

Toen onlangs bekend werd dat de nieuwe discountbroker DeGiro effecten van zijn klanten uitleent, leidde dat tot enige commotie. Verschillende concurrenten wezen beleggers gretig op de risico's.

Toch is *securities lending* bepaald geen nieuw verschijnsel; het uitlenen van effecten is zelfs niet meer weg te denken uit de financiële wereld. Banken en beleggingsfondsen doen dit omdat ze er een vergoeding voor krijgen. Lenende partijen zijn bijvoorbeeld hedgefondsen die short willen gaan om te speculeren op een koersdaling.

Net als bij een geldlening gaat het uitlenen van effecten gepaard met rentevergoedingen en wordt onderpand geëist. Het risico is vooral dat de uitgeleende aandelen sterk in prijs stijgen terwijl tegelijkertijd de lenende partij failliet gaat. De kans bestaat dan dat het onderpand niet volstaat om de geleende stukken terug te kopen.

Om dit risico zo veel mogelijk te ondervangen, wordt het onderpand dagelijks aangepast aan de waarde van de geleende effecten. Doorgaans wordt bij aanvang minimaal 105 procent onderpand geëist, te voldoen in cash of zeer veilige beleggingen als staatsleningen met een AAA status.

DE PRAKTIJK

Er is geen beurs waar tarieven voor het lenen van aandelen te volgen is, maar er is wel degelijk een markt. Verschillende grote banken, zoals Goldman Sachs, Merrill Lynch en UBS (*prime brokers*), hebben speciale afdelingen die de partijen bij elkaar brengen. Specialisten van institutionele beleggers (pensioenfondsen, fondsbeheerders) krijgen iedere ochtend een lijst waarop staat aan welke aandelen behoefte is en tegen welke tarieven zij deze zouden kunnen uitlenen. Het gaat dan om een percentage van de waarde van de uitgeleende stukken. Dat percentage wordt gegeven op jaarbasis (net als bij spaarrente bijvoorbeeld).

Beleggers die hun stukken tegen een vergoeding willen uitlenen, hoeven dus niet zelf op zoek naar speculanten of hedgefondsen die short willen gaan. Dat is ook prettig als er een kleine tegenpartij aan de andere kant van de wereld in de problemen zou komen, dan hoef je daar niet zelf achteraan. De prime broker is de tegenpartij en zal zorgen dat de stukken op de een of andere manier terugkomen.

Hoe minder liquide het aandeel is, hoe hoger de vergoeding wordt. Een zeer liquide aandeel als Unilever of Shell levert minder dan een procent per jaar op, een aandeel in een klein bedrijf met een beperkte *free float* kan tientallen procenten per jaar opleveren. Soms is het erg moeilijk om een aandeel te lenen, dan kan de prijs sterk oplopen. Er zijn voorbeelden bekend dat het meer dan 50 procent op jaarbasis kostte om een aandeel te lenen. Voor een institutionele belegger kan dit een aantrekkelijk extra rendement vormen.

Het onderpand dat de uitleener vraagt, is altijd meer waard dan het uitgeleende aandeel. Waar het onderpand uit bestaat, verschilt per geval. Vaak zijn het effecten, bijvoorbeeld staatsleningen van een specifieke groep landen.

De uitlenende partij krijgt het grootste deel van de opbrengst. In

SHORT GAAN

Iemand die short gaat, wil effecten die hij niet heeft verkopen op de markt, in de hoop dat hij deze later voor een lagere prijs kan terugkopen. Dit speculeren op een koersdaling heet ook wel 'in de wind gaan' of 'short selling' en bestaat al sinds 1609, toen de koopman Isaac le Maire short ging in de aandelen van de VOC.

Tijdens de bankencrisis van 2008 kwam er een verbod op short selling van aandelen van banken en verzekeraars. Financiële toezichthouders dachten hiermee de kredietcrisis in te dammen. Daarnaast is er tegenwoordig in Nederland de verplichting om netto shortposities van meer dan 0,5 procent van het kapitaal in een onderneming aan de Autoriteit Financiële Markten (AFM) te melden. Op de website van de AFM is hiervan een register te vinden.

Een blik op het huidige register leert dat onder de in Nederland genoteerde aandelen op dit moment relatief veel shortposities worden ingenomen in Gemalto, Imtech en Fugro. Een aardige website in dit verband is ook www.shortsell.nl. Deze site telt de verschillende meldingen op en geeft de mutatie van de shortposities aan ten opzichte van de dag ervoor.

SHORT SQUEEZE

Amerikaanse beleggers hebben al langer aandacht voor de shortposities. Shortsellers kregen de schuld van de beurskrach van 1929, waarna er in de VS regelgeving kwam om shortsellen te reguleren. De fluctuaties in shortposities kunnen interessante aanwijzingen zijn voor het toekomstig koersverloop van een aandeel. Als er grote shortposities zijn, vinden blijkbaar veel beleggers een aandeel te duur. Aan de andere kant brengt het speculeren tegen een aandeel met grote shortposities ook een risico met zich mee: bij een onverhoopte meevaller kan het aandeel sterk omhoog schieten, versterkt door shortsellers die – al dan niet gedwongen door hun tegenpartij – eieren voor hun geld kiezen en het aandeel terugkopen. Dit fenomeen wordt ook wel de *short squeeze* genoemd, een droom voor beleggers die een 'long' positie hebben in een aandeel dat veel 'geshort' wordt.

Op de Amerikaanse website www.shortsqueeze.com kan men voor veel Amerikaanse aandelen nagaan hoe groot de totale shortpositie is. Deze site geeft ook informatie over het percentage van de vrij verhandelbare aandelen dat geshort is, en over het aantal handelsdagen dat ervoor nodig is om de hele shortpositie terug te kopen. Dat getal kan een goede indicatie zijn voor de koepdruk die optreedt in geval van een daadwerkelijke short squeeze.

die zin komt bij institutionele beleggers als pensioenfondsen en beleggingsfondsen de opbrengst ten goede aan de deelnemers in het fonds. Een kleiner deel gaat echter op aan kosten en provisies.

Bij een broker die stukken van klanten uitleent, is het anders. Hier gaat de opbrengst na kosten volledig naar de broker zelf. Het argument is dan dat lage tarieven mede

mogelijk worden gemaakt doordat het uitlenen van de effecten ook wat oplevert.

PENSIOENFONDSEN

De twee belangrijkste Nederlandse pensioenfondsen, ABP en PGGM, gaan volstrekt verschillend met *securities lending* om.

Het ABP leent sinds een aantal jaren niets meer uit. In de jaarver-