

Short selling en credit default swaps: een overzicht van EU-verordening nr. 236/2012

Mr. Esq. V. van Hoorn *

Inleiding

In september 2008, op het hoogtepunt van de financiële crisis, namen autoriteiten in vele landen maatregelen om *short selling* te beperken of te verbieden. *Short sellers* werden door velen verantwoordelijk gehouden voor het instorten van financiële instellingen, zoals Bear Stearns en Lehman Brothers.¹ In navolging op de Securities and Exchange Commission (SEC) in de Verenigde Staten en de Financial Services Authority (FSA) in het Verenigd Koninkrijk kondigde de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) in september 2008 een verbod op *short selling* in bepaalde financiële ondernemingen af.² Vanaf 1 juni 2009 veranderde het verbod in een meldingsplicht van shortposities.

Gedurende de crisis zijn binnen de Europese Unie door verscheidene lidstaten verschillende *short selling*-maatregelen genomen, waardoor geen sprake was van een uniforme aanpak.³ Om deze uniformiteit te bewerkstelligen heeft de Europese Commissie op 15 september 2010 een voorstel voor een verordening gepubliceerd.⁴ Op 14 maart 2012 is Verordening 236/2012 betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps (hierna: de Verordening) in werking getreden. De Verordening zal pas met ingang van 1 november 2012 volledig van toepassing zijn (art. 48 Verordening).

Ik zal eerst bepaalde kernbegrippen van de Verordening kort toelichten. Vervolgens zal ik een overzicht geven van de

belangrijkste meldings- en openbaarmakingverplichtingen en verboden opgenomen in de Verordening. Ten slotte zal ik een aantal kanttekeningen plaatsen bij bepaalde aspecten van de Verordening.

Short selling, naked short selling, netto-shortposities en CDS-contracten

Short selling

Short selling (een *short selling*-transactie wordt in art. 2 lid 1 sub b Verordening als een shorttransactie gekwalificeerd) is een beleggingsstrategie waarbij een belegger speculeert op een daling van de prijs van een bepaald effect door dat effect te verkopen zonder dat hij het bezit. Een voorbeeld ter verduidelijking: belegger A, die anticipeert op een koersdaling van het aandeel van B, leent 1000 aandelen B van een lener C (*Securities Lending Agreement*) tegen een koers van EUR 10 in het kader van een *Securities Lending Agreement* met de verplichting een gelijk aantal aandelen B aan C terug te leveren tegen een vooraf afgesproken toekomstige datum. De rechtsverhouding tussen A en C wordt juridisch gekwalificeerd als een overeenkomst van verbruikleen (art. 7A:1791 Burgerlijk Wetboek (BW)).⁵ Vervolgens verkoopt A de effecten tegen de dan geldende koers aan D. Zijn opbrengst is EUR 10.000 (EUR 10 x 1000). De koersdaling waar A op heeft geanticipeerd, verwezenlijkt zich en de koers van het aandeel in B is op de dag waarop A 1000 aandelen B aan C moet terugleveren EUR 8. Het kost A op die dag dus EUR 8000 om 1000 aandelen B te kopen en aan C te leveren om aan zijn leveringsverplichting te voldoen. A heeft op deze transactie een winst van EUR 2000 gemaakt. Overigens zal in de praktijk de lener ook een rentecomponent verschuldigd zijn aan de uitlener van de effecten, waardoor in het voorbeeld de winst van A lager zal zijn dan EUR 2000.

Short selling-transacties met grote volumes kunnen een neerwaartse druk op de koers van een aandeel hebben en kunnen in extreme gevallen een hoge volatiliteit van de koers veroorzaken. Marktpartijen die niet *short* maar *long* gaan op een aan-

* Mr. Esq. V. van Hoorn is werkzaam als advocaat bij Stibbe te Amsterdam.

1. Zie o.a. A. Sorkin, *Too big to fail*, New York: Penguin 2009.
2. Voor een overzicht van de verschillende maatregelen door de AFM genomen en de hiervoor benodigde wijziging van de Wet op het financieel toezicht, zie o.a. P.E.B. Corten & M.H.C. Damsté, *Nood breekt wet: het verbod op short selling*, TOP 2008, p. 286-290; D. Dorst & G.H. van Swieten, *De short selling maatregelen nader belicht*, V&O 2009, p. 9-12; S. Hijink, *Tijdelijke AFM-regeling inzake melding van short posities*, Ondernemingsrecht 2009, nr. 98; M. Kuilman & J.M. Poelgeest, *De (tijdelijke) maatregelen tegen short selling in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten*, O&F 2009, nr. 17, p. 40-58.
3. Voor een overzicht van de door lidstaten genomen maatregelen op het gebied van *short selling* zie ESMA, *Update on measures adopted by competent authorities on short selling*, 2011/39, te raadplegen op <www.esma.europa.eu/system/files/2011-39_0.pdf>.
4. EU Commissie, *Voorstel voor een verordening betreffende basissetransacties en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps*, COM(2010)482.

5. G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van de beursaan-deelhouders*, Deventer: Kluwer 2007, p. 17; E.M. van Ardenne-Stachiw, *Effectenleningen*, Amsterdam: NIBE 1995, p. 11; Corten & Damsté 2008, p. 286.

deel (anticiperend op een stijging van de koers) zullen, wanneer de koersdaling fors is, ook hun aandelen verkopen en daardoor de neerwaartse druk op de koers versterken.⁶ *Short sellers* worden door sommigen verantwoordelijk gehouden voor de snelle koersdalingen van de aandelen van Bear Stearns en Lehman Brothers, die in 2007 en 2008 leidden tot de verkoop van de eerste aan JP Morgan Chase en het faillissement van de tweede.⁷

Naked short selling

Naked short selling (in de Verordening (art. 12 en 13) worden *naked short selling*-transacties aangeduid als ongedekte short-transacties) is een variant van *short selling* waarbij de lener ten tijde van de verkoop van de effecten nog geen maatregelen heeft genomen om te zorgen dat hij daadwerkelijk over de benodigde effecten zal beschikken op het moment dat hij de geleende effecten moet teruggeven.⁸ In het eerdere voorbeeld heeft A de aandelen in B verkocht aan D. Het verschil is echter bij *naked short selling* dat A geen overeenkomst van verbruikleen is aangegaan met C wanneer hij de aandelen in B aan D verkoopt. A heeft meestal drie dagen (T+3) om de aandelen alsnog te leveren. Naast het gokken op een daling van de koers gokt A ook op het feit dat hij tussen het moment van verkoop (T) en het moment van daadwerkelijke levering (T+3) ergens 1000 aandelen in B zal kunnen verkrijgen. A loopt hierbij echter zowel het risico dat hij niet 1000 aandelen zal kunnen verkrijgen om op tijd te leveren, als het risico dat in tegenstelling tot zijn voorspelling de koers van het aandeel gestegen is, waardoor hij een verlies lijdt bij het kopen van de aandelen.

Netto-shortpositie

De Verordening beoogt bepaalde aspecten van *short selling*- en *naked short selling*-transacties te reguleren. De Verordening bevat bepaalde meldings- en openbaarmakingverplichtingen en verbiedt marktdeelnemers om bepaalde transacties aan te gaan. In alle gevallen is het de vraag of een marktdeelnemer een netto-shortpositie heeft in een bepaald aandeel of een bepaalde overheidsschuld. De Verordening definieert het begrip netto-shortpositie (art. 3 lid 4) als: '(...) de positie die overblijft nadat elke longpositie van een natuurlijke of rechtspersoon in het uitgegeven aandelenkapitaal in mindering is gebracht op enige shortpositie (...) in dat kapitaal (...)'. Om een netto-shortpositie te berekenen moeten alle longposities en shortposities worden bepaald. Een marktdeelnemer kan een shortpositie op twee manier verwerven (art. 3 lid 1 Verordening): door het aangaan van een shorttransactie of door het nemen van een positie via een financieel instrument (art. 2 lid 1 sub a Verordening verbindt de definitie van een financieel instrument aan de opsomming van financiële instrumenten opgenomen in bijlage I, deel C van de MiFID-Richtlijn 2004/39/EG. Dit betekent dat shortposities opgebouwd door

gebruik van financiële instrumenten ook binnen het toepassingsbereik van de Verordening vallen) waarbij de marktdeelnemer een financieel voordeel geniet bij een daling van de koers van het aandeel of de overheidsschuld. Een longpositie kan eveneens op twee manieren worden verworven (art. 3 lid 2 Verordening): door het houden van het aandeel of de overheidsschuld zelf of door het nemen van een positie via een financieel instrument waarbij de marktdeelnemer een financieel voordeel geniet bij een stijging van de koers van het aandeel of de overheidsschuld.

Hierbij moet worden opgemerkt dat tussen het berekenen van een netto-shortpositie in een overheidsschuld en een netto-shortpositie in een aandeel een verschil bestaat. Bij de berekening van een netto-shortpositie in een overheidsschuld kunnen ook longposities in schuldinstrumenten van (andere) overheidsemissanten (onder het begrip overheidsemissant, gedefinieerd in art. 2 lid 1 sub d Verordening, vallen verschillende instanties. Waarschijnlijk valt de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit (hierna: EFFS) onder de categorie 'internationale financiële instelling opgericht door twee of meer lidstaten met het doel financiële bijstand te verlenen aan haar leden') die een hoge correlatie vertonen met de overheidsschuld, worden betrokken. Men kan bijvoorbeeld denken aan een schuldinstrument uitgegeven door de EFFS en de overheidsschuld van een lidstaat die een garantie voor de EFFS heeft gegeven.⁹

(Naked) credit default swaps

Een *credit default swap* (hierna: CDS), ook bekend als een kredietverzuimswap, is een overeenkomst waarbij de koper (*protection buyer*) een 'verzekering' koopt waarbij de verkoper (*protection seller*) in ruil voor maandelijks betalingen zich verplicht bij bepaalde kredietgebeurtenissen (*triggers* of *default events*) aan de zijde van de uitgever van de obligatie de hoofdsom van de obligatie aan de koper te betalen of het verschil tussen de hoofdsom (*face value*) van de obligatie en de marktwaarde op de dag van de gebeurtenis. Een ander alternatief is dat de verkoper de hoofdsom aan de koper betaalt en in ruil daarvoor de onderliggende instrumenten verkrijgt. Deze hebben vaak een zeer geringe of nihil restwaarde. Een CDS heeft daarom als hoofdfunctie het overdragen van een bepaald kredietrisico van een partij naar een andere partij (zie art. 1:1 Wet op het financieel toezicht (Wft), definitie van *financieel instrument* onder h). Wanneer de koper de onderliggende schuld houdt, dan is het doel van het aangaan van een CDS om een longpositie af te dekken. Er is sprake van een gedekte kredietverzuimswap.

Indien de koper een CDS afsluit zonder de onderliggende schuld te houden, dan is de CDS een instrument waarmee gespeculeerd kan worden op de koersdaling van deze schuld. De koper zal dan alleen winst genereren als de verkoper, als gevolg van het ontstaan van een kredietgebeurtenis, verplicht

6. Zie ook Kuilman & Poelgeest 2009, p. 43.

7. Zie o.a. Sorkin 2009.

8. M. Peeters, Over short selling, *Ars Aequi* 2012, p. 189-197; Kuilman & Poelgeest 2009, p. 41 e.v.

9. Verordening (EU) nr. 236/2012 betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps, punt (9) van de considerans.

wordt onder de CDS een betaling te doen.¹⁰ Het afsluiten van een CDS zonder dat de koper van de CDS de onderliggende schuld houdt, wordt aangeduid als een *naked* CDS of ongedekte kredietverzuimswap (art. 4 lid 1 Verordening).

Verordening nr. 236/2012: meldingsverplichtingen en verboden

Meldings- en openbaarmakingverplichtingen aan toezichthouder en publiek

De Verordening bevat drie verschillende meldings- en openbaarmakingverplichtingen ten aanzien van netto-shortposities. Ten eerste moeten overeenkomstig artikel 5 lid 1 Verordening netto-shortposities in het geplaatste kapitaal van een onderneming waarvan de aandelen tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten, worden gemeld aan de bevoegde autoriteiten. Een meldingsplicht ontstaat bij een netto-shortpositie gelijk aan 0,2% van het geplaatste kapitaal en bij elke toename van deze positie met 0,1% van het geplaatste kapitaal (art. 5 lid 2 Verordening). In de Tijdelijke Regeling van de AFM werd de drempel voor het melden van een netto-shortpositie in het geplaatste kapitaal van een financiële onderneming bepaald op 0,25% van het geplaatste kapitaal.¹¹

Ten tweede ontstaat er een openbaarmakingverplichting aan het publiek (art. 6 lid 1 Verordening) van netto-shortposities in het geplaatste kapitaal van een onderneming waarvan de aandelen tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten, wanneer de netto-shortpositie gelijk is aan 0,5% van het geplaatste kapitaal en bij elke toename van deze positie met 0,1% van het geplaatste kapitaal.

Voor netto-shortposities in overheidsschulden geldt een apart regime (art. 7 Verordening). Deze posities worden alleen bekendgemaakt aan de bevoegde autoriteiten en niet aan het publiek. De drempels voor het melden van netto-shortposities in overheidsschulden moeten nog door de Europese Commissie worden vastgesteld, maar zullen per lidstaat anders zijn (art. 7 lid 2 Verordening). De ratio om de netto-shortposities in overheidsschulden niet naar het publiek te openbaren is '(...) omdat bekendmaking van informatie aan de markten voor dergelijke instrumenten nadelige gevolgen kan hebben op markten voor overheidsschuld waar er reeds van verminderde liquiditeit sprake is'.¹² De ontwerpers van de Verordening gingen er kennelijk van uit (waarschijnlijk onder politieke druk) dat het openbaren van netto-shortposities op overheidsschulden in de huidige crisis gelijk zou zijn aan olie op het vuur.

Volgens Peters¹³ moet deze overweging worden gezien in een bredere context: de markt voor Europese overheidsschulden is 'officieel' verstoord, waardoor een ingreep van de Europese Centrale Bank door middel van het opkopen van staatsobligaties onder deze extreme omstandigheden gerechtvaardigd is.

'Verbod' op ongedekte shorttransacties

Artikel 12 en 13 Verordening bepalen respectievelijk dat een marktdeelnemer in beginsel geen ongedekte shorttransacties mag aangaan in een aandeel toegelaten tot een handelsplatform en in overheidsschulden. Een marktdeelnemer mag alleen een shorttransactie onder de volgende omstandigheden aangaan:

- De marktdeelnemer heeft het aandeel of de overheidsschuld geleend of is een afspraak aangegaan die een vergelijkbaar rechtsgevolg heeft.
- De marktdeelnemer heeft een overeenkomst gesloten om het aandeel te lenen of heeft verbintenisrechtelijk of goederenrechtelijk een absolute vordering tot levering van het aandeel of de overheidsschuld, waardoor de afwikkeling (*settlement*) van de transactie op de gestelde datum kan plaatsvinden.
- Of de marktdeelnemer heeft een regeling met een derde, die bevestigt dat het aandeel of de overheidsschuld gelocaliseerd is, waardoor de afwikkeling van de transactie op de gestelde datum zal kunnen plaatsvinden.

De ratio achter deze 'verboden' is dat 'ongedekte *short selling* in aandelen en overheidsschuld wordt (...) geacht het potentiële risico te vergroten dat de afwikkeling mislukt en dat er volatiliteit optreedt'.¹⁴

Daarmee hoopt men gevallen als de Volkswagen-zaak van oktober 2008 te voorkomen.¹⁵ Op dat moment ontstond namelijk een zogenoemde *short squeeze* (dit ontstaat wanneer alle *short sellers* allemaal tegelijkertijd hun shortposities afsluiten door de financiële instrumenten te kopen om ze aan de uitlener terug te leveren) met betrekking tot het aandeel Volkswagen. Porsche had onverwacht haar belang in Volkswagen vergroot van 35% naar 74,1%: 42,6% direct en 31,5% via *cash settled options*. De tegenpartijen bij deze opties hadden hun posities afgedekt door de onderliggende aandelen zelf te kopen en te houden. Daarnaast hield de deelstaat Niedersachsen 20,1% van de aandelen in Volkswagen. Daardoor was slechts 5% van de Volkswagen aandelen vrij verhandelbaar. Tegelijkertijd waren vele *hedge funds* ongedekte shorttransacties aangegaan, speculerend op een koersdaling van het Volkswagen-aandeel. Toen echter duidelijk werd dat, door een beperkt aantal vrij verhandelbare aandelen, zij waarschijnlijk niet in staat zouden zijn om hun shorttransacties af te wikke-

10. Zie M. Lewis, *The big short*, Londen: Penguin 2010, die beschrijft hoe bepaalde marktdeelnemers, door het aangaan van een grote hoeveelheid *naked* CDS-contracten o.a. gerelateerd aan CDO-instrumenten (*collateral debt obligations*), van de financiële crisis van september 2008 hebben geprofiteerd en heel hoge winsten hebben gemaakt.

11. Zie AFM, Tijdelijke Regeling inzake melding van short posities, art. 1 lid 2 jo. lid 3, te raadplegen op <www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor-effectenuitgevende-ondernemingen/marktmisbruik/maatregel-short-selling.aspx>.

12. Punt 8 van de considerans van de Verordening.

13. Peeters 2012, p. 196.

14. Punt 18 van de considerans van de Verordening.

15. Zie o.a. D.F.F.F.M. Duynstee & F.M. Peters, *Ondernemingsrechtelijke inpassing van aandenderivaten*, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 159 e.v. voor een overzicht van de Volkswagen-zaak.

len, schoot de koers van het aandeel omhoog. De *short sellers* hebben grote verliezen geleden toen zij alsnog de aandelen tegen een zeer hoge prijs hebben moeten kopen om hun transacties af te wikkelen. Een dergelijke *short squeeze* op grote schaal kan voor grote koersschommelingen zorgen en leiden tot een hoge volatiliteit en financiële instabiliteit.

Verbod op ongedekte kredietverzuimswaps op overheidsschulden

De Verordening bepaalt dat een marktdeelnemer alleen een kredietverzuimswap op een overheidsschuld kan aangaan wanneer dit niet leidt tot een ongedekte positie (art. 14 lid 1). Impliciet bevat de Verordening dus een 'verbod' voor marktdeelnemers om een ongedekte positie te hebben met betrekking tot kredietverzuimswaps op overheidsschulden, en zo te speculeren op een verzuim van een overheid onder door die overheid uitgegeven obligaties. Er is sprake van een ongedekte positie in een kredietverzuimswap wanneer het aangaan van de kredietverzuimswap niet bedoeld is om een longpositie in de onderliggende overheidsschuld af te dekken of een longpositie in activa of verplichtingen waarvan de waarde samenhangt met de overheidsschuld (art. 4 lid 1 sub a en b Verordening). De gedachte hierachter is om speculatie tegen te gaan:¹⁶ een marktdeelnemer moet alleen een kredietverzuimswap aan kunnen gaan wanneer hij een verzekeraar belang heeft.¹⁷

Discussiepunten

Openbaarmaking: gaat de informatievoorziening te ver?

Zowel bij openbaarmaking van een netto-shortpositie aan het publiek (art. 6 Verordening) als bij een melding van een netto-shortpositie aan de bevoegde autoriteiten (art. 5 Verordening) moet dezelfde informatie worden verstrekt. Artikel 9 lid 1 Verordening luidt als volgt:

'Elke melding of openbaarmaking krachtens artikel 5, 6, 7 of 8 bevat de gegevens betreffende de *identiteit* van de (...) rechtspersoon die de betreffende positie houdt, de *omvang* van de desbetreffende positie, de *emittent ten aanzien van wie* de desbetreffende positie bestaat en de *datum* waarop de desbetreffende positie tot stand is gekomen, is veranderd of heeft opgehouden te bestaan.' (curs. VvH)

Het publiek krijgt met deze openbaarmaking toegang tot (héél) veel informatie. In de context van *short selling* zou dat onverwachte consequenties kunnen hebben. Veelvuldige gebruikers van shorttransacties zijn onder andere *hedge funds*,¹⁸ investeringsvehikels die winst genereren door het gebruik van een grote diversiteit aan handelsstrategieën waarbij veelvuldig gebruik wordt gemaakt van shorttransacties. Deze handelsstrategieën zijn de grootste bron van winst voor *hedge funds*, omdat ze hiermee over het algemeen een hogere winst dan de beurswinst genereren. Deze handelsstrategieën kunnen niet

door intellectuele eigendomsrechten of anderszins worden beschermd (zie onder andere art. 2 lid 2 Rijksoctrooiwet 1995). Wijskundige methoden en stelsels, regels en methoden voor de bedrijfsvoering zijn geen uitvindingen in de zin van de Rijksoctrooiwet 1995). Onder meer daarom zorgen *hedge funds* ervoor dat deze handelsstrategieën absoluut vertrouwelijk blijven. Een voorbeeld hiervan was de strafrechtelijke vervolging door het Amerikaanse Openbaar Ministerie van Sergei Aleynikov (ex-Goldman Sachs) wegens het 'stelen' van handelsformules van het computernetwerk van zijn werkgever.¹⁹ Gezien de reikwijdte van de openbaarmaking bestaat er echter een reële kans dat het publiek (vooral concurrenten en ervaren beurshandelaren) deze strategieën in vergaande mate zal kunnen analyseren en achterhalen. Dit zou mogelijkterwijls vergaande negatieve consequenties kunnen hebben voor het *business model* van *hedge funds*. Men kan zich afvragen of dit een redelijke uitkomst is of dat het niet verstandiger zou zijn geweest om een onderscheid te maken naar het type informatie en de reikwijdte van de informatieverstrekking aan enerzijds de toezichhouder (ruime informatieverstrekking) en anderzijds het publiek (geringere informatieverstrekking, bijvoorbeeld door de identiteit van marktdeelnemers niet te onthullen).

Overheidsschuld shorten en verbod op ongedekte kredietverzuimswap: inconsistentie?

De Verordening bevat geen absoluut verbod op het innemen van shortposities ten aanzien van overheidsschulden. De enige beperkingen ten aanzien van het nemen van shortposities op overheidsschulden zijn de meldingsplicht aan de bevoegde autoriteiten (art. 7 Verordening) en het verbod op het aangaan van ongedekte shortposities (art. 13 Verordening). De Verordening kent wel een 'verbod' op het aangaan van ongedekte kredietverzuimswaps op overheidsschulden (art. 14 Verordening).

De vraag is of deze benadering consistent is. Zoals hiervoor besproken, speculeert een marktdeelnemer zowel bij het aangaan van een shorttransactie als bij het aangaan van een ongedekte kredietverzuimswap op een daling van de koers van het onderliggende financieel instrument. Beide type transacties kunnen voor hetzelfde doel worden aangegaan en kunnen mogelijkterwijls dezelfde consequenties hebben. Het is daarom opmerkelijk dat speculeren op een koersdaling via een shorttransactie wel toegelaten is en het afsluiten van een ongedekte kredietverzuimswap niet.

Het begrip 'ongedekt' kan overigens voor enige verwarring zorgen. Bij een shorttransactie ziet het begrip 'ongedekt' op het feit dat de *short seller* de financiële instrumenten niet heeft geleend voordat hij die verkoopt. Er ontstaat een risico dat bij de verkoop geen levering kan plaatsvinden. Bij een kredietverzuimswap ziet het begrip ongedekt echter op het feit dat de koper van een kredietverzuimswap geen longpositie heeft in het onderliggende instrument. Het risico is dat de koper van

16. Peeters 2012, p. 197.

17. Punt 21 van de considerans van de Verordening.

18. Zie o.a. S. Mallaby, *More money than God*, New York: Penguin 2010.

19. Zie o.a. New York Times, *Former Goldman programmer gets 8-year jail term for code theft*, 18 maart 2011.

een kredietverzuimswap geen ‘verzekeraar belang’ heeft. Daarnaast zijn opties en andere derivaten op overheidsschulden niet verboden, terwijl daardoor ook hetzelfde financiële resultaat kan worden bereikt, bijvoorbeeld door tegelijkertijd ‘*out of the money*’-putopties te kopen (stijgen in waarde wanneer het instrument onder de *strike price* valt) en door ‘*in the money*’-callopties te schrijven (risico dat de optie met een hogere *strike price* dan de huidige koers wordt uitgeoefend, is nihil) op een bepaalde overheidsschuld. Het toelaten van bepaalde soorten transacties en het verbieden van andere soorten transacties die tot hetzelfde resultaat leiden, getuigen niet van consistentie.

Bovendien is het verbod op ongedekte kredietverzuimswaps nog opmerkelijker wanneer men de bevindingen van de Europese Commissie uit 2010 leest:

‘The empirical investigation (...) on how the sovereign CDS and bond markets interact, provides no conclusive evidence that developments in the CDS market causes higher funding costs for Member States. (...) The CDS spreads for the more troubled countries seem to be low relative to the corresponding bond yield spreads, which implies that CDS spreads can hardly be considered to cause the high bond yields for those countries. Finally, the correlation analysis shows that changes in spreads in the two markets are mainly contemporaneous.’²⁰

Uit empirische bevindingen van de Europese Commissie blijkt dat kredietverzuimswaps weinig invloed hebben op de rente die lidstaten moeten betalen op hun schulden en niet de oorzaak zijn van stijgende rente. Een ander mogelijk risico is dat kredietverzuimswaps een koersdaling van de overheidsschuld kunnen verergeren. In beginsel hebben de waarde en de rente van een obligatie een negatieve correlatie: een stijging van de prijs leidt tot een daling van de rente. Een stijgende rente is echter een teken van een koersdaling van de obligatie. Marktdeelnemers zien een vergroot risico voor het houden van een obligatie en vragen daarom een hogere rente, terwijl de vraag naar deze obligatie (en daarom de prijs) afneemt. Uit de genoemde empirische bevindingen blijkt dat kredietverzuimswaps weinig invloed hebben op de rente op obligaties van lidstaten en daarom, indirect, op hun prijs. Daarom kan men zich afvragen of kredietverzuimswaps werkelijk de koersdaling van een bepaalde obligatie kunnen verergeren. De beleidsoverwegingen achter het verbod blijven dus onduidelijk.

Daarnaast moet worden opgemerkt dat het verbod tijdelijk kan worden opgeschort door de bevoegde autoriteiten (art. 14 lid 2 Verordening) wanneer de markt voor overheidsschulden niet goed functioneert. Verschijnselen van een slecht functionerende markt die opschorting rechtvaardigen, zijn hoge of toenemende rente, stijging van rentespreads en kredietver-

zuimswapsreads en een beperkte liquiditeit. Dit is opmerkelijk aangezien dit precies dezelfde verschijnselen zijn die ertoe geleid hebben dat marktdeelnemers hun netto-shortposities in overheidsschulden alleen aan de bevoegde autoriteiten moeten melden (art. 7 Verordening) en niet aan het publiek (zie hiervoor). Dit getuigt evenmin van consistentie. Bovendien kan men zich afvragen of, gezien de huidige marktomstandigheden, het verbod binnenkort tijdelijk zal worden opgeschort.²¹

Hoge correlatie en samenhang

De Verordening gebruikt bij het berekenen van een netto-shortpositie in overheidsschulden (art. 3 lid 5) en de berekening van een ongedekte shortpositie in overheidsschulden (art. 13 lid 2) het begrip ‘hoge correlatie’. Bij het bepalen of er sprake is van een ongedekte positie in een kredietverzuimswap op een overheidsschuld (art. 4 lid 1 sub b) wordt het begrip ‘samenhang’ gebruikt. Beide begrippen zijn niet gedefinieerd in de Verordening.

Zowel bij het nemen van shortposities (al dan niet ongedekt) als bij het aangaan van een ongedekte kredietverzuimswap is de gedachte dat bepaalde financiële instrumenten een zodanig verband hebben met overheidsschulden dat de waarde van de overheidsschuld directe invloed heeft op de waarde van deze financiële instrumenten. Daarom zou het niet redelijk zijn om het nemen van shortposities of het aangaan van kredietverzuimswaps op overheidsschulden te verbieden wanneer deze posities alleen worden aangegaan ter dekking van een positie in financiële instrumenten die een hoge correlatie met deze overheidsschulden vertonen.

Dat roept echter wel vragen op: wanneer is er sprake van een ‘hoge correlatie’? En wanneer van ‘samenhang’? Moet er sprake zijn van een hoge positieve correlatie of geldt dit ook bij een hoge negatieve correlatie? Twee financiële instrumenten vertonen altijd een correlatie die gelegen is tussen 0 en 1. Bij een positieve (+) correlatie volgen de koersen van beide instrumenten dezelfde richting. Bij een negatieve (-) correlatie gaan de koersen van beide instrumenten in de tegenovergestelde richting? De antwoorden op deze vragen zullen ongetwijfeld een grote praktische betekenis hebben voor marktdeelnemers die moeten bepalen of het nemen van een shortpositie of het aangaan van een kredietverzuimswap niet in strijd is met de Verordening.

Conclusie

De Verordening beoogt voornamelijk het harmoniseren van de door de lidstaten genomen maatregelen op het gebied van *short selling*. Tevens is er aandacht besteed aan de kwestie van CDS-contracten op overheidsschulden, die door velen worden gezien als de oorzaak van de stijgende rente voor bepaalde lidstaten. Dit wekt de indruk dat de Verordening vooral een instrument is om het speculeren in te perken. De Verordening kan echter vergaande consequenties hebben voor het *business*

20. Europese Commissie, Report on sovereign CDS, 2011. Zie ook hierover Peeters 2012, p. 197, te raadplegen via <<http://online.wsj.com/public/resources/documents/ReportonsovereignCDS12072010.pdf>>.

21. Peeters 2012, p. 197.

model van marktdeelnemers die veel gebruik maken van *short selling*. Daarnaast lijkt zij op een aantal punten niet volledig consistent te zijn en zijn bepaalde sleutelbegrippen (nog) niet gedefinieerd. Kortom: veel werk voor de boeg bij het vaststellen van technische regels.