t. de op nationaal niveau genomen maatregelen<sup>80</sup>. Kort daarvoor werd reeds een geactualiseerd overzicht gepubliceerd met de door haar leden genomen maatregelen i.v.m. short selling<sup>81</sup>. In december 2008 werden alle stakeholders verzocht hun visie kenbaar te maken m.b.t. de genomen en de te nemen maatregelen.

55. In juli 2009 presenteerde CESR de eerste resultaten van deze consultatieronde. Concreet stelde CESR voor om te voorzien in een Europees privaat rapporterings- en publiek openbaarmakingsregime<sup>82</sup>. Verder zal worden nagegaan of nog andere geharmoniseerde maatregelen wenselijk zijn<sup>83</sup>. Opmerkingen op dit voorstel konden tot 30 september 2009 worden ingediend.

56. Begin maart 2010 publiceerde CESR haar model voor een Europees privaat rapporterings- en publiek openbaarmakingsregime<sup>84</sup>. Tussen de leden bestaat er eensgezindheid dat dergelijk model op permanente basis moet worden ingevoerd<sup>85</sup> en dus niet als een tijdelijke noodmaatregel moet worden bestempeld. Het voorgestelde model is quasi identiek aan het eerdere voorstel van 8 juli 2009. Voorlopig werd niet voorzien in bijkomende geharmoniseerde maatregelen, zij het wel dat de noodzaak hiervan verder zal worden onderzocht<sup>86</sup>. Hieronder wordt ingegaan op het model. Waar mogelijk wordt tevens verwezen naar de gelijkaardige of afwijkende bepalingen van het voorstel van 8 juli 2009.

### **B. Het model van CESR van 2 maart 2010**

#### **a) Toepassingsgebied**

57. Het rapporterings- en openbaarmakingsregime geldt voor alle posities in aandelen van EER emittenten die worden verhandeld op gereguleerde markten of op MTF's als voor

---

<sup>79</sup> A. VAN CAUWENBERGE, "Belgische noodmaatregelen met betrekking tot "short selling" van effecten uitgegeven door emittenten van de financiële sector", *Bank. Fin.* 2008, 420, 2; R. HOUBEN, "Het risicovrij aandeelhouderschap in een NV – Vragen vanuit het verbod op leonijs beding en empty voting", *R.W.* 2008 – 09, 1549, 18.

<sup>80</sup> CESR, "Call for evidence. Regulation of short selling by CESR members", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), december 2008, CESR/08-1010.

<sup>81</sup> CESR, "Measures adopted by CESR members on short selling", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), eerste versie 22 september 2008, bijgewerkt op 9 oktober 2009, CESR/08-742.

<sup>82</sup> CESR, "Press release. CESR to consult on a pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, CESR/09-667.

<sup>83</sup> CESR, "Press release. CESR to consult on a pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, CESR/09-667.

<sup>84</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088.

<sup>85</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 3, nr. 4.

<sup>86</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 5, nr.13.

de aandelen van niet EER emittenten die alleen of hoofdzakelijk worden verhandeld op één van voormelde platformen<sup>87</sup>.

58. De regeling is dus enkel van toepassing op eigen vermogensinstrumenten. Schuldinstrumenten zoals obligaties en medium term notes zijn dus uitgesloten<sup>88</sup>.

59. In tegenstelling tot vele nationale noodmaatregelen beperkt het toepassingsgebied zich niet tot een aantal emittenten uit de financiële of verzekeringssector<sup>89</sup>. Het universele toepassingsgebied vermijdt dat het fenomeen zich verplaatst naar niet gereguleerde emittenten of sectoren of dat een gelijkaardige problematiek zich in de toekomst zou stellen in een andere sector.

60. Market makers worden uit het toepassingsgebied gesloten aangezien zij een belangrijke functie vervullen bij het verschaffen van liquiditeit. Uiteraard geldt de uitzondering enkel in zoverre de market maker in een transactie daadwerkelijk in die hoedanigheid handelt<sup>90</sup>. CESR acht het om die reden noodzakelijk om te voorzien in een definitie<sup>91</sup>. Om misbruiken te vermijden, laat CESR voor haar leden de mogelijkheid open om te vereisen dat een financiële instelling haar intentie om gebruik te maken van de market maker-uitzondering voorafgaandelijk moet aanmelden bij de bevoegde toezichthouder<sup>92</sup>.

61. Het model doet geen afbreuk aan het recht van individuele CESR leden om andere (nood)maatregelen die reeds in verband met short selling werden genomen te behouden of te voorzien in nieuwe bijkomende (nood)maatregelen<sup>93</sup>.

#### **b) Een duaal systeem: een rapporterings- en openbaarmakingsplicht**

62. Een houder van een netto short positie in de aandelen van een bepaalde emittent zal bij het bereiken van een eerste drempel zijn identiteit en positie aan de toezichthouder bekend moeten maken (de rapporteringsplicht – “*private disclosure*”). Pas bij het overschrijden van een tweede drempel moet de positie aan de markt publiek bekend worden gemaakt (de openbaarmakingsplicht – “*public disclosure*”).

63. De rapportering van een short positie n.a.v. het overschrijden van een eerste drempel strekt ertoe om de toezichthouder zicht te doen krijgen op shortposities opgebouwd door marktdeelnemers die er bewust voor zouden opteren om onder de drempel van de openbaarmaking te blijven<sup>94</sup>.

64. De openbaarmaking op haar beurt beoogt de markt te informeren dat een bepaald aandeel mogelijks te hoog geprijsd is en dat een correctie derhalve mogelijk is. Op die manier wordt een te abrupte prijscorrectie en overreactie (zie supra nr. 64) vermeden. De openbaarmaking

---

<sup>87</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 7, nr. 27; CESR, “Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, CESR/09-581, p. 8, nr. 26.

<sup>88</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 7, nr. 27; CESR, “Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 8, nr. 28.

<sup>89</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 7, nr. 26.

<sup>90</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 11, nr. 53.

<sup>91</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 10, nr. 52.

<sup>92</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 11, nr. 54.

<sup>93</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 3, nr. 3 en p. 5, nrs. 14 en 15.

<sup>94</sup> CESR, “Model for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 7, nr. 29; CESR, “Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime”, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 9 nr. 33.

bemoelijkst bovendien het manipulatief en agressief shorten<sup>95</sup> omdat de oorzaak van de prijsdaling publiek gekend zal zijn.

65. De drempels voor de rapportering en de openbaarmaking worden vastgelegd in een percentage van het maatschappelijk kapitaal ('issued share capital') van de emittent. Dit omvat in beginsel alle klassen van aandelen die zijn toegelaten op een gereguleerde markt of MTF<sup>96</sup>. Vanuit de betrachting om een uniforme regeling te bekomen<sup>97</sup>, stelt CESR voor om in alle markten dezelfde drempels te hanteren i.p.v. de drempels te laten variëren in functie van de specifieke kenmerken van een markt<sup>98</sup>. Rekening houdend met de verschillende finaliteit<sup>99</sup> werd in het voorstel van juli 2009 reeds uitdrukkelijk gekozen om geen aansluiting te zoeken bij de 5 % drempel van de Transparantierichtlijn.

66. De rapportering aan de toezichthouder moet gebeuren zodra de nettoshortpositie 0,20 % van het maatschappelijk kapitaal van de emittent overstijgt<sup>100</sup>. Het voorstel van juli 2009 voorzag aanvankelijk in een lagere drempel van 0,10%. De drempel werd verhoogd om de kosten en lasten verbonden aan de rapportering te verminderen<sup>101</sup>. De openbaarmaking is voor het eerst vereist bij het overschrijden van de drempel van 0,50%<sup>102</sup>. Eens een drempel is overschreden en aanleiding heeft gegeven tot rapportering of openbaarmaking is een bijkomende handeling vereist, telkens wanneer de positie met 0,10% toeneemt<sup>103</sup>. Dit geldt ook wanneer de positie daalt tot onder één van de drempels die aanleiding<sup>104</sup> gaven tot rapportering of openbaarmaking. Het voorstel van juli 2009 gewaagde van een mogelijkheid om de drempels in specifieke omstandigheden, zoals bijv. de uitgifte van bijkomende aandelen te verlagen. Deze optie wordt in het model verlaten, wat de eenduidigheid en uniformiteit ten goede komt<sup>105</sup>. Aangaande de gehanteerde drempels sluit CESR zich aan bij het advies van IOSCO om deze ten gepaste tijde te evalueren<sup>106</sup>.

**c) De berekening van de nettoshortpositie**

---

<sup>95</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 8, nr. 31.

<sup>96</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 10, nr. 44;

<sup>97</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 7, nr. 24.

<sup>98</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 35; CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 10 nr. 37.

<sup>99</sup> De regeling inzake short selling wil de marktintegriteit bewaken en marktmisbruik vermijden, daar waar de Transparantierichtlijn transparantie beoogt inzake de uitoefening van de zeggenschap over de vennootschap.

<sup>100</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 38.

<sup>101</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 38.

<sup>102</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 37; CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 11 nr. 41

<sup>103</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 39.

<sup>104</sup> CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 11 nr. 43.

<sup>105</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 40.

<sup>106</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 41.



67. De overschrijding van één of meerdere drempels door een marktdeelnemer moet worden afgemeten ten opzichte van de nettoshortpositie<sup>107</sup>. Het gepresenteerde model ligt op dit vlak volledig in lijn met het voorstel. Aldus dient rekening te worden gehouden met alle transacties in financiële instrumenten die de houder blootstelling geven aan het maatschappelijk kapitaal van de emittent<sup>108</sup>. Zowel long en short posities als de blootstelling op basis van derivaten worden verrekend<sup>109</sup>.

68. Het voorstel voorzag in een bijkomende precisering door te bepalen dat het berekenen van de nettoshortpositie moet gebeuren door elke juridische entiteit afzonderlijk. Het is dus niet toegestaan dat verschillende marktdeelnemers die tot eenzelfde groep behoren onderling blootstelling compenseren<sup>110</sup> en tot het besluit komen dat er op groepsniveau geen drempel is overschreden.

**d) De concrete invulling van de rapporterings- en openbaarmakingsplicht**

69. De informatie die publiek of privaat bekend moet worden gemaakt omvat minstens: (i) de identiteit van de houder van de positie, (ii) de identiteit van de emittent (iii) de omvang van de positie en (iv) het tijdstip van de creatie of liquidatie van de positie<sup>111</sup>. De rapportering en openbaarmaking dienen te gebeuren voor het einde van de handelsdag die volgt op de handelsdag waarop de positie tot stand kwam (d+1)<sup>112</sup>. Intra-day posities die binnen eenzelfde handelsdag tot stand komen en terug worden afgebouwd, zullen dus noch aan de toezichthouder, noch aan de markt moeten worden meegedeeld<sup>113</sup>.

70. Noch het model, noch het voorstel voorzien in een concrete leidraad voor de openbaarmaking. Het voorstel beperkt zich tot de algemene overweging dat de openbaarmaking op zodanige wijze dient te gebeuren dat een snelle en gelijke toegang tot de informatie is verzekerd.

71. Inzake de rapportering aan de toezichthouders voorzag het voorstel in een rapportering per e-mail. Dit werd niet hernomen in het model. Indien de aandelen op meerdere markten worden verhandeld moet de rapportering gebeuren aan de toezichthouder van de meest liquide markt waarop het aandeel wordt verhandeld in de zin van art. 25.3, lid 2 MiFID<sup>114</sup>. Tezelfdertijd wordt erkend dat deze informatie ook belang kan hebben voor de toezichthouder van de thuisstaat van de emittent. CESR benadrukt om die reden het belang van samenwerking.

**e) De juridische basis**

---

<sup>107</sup> De disclosure van de brutoshortpositie heeft weinig betekenis aangezien deze door een longpositie kan worden gecompenseerd, waardoor de marktdeelnemer in werkelijkheid geen of een veel beperktere short positie heeft op de emittent.

<sup>108</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 43; CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 12 nr. 48.

<sup>109</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 9, nr. 43.

<sup>110</sup> CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 12 nr. 49.

<sup>111</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 10, nr. 50; CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 13 nr. 50.

<sup>112</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 10, nr. 49; CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 13 nr. 52.

<sup>113</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 10, nr. 49.

<sup>114</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 10, nr. 46; CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 13 nr. 50.

72. Een belangrijke voorwaarde is dat het nieuwe regime zowel van toepassing is op gereguleerde als ongereguleerde entiteiten<sup>115</sup> om een level playing field tot stand te brengen. Het is trouwens om deze reden dat vele voorlopige maatregelen werden geïmplementeerd op basis van de regels inzake marktmisbruik<sup>116</sup>. CESR is de mening toegedaan dat de EER toezichthouders op basis van Europese regelgeving de uitdrukkelijke bevoegdheid moet worden toegekend om maatregelen m.b.t. short selling op te leggen<sup>117</sup>. Het lijkt CESR aangewezen om de rechtsgrond te voorzien door middel van een afzonderlijke richtlijn of verordening, eerder dan door amendering van de Transparantierichtlijn, die de openbaarmaking van long posities beoogt en dus een andere finaliteit heeft<sup>118</sup>. Wat België betreft, zou dit alvast een betere wettelijke basis voor de maatregelen zijn dan het huidige art. 25 WFT (zie nr. 49 en 50).

## **6. Besluit: de Belgische regeling in het licht van het voorstel van CESR**

73. Het Belgisch recht kent geen algemeen verbod op short selling. Gedekte short selling is en blijft m.b.t. alle emittenten toegestaan. Enkel ongedekte short selling van financiële instrumenten van bepaalde limitatief opgesomde emittenten was aanvankelijk voor een bepaalde duur en later voor onbepaalde duur verboden.

74. Inmiddels hebben de meeste landen het als noodmaatregel ingevoerde tijdelijke verbod op ongedekte short selling terug afgevoerd omdat er grote twijfels rezen bij de wenselijkheid en omdat het acute gevaar op een systeemrisico inmiddels leek geweken. De gunstige impact van short selling op de liquiditeit en de efficiëntie van de markt werd inmiddels ook door CESR<sup>119</sup> erkend. België had een omgekeerde reflex en heeft in afwachting van een Europees initiatief de looptijd van de noodmaatregelen voor een onbepaalde duur verlengd. Het verbod op ongedekte short selling is alleen maar wenselijk om problemen bij de vereffening van de transactie te vermijden. Daarbij moet gezegd dat het verbod niet alle FTDs zal doen verdwijnen (zie supra nr. 3) zodat onvermijdelijk de vraag moet gesteld worden of het verbieden van ongedekte short selling de beste aanpak is en het fenomeen niet beter algemener wordt aangepakt op het niveau van de vereffeningprocedures.

75. Het tweede luik van de Belgische regeling bestaat in het opleggen van een verplichting tot rapportering en openbaarmaking van baisseposities. In tegenstelling tot het verbod op naked short selling, zijn deze maatregelen wél wenselijk, wat niet wegneemt dat de praktische impact beperkt blijft aangezien de verplichtingen enkel gelden voor shortposities in de financiële instrumenten van de in bijlage aan het KB van 23.9.08 opgenomen emittenten. Door de rapporteringsplicht zal de toezichthouder tijdig worden ingelicht van baisseposities en indien nodig een onderzoek kunnen instellen, waardoor marktmisbruik kan worden vermeden of bestreden. De openbaarmakingsplicht maakt dat informatie m.b.t. shortposities en een mogelijke overwaardering van bepaalde aandelen snel beschikbaar is voor de markt, waardoor een overreactie van de markt (zie supra nr. 20) kan worden vermeden omdat investeerders de oorzaak van een eventuele koersdaling beter zullen kunnen duiden. De openbaarmakings- en rapporteringsplicht hebben als bijkomend voordeel dat er niet onnodig

---

<sup>115</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 11, nr. 55.

<sup>116</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 11, nr. 55; ESME, "Position on short selling", [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm), 19 maart 2009, nr. 25.

<sup>117</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 11, nr. 57; CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 14 nr. 59.

<sup>118</sup> CESR, "Model for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 2 maart 2010, CESR/10-088, p. 11, nr. 57;

<sup>119</sup> CESR, "Consultation paper. CESR Proposal for a Pan-European short selling disclosure regime", [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu), 8 juli 2009, p. 5 nr. 12.

wordt ingegrepen in het functioneren van de markten en er op die wijze geen ongewenste neveneffecten of inefficiënties in het leven worden geroepen.

76. Tussen het door CESR vooropgestelde model en het tweede luik van de Belgische regeling bestaat reeds een zekere verwantschap, wat niet wegneemt dat er nog aanzienlijke verschilpunten bestaan. De Belgische rapporterings- en openbaarmakingsplicht geldt enkel voor bepaalde emittenten en moet gelijktijdig worden nagekomen zodra de houder zijn netto economische baissepositie 0,25% van het maatschappelijk kapitaal van de emittent bereikt. Het model van CESR voorziet daarentegen in een ruimere, universele rapporterings- en openbaarmakingsplicht die niet beperkt is tot bepaalde emittenten in een bepaalde sector. Eveneens voorziet het model in verschillende drempels: rapportering vanaf 0,20% en openbaarmaking vanaf 0,50%. In het verleden adviseerde de CBFA reeds om in afwachting van een Europese regeling het verbod op short selling af te schaffen en enkel de huidige verplichtingen tot bekendmaking te behouden<sup>120</sup>.

77. Tot slot voorziet het voorstel van CESR in een specifieke en ondubbelzinnige rechtsgrond voor de implementatie van de maatregelen m.b.t. short selling, wat dergelijke maatregelen in België ongetwijfeld een meer solide basis zal geven.

---

<sup>120</sup> CBFA, "Jaarverslag 2008 – 2009", [http://www.cbfa.be/nl/publications/ver/pdf/cbfa\\_2008.pdf](http://www.cbfa.be/nl/publications/ver/pdf/cbfa_2008.pdf), 65.

# Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.