

NL

NL

NL



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 15.9.2010  
SEC(2010) 1056

**WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE**

**SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING**

**Begeleidend document bij het**

**Voorstel voor een**

**VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD**

**BETREFFENDE BAISSETRANSACTIES EN BEPAALDE ASPECTEN VAN  
KREDIETVERZUIMSWAPS**

{COM(2010) 482 definitief}  
{SEC(2010) 1055}

## 1. PROBLEEMSTELLING

Op het hoogtepunt van de financiële crisis in de herfst van 2008 hebben de bevoegde autoriteiten in de Verenigde Staten en diverse EU-lidstaten uitzonderlijke maatregelen getroffen om baisstransacties (short selling) in sommige of alle aandelen te beperken of te verbieden. Hun optreden was ingegeven door de vrees dat baisstransacties ten tijde van grote financiële instabiliteit de neerwaartse spiraal van de aandelenkoersen, en met name van aandelen in financiële instellingen, dermate zouden kunnen versterken dat uiteindelijk de levensvatbaarheid van deze instellingen in het gedrang zou kunnen komen en systeemrisico's zouden kunnen ontstaan. De door de lidstaten getroffen maatregelen liepen sterk uiteen omdat in de Europese Unie geen specifiek wetgevingskader voor het aanpakken van baisstransacties voorhanden is.

In maart 2010 maakten sommige regeringen ook hun bezorgdheid kenbaar over de mogelijke rol die derivatentransacties, en met name kredietverzuimswaps (*credit default swaps* – cds), hebben gespeeld in de ontwikkeling van de koersen van Griekse overheidsobligaties. Een aantal lidstaten heeft tijdelijke of permanente nationale beperkingen op baisstransacties in aandelen en cds ingesteld.

Short selling is de verkoop van een effect dat de verkoper niet in zijn bezit heeft met de bedoeling later een identiek effect terug te kopen om vervolgens het effect te kunnen leveren. Er bestaan twee soorten baisstransacties: gedekte baisstransacties (waarbij de verkoper vooraf regelingen heeft getroffen om de effecten te lenen) en ongedekte baisstransacties (waarbij de verkoper op het moment van de transactie de betrokken effecten niet heeft geleend). Er kunnen baisstransacties worden gesloten op contantmarkten, maar er kan ook een netto baissepositie worden opgebouwd met behulp van derivaten, ongeacht of deze op of buiten de beurs om (*over-the-counter* – otc) worden verhandeld.

Een kredietverzuimswap is een derivaat dat fungeert als een vorm van verzekering tegen het risico dat een onderneming of een overheid in gebreke blijft. In ruil voor een jaarlijkse premie wordt de koper van een cds door de verkoper beschermd tegen het risico dat een bepaalde referentie-entiteit in gebreke blijft. Indien de referentie-entiteit in gebreke blijft, betaalt de protectiegever de protectionemer de nominale waarde van het instrument in ruil voor de fysieke levering van het referentie-instrument, al is ook een contante afwikkeling mogelijk.

### 1.1. Risico van neergaande prijsspiralen

Short gaan kan leiden tot efficiëntere koersvorming doordat wordt voorkomen dat effectenkoersen alleen de inzichten van de meest optimistische beleggers weerspiegelen. Vooral in gedrukte markten waar het aan financieel vertrouwen ontbreekt, bestaat echter het risico dat short selling de indruk wekt dat de markt meer aanbod kent dan in werkelijkheid het geval is, hetgeen anderen aanzet tot verkopen ("kuddegedrag"). Dit kan leiden tot overmatige neerwaartse druk op de effectenkoersen. Onder toezichhouders is het belangrijkste punt van zorg bij baisstransacties dat het risico van een negatieve prijsspiraal zichzelf verwezenlijkt, hetgeen tot verstoorde markten en zelfs tot systeemrisico's kan leiden.

Naast baissetransacties op contantmarkten kunnen ook derivatentransacties, zoals cds, worden gebruikt om een economische baissepositie in te nemen. Het kopen van een cds zonder bezit van een onderliggend verzekeraar belang ("*naked cds*") staat economisch gezien gelijk aan een baissetransactie in een obligatie, aangezien de koper voordeel heeft bij koersstijging van de cds. Diverse regeringen en toezichthouders in Europa hebben hun bezorgdheid geuit over cds en de interactie daarvan met obligatiemarkten, en hun vrees kenbaar gemaakt dat dit zou kunnen leiden tot een foutieve prijszetting op de obligatiemarkten en daarmee tot hogere financieringskosten voor overheden.

## **1.2. Risico van mislukte afwikkeling in verband met ongedekte baissetransacties**

Het risico dat de short seller er niet in slaagt de aandelen tegen de afwikkelingsdatum aan de koper te leveren en het risico dat de prijsvolatiliteit toeneemt, zijn de belangrijkste risico's die volgens sommige toezichthouders met ongedekte baissetransacties samenhangen. Er zijn zeer weinig gegevens beschikbaar over mislukte afwikkelingen, maar het lijkt erop dat het in Europa over lage aantallen gaat. De meeste toezichthouders meldden dat ze weinig ervaring met ongedekte baissetransacties of daarmee samenhangende afwikkelingsproblemen hebben, of dat de risico's beperkt waren en door afwikkelingsdiscipline konden worden aangepakt. Sommige toezichthouders zien bij ongedekte baissetransacties echter wel een risico van mislukte afwikkeling en een groter risico van toegenomen prijsvolatiliteit die beide moeten worden aangepakt. Deze toezichthouders hebben hun bezorgdheid geuit dat ongedekte baissetransacties in extreme gevallen een enorme druk op de aandelenkoersen kunnen uitoefenen, waardoor de stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar kan worden gebracht. Dit komt doordat ongedekte baissetransacties de verkoper in staat stellen in beginsel een onbeperkt aantal aandelen in een zeer kort tijdsbestek te verkopen, aangezien hij de aandelen niet eerst hoeft te lenen of beschikbaar hoeft te vinden (*locate*).

## **1.3. Tekortkomingen op het gebied van de transparantie**

In de meeste EU-lidstaten bestaan er momenteel geen kennisgevingsvereisten voor baissetransacties of cds-transacties. Daarom hebben deze lidstaten geen directe toegang tot gegevens over de baisseposities binnen hun rechtsgebied; als gevolg van de financiële crisis heeft een aantal lidstaten echter verschillende kennisgevingsvereisten voor baissetransacties ingesteld. Toezichthouders hebben hun bezorgdheid geuit over het feit dat zij als gevolg van deze situatie moeilijkheden ondervinden om de opbouw van posities met mogelijke implicaties voor de marktstabiliteit te detecteren. Kennisgeving aan de toezichthouders zou hen kunnen helpen nagaan wanneer dit het geval is en zou agressieve strategieën die mogelijk tot marktverstoring leiden, tegengaan.

Ook bestaat het risico van informatieasymmetrie tussen goed geïnformeerde short sellers en andere minder goed geïnformeerde marktdeelnemers. De bekendmaking van baisseposities aan de markt moet andere marktdeelnemers informatie verschaffen over door short sellers verwachte prijsbewegingen. Dit zou de efficiëntie van de koersvorming ten goede kunnen komen. Transparantie naar de markt toe zou er ook toe leiden dat er meer informatie over de opvattingen van beleggers over een bepaald fonds voor alle beleggers beschikbaar zou komen.

Sommige toezichthouders maken zich ook zorgen over de mogelijkheid dat speculanten door middel van credit default swaps (cds) de prijzen van overheidsobligaties omlaag drijven. De toezichthouders vrezen dat zij wegens een gebrek aan informatie over derivaten- en obligatietransacties moeilijker in staat zijn op te merken wanneer posities worden opgebouwd die financiële instabiliteit of mogelijk marktmisbruik kunnen veroorzaken.

#### **1.4. Toezicht- en regelgevingsarbitrage en hogere nalevingskosten**

De versnipperde reacties van lidstaten op vraagstukken met betrekking tot baissetransacties laten ruimte voor toezicht- en regelgevingsarbitrage, omdat beleggers kunnen proberen de in het ene rechtsgebied bestaande beperkingen te omzeilen door transacties in een ander rechtsgebied te verrichten. Deze versplinterde regelgeving zou eveneens kunnen leiden tot hogere nalevingskosten voor marktdeelnemers, en dan vooral voor degenen die op verschillende markten actief zijn en die derhalve eventueel verschillende systemen zouden moeten opzetten om aan de verschillende eisen van de verschillende lidstaten te voldoen.

### **2. BASISSCENARIO EN SUBSIDIARITEIT**

Indien er op EU-niveau geen maatregelen worden getroffen, zullen bij gebrek aan een gecoördineerde respons de bovenbeschreven problemen waarschijnlijk blijven bestaan en zich in de toekomst opnieuw voordoen. De Europese Commissie is van mening dat de voorgestelde oplossingen in overeenstemming zijn met het subsidiariteitsbeginsel. Ten eerste is het risico niet denkbeeldig dat nationale reacties op baissetransacties en cds bij gebrek aan maatregelen op EU-niveau omzeild worden of ondoeltreffend zijn. Ten tweede zijn dergelijke ongecoördineerde maatregelen ook duurder voor de marktdeelnemers. Ten slotte worden bepaalde aspecten van deze problematiek reeds ten dele bestreken door het *acquis*, namelijk de Richtlijn Marktmisbruik, de Transparantierichtlijn en de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID). Daarom zouden een voorstel inzake baissetransacties en deze bestaande juridische instrumenten elkaar moeten aanvullen.

### **3. DOELSTELLINGEN**

In het licht van bovenstaande analyse van de risico's en problemen dienen met het wetgevingsvoorstel betreffende baissetransacties de risico's voor de financiële stabiliteit, de systeemrisico's en de risico's voor de marktintegriteit die uit baissetransacties voortvloeien te worden verkleind, zodat de efficiëntie van de interne markt wordt vergroot.

Om deze algemene doelstellingen te bereiken, moeten de volgende specifiekere beleidsdoelen worden gerealiseerd:

- (1) het beperken van de risico's van negatieve prijsspiralen die baisseposities teweegbrengen (met inbegrip van die welke door cds worden veroorzaakt);
- (2) het vergroten van de transparantie van baisseposities (met inbegrip van die welke door cds zijn verkregen);

- (3) het beperken van het risico van mislukte afwikkeling in verband met ongedekte baissetransacties; en
- (4) het beperken van de mogelijkheid tot toezicht- en regelgevingsarbitrage en van de nalevingskosten.

#### 4. BELEIDSOPTIES

De beleidsopties zijn gegroepeerd op grond van de operationele doelstellingen die uit bovengenoemde specifieke doelstellingen voortvloeien.

##### 4.1. **Beleidsopties waarbij aan toezichthouders een duidelijke bevoegdheid wordt verleend om baissetransacties of cds op gedrukte markten te beperken of te verbieden**

- (1) Optie 1 – geen maatregelen op EU-niveau treffen.
- (2) Optie 2 – de nationale bevoegde autoriteiten machtigen om baissetransacties tijdelijk te beperken voor een op een georganiseerde markt toegelaten financieel instrument waarvan de prijzen met een gespecificeerde kwantitatieve drempel, bijvoorbeeld 10 procent, zijn gedaald ("handelsremmer" of "*circuit breaker*").
- (3) Optie 3 – invoeren van een bepaling die short selling van een op de georganiseerde markt toegelaten financieel instrument verbiedt, tenzij dit tegen een prijs geschiedt die hoger ligt dan de laatste prijs waartegen het instrument is verhandeld, of die gelijk is aan deze laatste prijs indien die prijs hoger was dan de prijs bij de vorige transactie (een "*uptick*-regel").
- (4) Optie 4 – verbieden van *naked cds* (dat wil zeggen: het aangaan van een cds-overeenkomst zonder dat er sprake is van een onderliggend verzekeraar belang). Te combineren met 2 en 3.
- (5) Optie 5 – de bevoegde nationale autoriteiten machtigen om short selling van enkele of alle financiële instrumenten of cds in uitzonderlijke situaties tijdelijk te beperken of te verbieden, met coördinatie door de EAEM overeenkomstig artikel 6 bis, lid 5, van Verordening (EU) nr. ... [EAEM-verordening], en onverminderd de bevoegdheden van de EAEM op grond van artikel 10 van genoemde verordening. Te combineren met 2, 3 en 4.
- (6) Optie 6 – permanent verbieden van short selling van alle financiële instrumenten die à la baisse kunnen worden verkocht. Te combineren met 4.
- (7) Optie 7 – permanent beperken of verbieden van cds. Te combineren met 2, 3 en 6.

##### 4.2. **Beleidsopties die garanderen dat toezichthouders en markten gegevens over baisseposities (waaronder via cds) verkrijgen**

- (1) Optie 1 – geen maatregelen op EU-niveau treffen.

- (2) Optie 2 – invoering van een systeem van markering (*flagging*) van baissetransacties, zodat de toezichthouders kunnen vaststellen welke transacties "à la hausse" en welke transacties "à la baisse" zijn.
- (3) Optie 3 – kennisgeving van baisseposities aan de toezichthouder. Te combineren met 2.
- (4) Optie 4 – openbaarmaking van baisseposities. Te combineren met 2 en 3.
- (5) Optie 5 – geaggregeerde openbaarmaking van baisseposities (dat wil zeggen dat afzonderlijke baisseposities van beleggers niet openbaar worden gemaakt). Te combineren met 2, 3 en 4.
- (6) Optie 6 – openbaarmaking van afzonderlijke aanzienlijke netto baisseposities. Te combineren met 2, 3 en 4.
- (7) Optie 7 – vrijstelling van marktmakingactiviteiten en van bepaalde primaire-markttransacties van de openbaarmakingsplicht. Te combineren met 2 tot en met 6.

#### **4.3. Beleidsopties waarmee wordt beoogd bepaalde eisen aan handelsplatforms te stellen en de afwikkelingsdiscipline te versterken**

- (1) Optie 1 – geen maatregelen op EU-niveau treffen.
- (2) Optie 2 – invoeren van de verplichting dat een persoon, alvorens short te kunnen gaan, eerst het aandeel moet hebben geleend, een overeenkomst voor de lening van het aandeel moet zijn aangegaan of andere regelingen moet hebben getroffen om ervoor te zorgen dat hij het aandeel ten tijde van de afwikkeling kan lenen ("*locate*-regel").
- (3) Optie 3 – invoeren van EU-regels betreffende afwikkelingsdiscipline, zodat aan personen die baissetransacties aangaan waarvan de afwikkeling mislukt, passende sancties worden opgelegd, met *buy-in*-procedures en boetes in geval van mislukte afwikkelingen. Te combineren met 2.
- (4) Optie 4 – verbieden van ongedekte baissetransacties.
- (5) Optie 5 – vrijstelling van marktmakingactiviteiten en bepaalde primaire-markttransacties. Te combineren met 2, 3 en 4.

#### **4.4. Beleidsopties met het oog op een gecoördineerde reactie van EU-lidstaten op baissetransacties en cds**

Dit streven dient door middel van bovenstaande drie categorieën doelgerichte opties te worden gerealiseerd. Bovendien moet de keuze van het juridische instrument ook gericht zijn op het bewerkstelligen van gecoördineerde nationale reacties.

## 5. ONDERZOEK EN VERGELIJKING VAN DE OPTIES

De verschillende beleidsopties zijn getoetst aan de criteria van doelmatigheid en efficiëntie voor het bereiken van de ermee samenhangende doelstellingen. De vergelijking van de beleidsopties heeft tot de volgende conclusies geleid:

- *Duidelijke bevoegdheden*: de voorkeursoptie is een combinatie van optie 5 (bevoegdheden in noodsituaties) en optie 2 (handelsremmer). Een combinatie van beide opties zou toezichthouders een instrument in handen geven voor het snel opleggen van een tijdelijk verbod op baissetransacties op georganiseerde markten in geval van een aanzienlijke prijsdaling. Ook zou dat in geval van een uitzonderlijke situatie de mogelijkheid bieden tot het opleggen van een tijdelijk verbod van langere duur, ook voor derivaten.
- *Transparantie*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 2, 3, 4, 6 en 7. Door combinatie van de opties 3 en 4 zou de transparantiedoelstelling voor zowel de toezichthouders als de markt volledig worden gerealiseerd. Bovendien zou een hogere openbaarmakingsdrempel voor de markt eventuele negatieve gevolgen voor de liquiditeit beperken, terwijl gegarandeerd zou worden dat de toezichthouders de benodigde gegevens ontvangen. Optie 6 (afzonderlijke openbaarmakingen) dient ook deel uit te maken van de voorkeursoptie, omdat dit beter beantwoordt aan de doelstellingen aangezien de markt hierdoor transparanter wordt. Optie 2 (markering) zou de openbaarmakingsplicht zeer effectief aanvullen doordat toezichthouders onmiddellijk over gegevens inzake alle baisseposities zouden beschikken (waaronder *intraday*-posities), hetgeen de handhaving door de toezichthouders zou bevorderen. Optie 7 (vrijstelling van marktmaking en primaire-markttransacties) zou ervoor zorgen dat de belangrijke door deze activiteiten vervulde functie van het verzekeren van de liquiditeit ongemoeid wordt gelaten, hetgeen eventuele potentiële negatieve gevolgen van een openbaarmakingsplicht voor de liquiditeit zou beperken.
- *Afwikkelingsdiscipline*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 2, 3 en 5. Bij combinatie van de opties 2 en 3 zou de afwikkelingsdiscipline worden versterkt door middel van eisen voor het handelsplatform, *buy-in*-procedures en boetes, waardoor de daarmee samenhangende operationele doelstelling zeer effectief zou worden gehaald. Door combinatie van optie 5 met de opties 2 en 3 zouden de potentieel negatieve gevolgen voor de liquiditeit worden beperkt doordat er van een geharmoniseerde vrijstelling van marktmaking sprake is. Ook de regelgevingsarbitrage en de nalevingskosten die met de verschillende vrijstellingen binnen de EU verband houden, zouden erdoor worden gereduceerd.
- *Gecoördineerde reactie*: samenwerking van niet-wetgevende aard wordt terzijde geschoven, omdat het geen effectieve oplossing zou bieden voor ongecoördineerde nationale maatregelen die ruimte laten voor regelgevingsarbitrage en hogere nalevingskosten. Een verordening verdient de voorkeur op een richtlijn omdat deze rechtstreeks van toepassing is en eenvormige regels in de hele EU waarborgt, en omdat degenen die onder de bepalingen ervan vallen, zich er direct op zouden kunnen baseren.



## 6. GEVOLGEN VAN DE VOORKEURSPOPTIES

	Gevolgen voor belanghebbenden	Effectiviteit	Efficiëntie
<b>Opties 2 + 5</b> <b>(handelsremmer en bevoegdheden in uitzonderlijke situaties)</b>	<p>(+++)<i> toezichthouders worden gemachtigd tot het snel en tijdelijk verbieden van baissetransacties/cds in uitzonderlijke situaties</i></p> <p>(+++)<i> emissiekoersen kunnen worden ondersteund door een tijdelijk verbod op baissetransacties in gedrukte markten</i></p> <p>(0)<i> overheden: verminderde volatiliteit op overheidsobligatiemarkten, maar risico van negatieve effecten op de liquiditeit</i></p> <p>(-)<i> financiële instellingen kunnen met tijdelijke beperkingen op baissetransacties te maken krijgen &amp; voor nalevingskosten komen te staan</i></p>	<p>(+++)<i> volledige verwezenlijking van doelstelling 1</i></p> <p>(+++)<i> doelstelling 4: volledig gehaald</i></p> <p>(+++)<i> voorkomen van overmatig negatieve effecten op de marktefficiëntie</i></p>	<p>(-)<i> verminderde nalevingskosten vanwege gecoördineerde EU-aanpak; eventuele gevolgen voor liquiditeit zijn tijdelijk</i></p>
<b>Opties 2+ 3 + 4 +6 + 7</b> <b>(markering, kennisgeving aan de toezichthouder en bekendmaking aan de markt van afzonderlijke netto baissetransacties, met vrijstelling van marktmakers en van handelaren op de primaire markt)</b>	<p>(+++)<i> toezichthouders: volledige transparantie over baissetransacties</i></p> <p>(+++)<i> emittenten: toegang tot gegevens over aanzienlijke baissetransacties en volledig profijt van de liquiditeit die marktmakers verschaffen</i></p> <p>(+++)<i> individuele beleggers: informatieasymmetrieën weggewerkt en door marktmakers geboden liquiditeit behouden</i></p> <p>(+++)<i> overheden: liquiditeit bij overheidsobligaties niet verslechterd</i></p> <p>(-)<i> financiële instellingen: nalevingskosten en wellicht minder baissetransacties ter voorkoming van openbaarmaking, maar voortzetting van marktmakingactiviteiten</i></p>	<p>(+++)<i> doelstelling 2: volledig gehaald</i></p> <p>(+++)<i> doelstelling 4: volledig gehaald</i></p> <p>(++)<i> beperken van overmatig negatieve effecten op de marktefficiëntie</i></p>	<p>(-)<i> blijvende nalevingskosten; negatieve gevolgen voor marktiliquiditeit beperkt door drempels en vrijstellingen</i></p>
<b>Opties 2 + 3+ 5</b> <b>(locate-regel, en afwikkelingsdiscipline met vrijstelling van marktmakers en handelaren op de primaire markt)</b>	<p>(+++)<i> toezichthouders kunnen sancties treffen tegen ongedekte baissetransacties</i></p> <p>(+++)<i> emittenten: het aantal short verkochte aandelen kan niet groter zijn dan het aantal dat is uitgegeven of beschikbaar is om te lenen; liquiditeit komt niet in gedrang vanwege vrijstelling van marktmakers</i></p> <p>(+++)<i> overheden: het aantal short verkochte overheidsobligaties kan niet meer zijn dan het aantal dat is uitgegeven of beschikbaar is om te lenen; liquiditeit komt niet in gedrang vanwege vrijstelling van marktmakers</i></p> <p>(+)<i> sommige financiële instellingen moeten wellicht hun nalevings-systemen aanpassen, maar voor marktmaking geldt een vrijstelling</i></p>	<p>(++)<i> doelstelling van beperking van het afwikkelingsrisico wordt gerealiseerd door regelgeving handelsplatform en afwikkelingsdiscipline</i></p> <p>(+++)<i> doelstelling 4: volledig gehaald</i></p> <p>(+)<i> draagt bij tot de beperking van het risico van neergaande prijsspiralen</i></p>	<p>(-)<i> enige blijvende nalevingskosten hoewel velen al volgens de locate-regel te werk gaan; negatieve gevolgen voor marktiliquiditeit beperkt door vrijstelling van marktmaker</i></p>

## 7. TOEZICHT EN EVALUATIE

De Commissie gaat na op welke wijze de lidstaten de in het wetgevingsinitiatief betreffende baissetransacties voorgestelde veranderingen toepassen. De evaluatie van de wetgevingsmaatregel zou binnen drie tot vijf jaar na de inwerkingtreding ervan kunnen plaatsvinden in het kader van een verslag aan de Raad en het Parlement over de deugdelijkheid van de kennisgevings- en openbaarmakingsdrempels.