

Verbruikleen van effecten

Drs. P.H.J. Bongers

1 Inleiding

In dit artikel wordt nader ingegaan op de redenen voor verbruikleen, de facetten van het begrip 'verbruikleen van effecten' en de presentatie in de jaarrekening van effecten in verbruikleen. Vooraf wordt ingegaan op het begrip 'verbruikleen'.

Bij verbruikleen van effecten (ook wel 'security-lending' genoemd) zijn een 'uitlener' en een 'inlener' betrokken. Veelal is er tevens sprake van een tussenpersoon die effecten zowel inleent als uitleent en daardoor 'doorlener' is. In paragraaf 2 wordt nader ingegaan op de partijen die betrokken zijn bij verbruikleen van effecten.

Er dient onderscheid gemaakt te worden tussen 'verbruikleen' en 'bruikleen'. In geval van 'verbruikleen' worden zaken uitgeleend waarbij de juridische eigendom overgaat van de uitlener naar de inlener. In geval van 'bruikleen' blijven de uitgeleende zaken juridisch eigendom van de uitlener. Als sprake is van overdracht van juridische eigendom, is de inlener bevoegd het geleende aan derden te leveren in het kader van een al dan niet eerder afgesloten verkoopovereenkomst en andere soortgelijke (in dit geval) effecten terug te leveren aan de uitlener. In geval van 'bruikleen' dient het geleende (effecten) zelf teruggeleverd te

worden en dus niet een soortgelijke zaak (effecten). Van Aardenne - Stachiw (1993) heeft de aard en strekking van de overeenkomst van verbruikleen geanalyseerd en getoetst aan de toepasselijke wettelijke bepalingen (Burgerlijke Wetboek, titel 14, artikel 1791-1806). Zij komt tot de conclusie dat 'De overeenkomst van verbruikleen beantwoordt aan hetgeen partijen bij de uitleen van effecten beogen'. De door partijen beoogde effecten worden in paragraaf 2 nader uiteengezet.

2 De redenen voor verbruikleen van effecten

De uitleners van effecten zijn institutionele beleggers (onder andere verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen) maar ook banken, andere ondernemingen en particuliere beleggers die courante effectenportefeuilles aanhouden. De bereidheid tot het uitlenen van effecten wordt ingegeven door het extra rendement dat verkregen kan worden op de effectenportefeuille. Naast dividend of interest wordt eveneens een vergoeding verkregen voor het uitlenen. Door de door de doorlener gestelde zekerheden is het risico van het niet terug ontvangen van de effecten gering.

De inleners zijn onder andere hoeklieden, marketmakers op de optiebeurs en banken. Het inlenen van effecten is een effectieve mogelijkheid voor diegenen die een verplichting hebben tot levering van effecten als gevolg van een geschreven call-optie waarvan de houder zijn recht uitoefent, daarbij geen juridisch eigenaar zijn van de betreffende effecten en op korte termijn geen middelen vrij willen of kunnen maken voor de verwerving van de benodigde effecten. Een andere

Drs. P.H.J. Bongers, registeraccountant, studeerde bedrijfs-economie (1987) en accountancy (1991) aan de Katholieke Universiteit Brabant. Hij is als accountant-medewerker werkzaam bij Moret Ernst & Young Accountants (specialiteit bancaire sector). Het artikel is geschreven op persoonlijke titel.

reden om effecten in te lenen, eveneens genoemd door Bongaarts en De Man (1993) en Heijman (1993), kan zijn dat de lener 'short' wil gaan waarbij geanticipeerd wordt op een verwachte koersdaling door effecten te verkopen die men niet bezit. De effecten worden door de lener ingeleend om aan de leveringsverplichting te voldoen. Vervolgens wacht de inlener op de koersdaling en koopt de effecten tegen een lagere koers teneinde deze aan de uitlener terug te leveren.

Uit bovenstaande voorbeelden blijkt dat de inleners de effecten niet duurzaam in eigendom houden maar deze overdragen aan derden om op die wijze te kunnen voldoen aan aangegane verplichtingen tot levering dan wel transactieresultaten te kunnen behalen.

Als doorleners zijn met name banken actief die in de bemiddeling in de verbruikleen een nieuwe bron van opbrengsten hebben verkregen. Het risico dat samenhangt met de verplichting van de doorlener jegens de uitlener wordt beperkt door de door de inlener ten opzichte van de doorlener te stellen zekerheden. Het aanbieden van diensten als doorlener voor effecten is onder de op 15 juni 1992 in werking getreden nieuwe Wet Toezicht Effectenverkeer onderworpen aan een vergunning, tenzij het ministerie van Financiën een ontheffing heeft verleend. Van IJlzinga c.s. (1992) merken op dat De Nederlandsche Bank het standpunt inneemt dat de Wet Toezicht Kredietwezen niet van toepassing is op het uitlenen van effecten in of vanuit Nederland en dat de Amsterdamse beurs geen beperkingen oplegt aan haar leden wat betreft het in- en uitlenen van effecten. De Nederlandsche Bank kan eisen stellen aan de doorlener (voor zover het banken betreft) met betrekking tot de solvabiliteit omdat er sprake is van enig kredietrisico (zie ook paragraaf 4.2).

3 Facetten van het begrip 'verbruikleen van effecten'

In geval van verbruikleen van effecten hebben de inlener en de uitlener veelal geen rechtstreeks contact, maar alleen contact via een doorlener. Zowel jegens de inlener als de uitlener treedt de doorlener als tegenpartij op. De doorlener treedt daarmee dus niet op als bemiddelaar, maar als participant. Door de doorlener wordt een uitleenovereenkomst met de uitlenende partij afgesloten

met een onbeperkte looptijd, tenzij anders overeengekomen, en een inleenovereenkomst met de inlenende partij met een looptijd van in beginsel een jaar. Tevens kan in de beide overeenkomsten een opzegtermijn zijn vastgelegd. Veelal wordt voorafgaande aan de overeenkomsten van afzonderlijke transacties een raamovereenkomst afgesloten. In de raamovereenkomsten zijn de voorwaarden en condities opgenomen, waaronder die met betrekking tot te stellen zekerheden, vergoedingen en opzegtermijn (zie het navolgende). Overigens kan het voorkomen dat de doorlener wel een inleenovereenkomst heeft afgesloten, maar nog geen uitleenovereenkomst met als gevolg dat de doorlener tijdelijk een leenpositie inneemt. Bepalend voor de overdracht van het eigendom is het moment van de feitelijke (administratieve) overdracht van de effecten door de Clearingorganisatie (door middel van debiteringen en crediteringen van een effectenrekening) en niet de datum van het contract tot verbruikleen.

De inlener wordt juridisch eigenaar van de betreffende effecten en mag daarom vrij over de geleende effecten beschikken (bijvoorbeeld het voldoen aan een leveringsverplichting uit hoofde van een verkoopovereenkomst). De uitlener behoudt het economisch belang omdat er geen sprake is van verkoop- en kooptransacties. Als juridisch eigenaar ontvangt de inlener het uitgekeerde dividend of de interest. Hij is echter gehouden, via de doorlener, de uitlener de gederfde opbrengsten gedurende de leenperiode te vergoeden omdat deze laatste het economisch belang heeft behouden. Door de juridische overdracht van de aandelen, verliest de uitlener de aan de uitgeleende aandelen verbonden zeggenschap.

De inlener is verplicht zekerheden te stellen overeenkomstig aanwijzingen van de doorlener. Als zekerheden kunnen dienen contant geld, 'letter of credit', schuldpapier, een bankgarantie of verpanding van andere effecten. In verband met waardeschommelingen van de uitgeleende effecten gedurende de transactie, hebben de gestelde zekerheden meestal een overwaarde van 5 tot 10%. De doorlener garandeert de uitlener de teruggave van de uitgeleende (of soortgelijke) effecten. De doorlener is verplicht zekerheden te stellen jegens de uitlener.

De uitlener ontvangt een vooraf overeengeko-

men vergoeding, variërend tussen 1,5% en 3% (op jaarbasis) van de waarde van de uitgeleende effecten. Deze vergoeding vormt voor de uitlener een belastbaar voordeel en voor de inlener een fiscaal aftrekbare last. De kosten van de levering, teruglevering en overige kosten zijn voor rekening van de inlener.

Door C. Heijman (1993) worden diverse soorten transacties inzake verbruikleen van effecten genoemd. De meest inzichtelijke soort transactie is uitleen van geval tot geval waarbij per transactie vooraf met iedere afzonderlijke partij contact wordt opgenomen. Daarentegen kan ook de gehele effectenportefeuille of een deel daarvan, meestal voor een vaste periode, in verbruikleen worden gegeven, al dan niet in een samenwerkingsverband waarbij diverse uitleners deelnemen in een pool. Daarnaast bestaat de mogelijkheid van het 'automatisch uitleenen' waarbij een doorlener naar behoefte effecten kan uitleenen uit beschikbaar gestelde effectenportefeuilles zonder dat voor afzonderlijke transacties contact met de uitlener hoeft te worden opgenomen.

Ook inzake de vergoedingen worden door Heijman diverse varianten genoemd: vaste percentages, variabele percentages en een combinatie (een laag vast basistarief voor het beschikbaar stellen van een effectenportefeuille met een opslag voor alle daadwerkelijke uitgevoerde leentransacties).

Hoewel transacties inzake verbruikleen van effecten in Nederland nog een relatief nieuw verschijnsel zijn, hebben zij elders, en met name in de Verenigde Staten, reeds een grote vlucht genomen. Bongaarts en De Man (1993) noemen schattingen waarbij wereldwijd voor minimaal US \$ 50 miljard en in Nederland voor f 1 miljard aan effectenleningen uitstaan.

4 Presentatie van effecten in verbruikleen in de jaarrekening

4.1 Presentatie van effecten in de jaarrekening van de uitlener

Het uitleenen van effecten betekent de overdracht van de juridische eigendom. De uitlener

behoudt echter het economisch belang omdat er geen sprake is van verkoop. Dit heeft tot gevolg dat waardeschommelingen van de effecten gedurende de uitleenperiode voor risico van de uitlener blijven. Het uitleenen van effecten heeft daarmee geen gevolgen voor de waardering van de effecten in de jaarrekening. Uitzondering hierop vormt een eventueel te treffen voorziening voor niet terug te ontvangen effecten. Hiervan is alleen sprake indien de inlener niet aan zijn verplichtingen voldoet en de zekerheden in het bezit van de doorlener geringer zijn dan de waarde van de uitgeleende effecten.

Discussie is mogelijk over de vraag of de uitgeleende effecten onder 'effecten' dienen te worden verantwoord of onder 'vorderingen'. Gezien vanuit een economisch belang dient verantwoording onder 'effecten' plaats te vinden. Er heeft namelijk geen verkoop plaatsgevonden en economisch gezien is er niets gewijzigd. Dit betekent dat economisch gezien door de uitleenende partij evenmin een (koers)resultaat is gerealiseerd, overeenkomstig artikel 384 lid 2 BW2 waarin gesteld wordt dat winsten slechts mogen worden genomen indien deze zijn verwezenlijkt (het zgn. 'realisatiebeginsel'). Bongaarts en De Man (1993) zijn van mening dat, vanuit een (fiscaal)juridisch standpunt gezien, verantwoording onder 'vorderingen' dient plaats te vinden omdat overdracht van eigendom (van effecten) heeft plaatsgevonden. De overdracht van eigendom betekent in die visie tevens dat door de uitlener op het moment van uitleenen wel degelijk winst wordt gerealiseerd. Gezien de betekenis van de jaarrekening in het economisch verkeer, moet inzake de presentatie in de jaarrekening de voorkeur worden gegeven aan de economische visie: effecten in verbruikleen worden verantwoord onder 'effecten' en het in verbruikleen geven van effecten leidt niet tot realisatie van koersresultaten.

Ter wille van het inzicht dient in de toelichting te worden vermeld voor welk deel van in de balans verantwoorde effecten geldt, dat de uitlener niet het juridisch eigendom heeft en deze derhalve niet ter vrije beschikking staat. Overigens geldt voor effecten die tot de vlottende activa behoren, dat artikel 371 lid 2 BW2 vermelding vereist in hoeverre deze niet ter vrije beschikking van de rechtspersoon staan.

Bij belangrijke wijzigingen in het juridisch eigendom van effecten kan tevens de verplichting tot melding van toepassing worden op grond van de Wet Melding Zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (Wmz), namelijk in het geval waarin het belang in het geplaatste kapitaal van de vennootschap bepaalde drempels bereikt of overschrijdt.

4.2 Presentatie van effecten in de jaarrekening van de doorlener

In het Besluit Jaarrekening Banken, paragraaf 3, titel 11, lid 5 wordt gesteld: 'Het bedrag van de waardepapieren die in bruikleen of verbruikleen zijn gegeven, wordt in de toelichting vermeld. Eveneens wordt het bedrag van de in bruikleen of verbruikleen ontvangen waardepapieren vermeld.' Omdat de banken, als doorlener, geen economisch belang hebben in de (uit)geleende effecten, worden zij niet in de balans verantwoord, evenmin als de door de verbruikleentransactie ontstane vordering en verplichting. Opgemerkt wordt dat in de toelichting vermelde ingeleende en uitgeleende waarden niet mogen worden gesaldeerd. De van de inlener ontvangen vergoeding is een bate en de aan de uitlener verstrekte vergoeding is een last. Deze baten en lasten dienen door de doorlener in de winst- en verliesrekening te worden verantwoord.

Hoewel door de inlenende partij zekerheden worden gesteld aan de doorlener, dient door de doorlener het debiteurenrisico te worden ingeschat. Zonodig dient een voorziening voor oninbare debiteuren te worden gevormd. In de toelichting van de balans dient tevens te worden vermeld, wat de omvang is van de aan de uitlenende partij gestelde zekerheden, voor zover de tot zekerheid dienende activa niet meer ter vrije beschikking staan.

Voor andere doorleners dan banken bestaat geen regelgeving voor wat betreft verbruikleen van effecten, doch komt men op grond van de algemene regelgeving tot dezelfde verwerkingswijze.

Op grond van artikel 7 Wmz behoeft de doorlener geen melding te maken van het bereiken of overschrijden van in de Wmz genoemde drempels, 'voor zover zij (*de doorleners, PB*) in de regelmatige uitoefening van hun beroep of bedrijf

aandelen verkrijgen of overdragen en deze niet aanwenden om zeggenschap uit te oefenen in de vennootschap'.

4.3 Presentatie van effecten in de jaarrekening van de inlener

Gezien vanuit de economische visie hebben de inleners geen economisch belang bij de ingeleende effecten omdat er geen koop-verkooptransactie heeft plaatsgevonden. Op grond van deze visie dienen deze effecten, evenals de door de verbruikleentransactie ontstane verplichtingen, niet in de balans te worden verantwoord. Vanuit een (fiscaal) juridische optiek gezien is er sprake van verwerving van eigendom en zouden de effecten aan de actiefzijde van de balans (als vordering), en de verplichtingen aan de passiefzijde (als schuld), dienen te worden verantwoord (zie Bongaarts en De Man, 1993). Onder verwijzing naar hetgeen daarover in paragraaf 4.1 is opgemerkt dient mijns inziens voor de presentatie in de jaarrekening de voorkeur te worden gegeven aan de economische visie. Overigens kan ook vanuit een juridisch standpunt gesteld worden dat vorderingen en verplichtingen van de inlener niet op de balans behoeven te worden verantwoord omdat tegenover beide saldi, van gelijke omvang, eenzelfde wederpartij staat, de doorlener, en derhalve saldering kan plaatsvinden. Het achterwege laten van saldering zou in dit geval balansverlenging betekenen en is mijns inziens daarom ongewenst.

In verband met het inzichtsvereiste dienen in de toelichting bij de balans in de jaarrekening de niet in de balans opgenomen verplichtingen te worden vermeld die ontstaan zijn door de aangegane verbruikleentransactie. Bovendien is het inzicht gebaat bij het opnemen in de toelichting van de zeggenschap die is verworven door middel van de ingeleende effecten: alle in het effectenrecht aan de zeggenschap gekoppelde rechten en verplichtingen zijn op de inlener van toepassing. Dit omvat tevens de verplichting tot melding van de zeggenschap op grond van de Wmz, voor zover geen vrijstelling is verkregen op grond van Wmz artikel 7. De vrijstelling is van toepassing voor 'degene die is aangesloten bij een in één van de Lid-Staten van de Europese Gemeenschappen gelegen en werkzame effectenbeurs, voor zover zij (*de inleners, PB*) in de regelmatige uitoefening van hun beroep of bedrijf aandelen verkrijgen of

overdragen en deze niet aanwenden om zeggenschap uit te oefenen in de vennootschap'.

Uit paragraaf 2 blijkt dat de inlener de effecten veelal leent met de bedoeling deze vervolgens te leveren in het kader van een reeds afgesloten of nog af te sluiten verkoopovereenkomst van effecten waarvan men geen eigenaar is. In dat geval dient de inlener de ontvangsten uit verkoop als liquide middelen op de balans te presenteren. Tegelijkertijd ontstaat de verplichting om op enig moment soortgelijke effecten te leveren: de verkoop van de effecten leidt daarmee tevens tot het ontstaan van een schuld. Opgemerkt wordt dat door de verkoop ook de inlener een economisch risico loopt, dat bepaald wordt door de waardeontwikkeling van de verkochte effecten.

5 Conclusie

In dit artikel is ingegaan op de karakteristieken van effecten in verbruikleen, de redenen voor effecten in verbruikleen en de presentatie van effecten in verbruikleen in de jaarrekening. Gezien

de betekenis van de jaarrekening in het economisch verkeer dient de partij die het economisch belang in de effecten in verbruikleen heeft (de uitlener), dit belang in de balans onder 'effecten' te verantwoorden. Vanwege het ontbreken van het economisch belang bij de door- en inlener, nemen deze partijen de effecten in verbruikleen niet op in de balans; het inzicht vraagt wel dat zij hun betrokkenheid bij de verbruikleentransactie vermelden in de toelichting op de balans.

LITERATUUR

- Aardenne - Stachiw E.M. van, (1993), Verbruikleen van effecten, *TVVS* (7) p. 165 - 169.
- Bongaarts P.J.M. en J.P.A. de Man, (1993), Fiscale aspecten van (uit)lenen van aandelen, *M.B.B.* februari, p. 50 - 54.
- Heijman C., (1993), *Securities lending in Nederland, Bank- en Effectenbedrijf*, januari/februari, p. 38 - 42.
- IJzinga, A.R.T. van, H.L.E. Verhagen en M.R. Danel, (1992), Uitlenen van effecten, extra opbrengst tegen beperkt risico, *Just*, december, p. 62 - 65.