

Fiche 4: voorstel voor een verordening over short selling en bepaalde aspecten van credit default swaps

1. Algemene gegevens

Titel voorstel

Verordening van het Europees Parlement en de Raad inzake *short selling* en bepaalde aspecten van *credit default swaps*

Datum Commissiedocument

15 september 2010

Nr. Commissiedocument

COM(2010) 482

Prelex

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_en.htm

Nr. impact-assessment Commissie en Opinie Impact-assessment Board

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_impact_assessment_en.pdf

Behandelingstraject Raad

Het voorstel wordt behandeld in de raadswerkgroep financiële diensten. Wanneer behandeling in de Ecofin Raad zal plaatsvinden is nog niet bekend.

Eerstverantwoordelijk ministerie

Ministerie van Financiën

Rechtsbasis

Artikel 114 VWEU.

Stemwijze Raad en rol Europees Parlement

Het voorstel wordt behandeld volgens de gewone wetgevingsprocedure. De Raad stemt op basis van gekwalificeerde meerderheid. Het Europees Parlement beslist mee. Het Economisch en Sociaal Comité wordt geraadpleegd.

Comitologie/delegatie

Vooraf technische invulling binnen de hoofdnormen wordt gedelegeerd aan de Commissie of ESMA.¹ De Commissie krijgt bijstand van het European Securities Committee.

2. Samenvatting BNC-fiche

Short selling is een beleggingsactiviteit waarbij effecten worden verkocht die de verkoper niet bezit op het moment van verkoop (maar vaak kan lenen). *Short sellers* denken dat de prijs van het effect zal dalen, zodat ze op het moment van levering tegen een lagere prijs het effect kunnen kopen en daarmee winst kunnen maken. *Short selling* is een normale beleggingsactiviteit die onder normale omstandigheden nuttige effecten op de markt heeft. Het draagt onder meer bij aan een efficiënte prijsvorming en aan de liquiditeit van de markt. Onder bijzondere marktomstandigheden kan *short selling* echter een negatief neveneffect hebben. Als het vertrouwen in de financiële markten laag is kan door *short selling* de indruk ontstaan dat er meer aanbod in de markt is dan er daadwerkelijk is. Dit kan onder die omstandigheden voor andere beleggers aanleiding zijn om ook hun aandelen te verkopen, hetgeen kan leiden tot een sterke neerwaartse druk op de prijs. Een transactie in *credit default swaps*² kan eenzelfde soort economische positie opleveren als *short selling* van financiële

¹ European Securities and Market Authority. De nieuwe Europese toezichthouder op de financiële markten.

² Credit default swaps zijn contracten waarbij partij A haar kredietrisico op partij X (bijvoorbeeld vanwege door X aan A uitgegeven obligaties), tegen de betaling van een premie, overdraagt aan partij B.

instrumenten. Tijdens de kredietcrisis en de crisis op de staatsobligatiemarkt hebben verschillende lidstaten nationale maatregelen getroffen om de risico's van *short selling* op dat moment te adresseren. Geharmoniseerde bevoegdheden en gecoördineerd optreden binnen Europa is echter effectiever aangezien *short selling* vaak een grensoverschrijdend karakter heeft.

Het voorstel heeft tot doel een passend regelgevend kader te creëren voor *short selling* in aandelen en bepaalde aspecten van *short selling* in staatsobligaties. Het voorstel bevat een breed palet aan regels om risico's te adresseren die onder meer door de kredietcrisis zijn blootgelegd. Er is sprake van een gedeelde bevoegdheid. Het subsidiariteits- en het proportionaliteitsoordeel vallen beiden positief uit.

Bij doorvoering van het voorstel wordt de transparantie omtrent netto³ *short* posities vergroot, worden voorwaarden en beperkingen gesteld aan bepaalde vormen van *short selling*, worden de bevoegdheden van toezichthoudende autoriteiten geharmoniseerd en krijgt ESMA een coördinerende rol. Een vergroting van de transparantie omtrent netto *short* posities zal gepaard gaan met een toename van administratieve lasten voor de financiële sector. Deze lasten zijn gelet op het belang van grotere transparantie op dit gebied gerechtvaardigd. Wel zal Nederland kritisch kijken naar de administratieve lasten in samenhang met de baten van maatregelen.

Nederland is over het algemeen positief over het voorstel, met name over de melding van de netto *short* posities aan de toezichthouder - in Nederland de Autoriteit Financiële Markten (AFM) - en de coördinerende rol voor ESMA .

3. Samenvatting voorstel

Inhoud voorstel

De belangrijkste elementen uit het voorstel zijn:

- (i) transparantie van netto *short* posities in aandelen, staatsobligaties en *credit default swaps*
- (ii) voorwaarden voor ongedekte⁴ *short sales*
- (iii) bevoegdheden van toezichthoudende instanties en ESMA.

(i) *Transparantie van netto short posities in aandelen, staatsobligaties en credit default swaps:*

Ten aanzien van de transparantie van netto *short* posities in aandelen kent het voorstel een gefaseerde meldingsplicht. Bij het passeren van de grens van een netto *short* positie van 0,2% van het geplaatst kapitaal van een onderneming en bij iedere 0,1% daarna, moet melding worden gedaan aan de toezichthoudende instantie. Bij passeren van de grens van een netto *short* positie van 0,5% van het geplaatst kapitaal van een onderneming (het aandeelkapitaal dat daadwerkelijk is uitgegeven) en iedere 0,1% daarna moet bovendien melding worden gedaan aan het publiek.

Ten aanzien van netto *short* posities in staatsobligaties en *credit default swaps* geldt dat alleen melding wordt gedaan aan de toezichthoudende instantie en niet aan het publiek. De relevante drempels waarboven een melding is vereist worden nader vastgesteld.

(ii) *Voorwaarden voor ongedekte short sales:*

De voorwaarden voor ongedekte *short sales* komen erop neer dat een *short sale* alleen aangegaan mag worden als de verkoper van de aandelen zeker weet (en daar regelingen voor heeft getroffen) dat hij de stukken op de leveringsdatum in bezit kan hebben (de *locate rule*). Daarnaast is voorzien in een *buy-in* procedure (de stukken moeten dan worden ingekocht door de *trading venue* –de gereguleerde markt waar de positie wordt verhandeld- of de *central counter party* –het platform waar *over the counter* derivaten worden afgewikkeld-) voor het geval de *short seller* zijn positie niet op de leveringsdatum sluit en een boete in het geval een ingenomen positie niet tijdig gesloten wordt.

(iii) *Bevoegdheden van toezichthoudende instanties en ESMA:*

In zeer uitzonderlijke marktomstandigheden kunnen nationale toezichthoudende instanties (a) een meldingsplicht of openbaarmaking invoeren met andere drempels dan die in de Verordening (b) voorwaarden stellen aan het innemen van een *short* positie (c) het aangaan van een *short* positie verbieden (d) voorwaarden stellen aan het innemen van een positie in staatsobligaties door middel van *credit default swaps* of (e) bij een koersval van 10% of

³ Bij netto short posities wordt het geheel aan posities van desbetreffende partij bezien. De posities zijn alleen netto short als het geheel per saldo in een short positie resulteert. Wanneer een partij combinaties van long (speculeert op koersstijging) en short (speculeert op koersdaling) posities aangaat, moet naar het geheel worden gekeken om te bezien of het een netto short of long positie betreft.

⁴ Bij ongedekte (of naakte) short sales beschikt de partij op het moment van aangaan van de positie niet over de mogelijkheid om de effecten te lenen.

meer op één handelsdag voorwaarden stellen aan het innemen van *short* posities of dit geheel verbieden.

ESMA zal in het geheel een coördinerende rol krijgen. Naast deze coördinerende rol krijgt ESMA ook eigen bevoegdheden om rechtstreeks in te grijpen (ESMA kan zich daarbij richten tot *short sellers* in de lidstaten).

Impact assessment Commissie

De Commissie heeft binnen vier categorieën (bevoegdheden, transparantie, voorwaarden voor de afwikkeling, gecoördineerde aanpak) de meest gerichte vormgeving onderzocht. Als meest effectieve en efficiënte opties ziet de Commissie:

1. Bevoegdheden:

Duidelijke bevoegdheden voor de toezichthouders om *short selling* te beperken. Een combinatie van de bevoegdheid voor nationale toezichthouders om, bij een koersval van 10% of meer op een handelsdag, tijdelijk de mogelijkheden voor *short selling* te beperken en gecoördineerd door ESMA om in uitzonderlijke situaties⁵ *short selling* van sommige of alle financiële instrumenten te beperken of verbieden

2. Transparantie:

De Commissie acht zowel transparantie richting toezichthouders (om te monitoren en in te kunnen grijpen) als naar het publiek (transparantie voor de markt, mogelijk betere prijsvorming) relevant. Om risico's voor de liquiditeit te beperken geldt voor transparantie richting het publiek een hogere drempel en bestaat een uitzondering voor staatsobligaties en *credit default swaps*.

3. Voorwaarden voor de afwikkeling:

De *locate* en *buy-in* dragen bij aan vermindering van de risico's voor zowel de partijen als de markt. De *locate-rule* stelt namelijk strikte voorwaarden aan *short* posities. De *buy in-rule* bevat regels voor de afwikkeling (verplicht inkopen van de effecten en anders *cash* afwikkeling en boete). Er zijn administratieve lasten, maar de Commissie stelt dat een deel daarvan nu al bestaat. Ook is een uitzondering vormgegeven voor *market makers* en *primary market dealers*⁶, een deel van de verplichtingen, zoals bovengenoemde *buy-in* procedure is op hen niet van toepassing.

4. Gecoördineerde aanpak.

De Commissie geeft de voorkeur aan EU-regelgeving, in de vorm van een verordening, omdat anders regelgevingsarbitrage tussen de lidstaten zou ontstaan en de administratieve lasten hoger zouden zijn. Een verordening heeft de voorkeur boven een richtlijn omdat een verordening meteen toepasbaar is en uniforme regels in de EU verzekert.

4. Bevoegdheidsvaststelling en subsidiariteits- en proportionaliteitsoordeel

a) *Bevoegdheid*: De Commissie baseert de bevoegdheid op artikel 114 VWEU. Nederland kan zich hierin vinden. Er is sprake van een gedeelde bevoegdheid.

b) *Functionele toets*:

- *Subsidiariteit*: positief
- *Proportionaliteit*: positief

a) *Onderbouwing*: De maatregelen in het voorstel zijn gericht op het adresseren van risico's die

onder bijzondere omstandigheden gepaard kunnen gaan met het innemen van een *short* positie. Innemen van een *short* positie heeft vaak een grensoverschrijdend karakter aangezien partijen handelen in financiële instrumenten die aan verschillende beurzen genoteerd kunnen zijn of posities innemen in staatsobligaties van verschillende lidstaten. Daardoor kunnen de risico's neerslaan in verschillende landen. Maatregelen zijn daarom alleen effectief wanneer ze op een internationaal niveau worden genomen. De subsidiariteitstoets valt hiermee positief uit. De verschillende gebieden die de maatregelen beslaan zijn de juiste ter adressering van de risico's die zich onder omstandigheden kunnen voordoen bij *short selling*. Transparantie helpt om risico's in kaart te brengen, terwijl gecoördineerd optreden het meest effectief is. Hiermee valt de proportionaliteitstoets positief uit. Een aantal maatregelen kan niettemin nog nader worden verbeterd om de maatregelen zo efficiënt mogelijk te laten werken.

b) *Nederlands oordeel*: *Short selling* is een legitieme activiteit die in grote mate bijdraagt aan het adequaat functioneren van de financiële markten. Onder bijzondere marktomstandigheden kan *short selling* echter een (onbedoeld) negatief neveneffect hebben. Het is dan van belang dat toezichthouders inzicht hebben in de *short* posities die worden ingenomen en in uitzonderlijke omstandigheden kunnen ingrijpen. Nederland steunt daar-

⁵ Zoals ontwikkelingen die een serieuze bedreiging van de financiële stabiliteit betekenen.

⁶ Market makers zijn handelaars die de handel in bepaalde effecten onderhouden. Primary market operations betreft de handel gericht op het onderhouden van de staatsobligatiemarkt.

om het initiatief van de Commissie om de transparantie van *short* posities te vergroten en gecoördineerd optreden mogelijk te maken. Wel kan het voorgestelde kader verder worden geoptimaliseerd. Zo is het van belang dat het innemen van een ongedekte *short* positie niet onmogelijk wordt gemaakt. Ook moet ervoor gewaakt worden dat de maatregelen geen verstoring van de liquiditeit en effectieve prijsmechanismes van financiële markten teweeg kan brengen. Ook bijvoorbeeld bij transparantie richting het publiek moet daarom de effectiviteit worden onderzocht. Zo effectief mogelijke maatregelen zijn nodig, waarbij bij voorkeur voorkomen wordt dat:

- a) een mogelijk negatieve impact op de liquiditeit een averechts effect heeft en de rente doet stijgen;
- b) bijvoorbeeld pensioenfondsen en ondernemingen hun risico's minder goed kunnen afdekken;
- c) ongewenste vormen van speculatie verschuiven naar andere markten; of
- d) andere financiële markten worden verstoord.

5. Implicaties financieel

- a) *Consequenties EU-begroting*: Er zijn geen gevolgen voor de EU-begroting.
- b) *Financiële consequenties (incl. personele) voor rijksoverheid en/ of decentrale overheden*: Het voorstel zal financiële consequenties hebben voor de rijksoverheid in de vorm van een te verwachten beperkte verhoging van de bijdrage aan de toezichtkosten van de AFM. Het voorstel leidt tot een verhoging van het aantal meldingen van marktpartijen waarop de AFM toezicht houdt en derhalve tot een beperkte toename van de toezichtkosten. Een deel van de toename in doorlopende toezichtkosten komt ten laste van het Rijk, specifiek van het budget van het ministerie van Financiën. De exacte bijdrage van het Rijk hangt niettemin af van het aantal additionele meldingen; hiervan is nog geen inschatting te maken. Het overige deel zal ten laste komen van het bedrijfsleven (zie 5c). Daarnaast kunnen de toezichtkosten mogelijk verder toenemen vanwege intensievere samenwerking op Europees niveau en toenemende grensoverschrijdende handel. Daartegenover staan echter mogelijke schaalvoordelen in het houden van toezicht door de toezichthouder, zoals bij meldingsplichten. Een specifieke inschatting hiervan is echter nog niet te maken.
- c) *Financiële consequenties (incl. personele) voor bedrijfsleven en burger*: het voorstel zal financiële consequenties hebben voor het bedrijfsleven. Het bedrijfsleven zal te maken krijgen met indirecte toezichtkosten. De bij onderdeel b geraamde toename van doorlopende toezichtkosten die niet voor rekening komen van het Rijk zullen worden doorberekend aan de sector. Tot slot zal het bedrijfsleven aanpassingskosten krijgen om te voldoen aan de verplichtingen die voortvloeien uit de nieuwe regelgeving. Deze aanpassingskosten zijn nog niet te kwantificeren, omdat deze mede afhangen van de concrete uitwerking van het voorstel. Opgemerkt moet worden dat aan de hand van de uitkomsten van de onderhandelingen de kosten hoger of lager kunnen uitvallen. Op een aantal punten zal Nederland vragen om een aanvullende kosten/baten-analyse. Voor de burger zijn er geen directe financiële consequenties voorzien.
- d) *Regeldruk voor rijksoverheid, decentrale overheden en/ of bedrijfsleven en burger*: Het voorstel leidt tot extra regeldruk voor het bedrijfsleven in de vorm van administratieve lasten, toezichtlasten en nalevingkosten die samenhangen met het naleven van verplichtingen en specifiek met transparantie- en afwikkelverplichtingen die het voorstel aan beleggers oplegt. Evenals de Commissie acht Nederland de verplichtingen die leiden tot toename van regeldruk grotendeels noodzakelijk om de geïdentificeerde risico's te adresseren. De voorziene lasten zijn nog niet te kwantificeren, omdat deze mede afhangen van de concrete uitwerking van het voorstel die voorzien is in nadere uitvoeringsmaatregelen. Nederland zal zich in de onderhandelingen inzetten om onnodige toename van de administratieve lasten voor het bedrijfsleven waar mogelijk te beperken. Voor de rijksoverheid, decentrale overheid en burgers zal naar verwachting geen extra regeldruk optreden.

6. Implicaties juridisch

- a) *Consequenties voor nationale en decentrale regelgeving en/of sanctionering beleid*: Geen. Geen gevolgen *lex silencio positivo*.
- b) *Voorgestelde implementatietermijn (bij richtlijnen), dan wel voorgestelde datum inwerkingtreding (bij verordeningen en beschikkingen) met commentaar t.a.v. haalbaarheid*: De voorgestelde datum van inwerkingtreding is 1 juli 2012. Nederland acht dit haalbaar.
- c) *Wenselijkheid evaluatie-/horizonbepaling*: Het voorstel bepaalt dat de Commissie twee jaar na de datum van inwerkingtreding aan de Raad en het Europees Parlement rapport uitbrengt over (i) de geschiktheid van de drempels voor de meldingsplichten, (ii) de werking van de transparantievereisten voor netto *short* posities en (iii) de vraag of er andere

beperkingen of voorwaarden nodig zijn ten aanzien van *short selling* en *credit default swaps*. Nederland steunt dit.

7. Implicaties voor uitvoering en handhaving

- a) *Uitvoerbaarheid*: De AFM is in hoofdzaak belast met het toezicht op de meldingsplichten onder de verordening. De bevoegdheden tot het treffen van maatregelen bij uitzonderlijke marktomstandigheden zal in de eerste plaats eveneens de AFM toekomen. Toezicht op meldingsplichten en het kunnen treffen van maatregelen bij uitzonderlijke marktomstandigheden zijn bevoegdheden die de AFM nu reeds kent. Tevens zal de AFM op sommige vlakken nader gaan samenwerken met andere Europese toezichthouders en ESMA.
- b) *Handhaafbaarheid*: Er worden op voorhand geen problemen met handhaafbaarheid voorzien. Wel wordt een aantal technische normen nog nader ingevuld, dit kan effecten hebben voor de handhaafbaarheid.

8. Implicaties voor ontwikkelingslanden

Geen.

9. Nederlandse positie

- Nederland is tevreden dat de Commissie met een voorstel voor een gecoördineerde aanpak is gekomen. De effectiviteit van maatregelen alleen op nationaal niveau zou per definitie lager zijn.
- Nederland steunt het initiatief van de Commissie om de transparantie van *short* posities te vergroten. Het voorstel van de Commissie is een goede stap. Wel kan het voorgestelde kader verder worden geoptimaliseerd. Zo is het onder meer van belang dat het innemen van een ongedekte *short* positie niet onmogelijk wordt gemaakt. Bij bijvoorbeeld marking⁷ en de *buy-in* procedure moet nadere aandacht worden besteed aan de kosten/baten analyse (in samenhang met de overige maatregelen in de verordening).
- Daarbij moet ervoor gewaakt worden dat de vergrote transparantie op zichzelf geen verstoring van de liquiditeit en effectieve prijsmechanismes van financiële markten teweeg kan brengen. Zo effectief mogelijke maatregelen zijn nodig, waarbij bij voorkeur voorkomen wordt dat:
 - a) een mogelijk negatieve impact op de liquiditeit een averechts effect heeft en de rente doet stijgen;
 - b) dat bijvoorbeeld pensioenfondsen en ondernemingen hun risico's minder goed kunnen afdekken;
 - c) ongewenste vormen van speculatie verschuiven naar andere markten; of
 - d) andere financiële markten worden verstoord.

⁷ De verplichting dat per transactie bijgehouden moet worden of het een short sell betreft en hierover dagelijks gerapporteerd moet worden.