

De staatsobligatiemarkt in Europees perspectief



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

1	Inleiding	7
	1.1 <i>Aanleiding</i>	7
	1.2 <i>Opzet</i>	7
2	De staatsschuldcrisis	9
	2.1 <i>Griekenland: Groei van economie en staatsschuld</i>	9
	2.2 <i>Marktreactie op financiële crisis Griekenland</i>	10
	2.3 <i>Financiële en monetaire maatregelen</i>	11
	2.3.1 <i>Eurolanden en IMF: Steunpakket</i>	11
	2.3.2 <i>Ecofin en IMF: steun en leningen</i>	12
	2.3.3 <i>ECB: vergroten liquiditeit en verkleinen volatiliteit</i>	12
	2.3.4 <i>Roep om toezichtmaatregelen</i>	13
	2.4 <i>De rol van de AFM</i>	13
	2.5 <i>Conclusie</i>	15
3	De markt voor staatsobligaties	16
	3.1 <i>Uitgifte van staatsobligaties</i>	16
	3.2 <i>De handel in staatsobligaties</i>	17
	3.2.1 <i>Het transactieproces</i>	17
	3.2.2 <i>Handelsstrategieën</i>	18
	3.3 <i>Belangrijke factoren voor het functioneren van de staatsobligatiemarkt</i>	20
	3.3.1 <i>Liquiditeit</i>	20
	3.3.2 <i>Prijsvorming</i>	20
	3.3.3 <i>Ratings</i>	20
	3.4 <i>Aandachtspunten voor de staatsobligatiemarkt</i>	21
	3.4.1 <i>Transparantie en fragmentatie van de markt</i>	21
	3.4.2 <i>Transparantie voor het toezicht</i>	21
	3.5 <i>Samenvatting</i>	21
4	Short Selling	23
	4.1 <i>Introductie short selling</i>	23
	4.1.1 <i>Naked short selling, netto-short en synthetisch short</i>	23
	4.1.2 <i>Het sluiten van shortposities</i>	23
	4.2 <i>Het gebruik van short selling</i>	24
	4.3 <i>Het nut van short selling voor de markt</i>	26
	4.4 <i>Risico's voor de markt</i>	26
	4.5 <i>Samenvatting</i>	26
5	Credit Default Swaps (CDS)	28
	5.1 <i>Introductie CDS-en</i>	28
	5.2 <i>Het gebruik van CDS-en</i>	28
	5.3 <i>De invloed van de CDS-en op prijsvorming van staatsobligaties</i>	29
	5.4 <i>Aandachtspunten voor de CDS-markt</i>	29
	5.4.1 <i>Prijsvorming</i>	29

5.4.2	Tegenpartijrisico	30
5.5	<i>Samenvatting</i>	30
6	Versterken van de staatsobligatiemarkt	31
6.1	<i>Verbetering van transparantie voor de markt</i>	31
6.1.1	Pre- en posttrade transparantie	31
6.1.2	Verschuiving OTC-handel naar gereguleerde platforms	32
6.2	<i>Verbetering van transparantie voor de toezichthouder</i>	33
6.2.1	Disclosure regime voor netto shortposities	33
6.2.2	Transactierapportage en client-ID	34
6.3	<i>Verbetering van de (infra)structuur</i>	34
6.3.1	Verbetering risicomanagement	34
6.3.2	Trade repositories	35
6.3.3	Centrale clearing	35
6.3.4	Versterken settlementdiscipline	36
6.4	<i>Samenvatting</i>	36
7	Conclusie	37

Samenvatting

Op verzoek van de Minister van Financiën heeft de AFM gekeken naar de rol van speculatie in de crisis op de Europese staatsobligatiemarkt in het tweede kwartaal van 2010. Het rapport gaat in op de redenen voor de onrust op de financiële markten met betrekking tot de staatschulden van enkele eurolanden en de maatregelen die zijn getroffen om de markten tot rust te brengen. Hierna wordt uiteengezet hoe de relevante staatsobligatiemarkt en de bijbehorende financiële derivaten op dat gebied functioneren. Ten slotte bevat het rapport enige conclusies en aanbevelingen ter verbetering van de werking van de onderhavige markt.

Griekenland heeft al jaren een hoge staatsschuld en hoge tekorten. Toen bleek dat de Griekse tekorten hoger waren dan gedacht, gingen marktpartijen in het kader van hun risicomanagement kritisch kijken naar de toegenomen risico's van beleggingen in staatsobligaties van Griekenland en andere EU-landen in hun portefeuille. Deze verandering van de risicoperceptie leidde tot onrust op de financiële markten. De financiële maatregelen die door de EU, het IMF en de ECB getroffen zijn, hebben de rust op de markten in zekere mate doen terugkeren. De door de Duitse toezichhouder

BaFin getroffen unilaterale toezichtmaatregelen met betrekking tot *short selling* lijken eerder een averechts effect te hebben gehad.

Staatsobligaties worden door staten uitgegeven om begrotingstekorten te dekken en schulden te herfinancieren. De uitgifte vindt plaats op de primaire markt. Investeerders ontvangen een vaste couponrentecoupon gedurende de vaste looptijd van de staatsobligatie. Obligaties worden op de secundaire markt voornamelijk buiten gereguleerde handelsplatformen (i.e. Over the Counter) verhandeld.

Short selling is het verkopen van effecten zonder deze effecten in bezit te hebben. *Short selling* verbetert de prijsvorming op de markt doordat negatieve verwachtingen sneller in de prijzen worden verwerkt. Ook stelt het marktpartijen in staat de risico's op hun beleggingen af te dekken (*hedgen*). Doordat *short selling* de prijsvorming versnelt, kan het de procycliciteit van de staatsobligatiemarkt versterken.

Ook *Credit Default Swaps* (CDS), vergelijkbaar met kredietverzekeringen, spelen een belangrijke rol op de staatsobligatiemarkt. Beleggers kunnen een CDS inzetten om directe of gecorreleerde risico's af te dekken of direct te gebruiken in hun handelsstrategie. CDS-prijzen kunnen worden gebruikt bij het bepalen van de prijzen van staatsobligaties, met name bij staatsobligaties waarvoor de markt illiquide is. Op de CDS-markt is een klein aantal grote spelers actief en er is enkel sprake van *pre-trade* transparantie. Daardoor functioneert de prijsvorming niet altijd optimaal. Dit kan betekenen dat de CDS-prijs een vertekend beeld geeft van het risico van de onderliggende obligatie.

De AFM meent dat deze crisis is ontstaan uit zorgen over de kredietwaardigheid van een aantal eurolanden. Hoge staatsschulden, zwakke begrotingsdiscipline en een economische recessie hebben geleid tot twijfel over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van met name Griekenland. De AFM heeft geen aanwijzingen dat marktpartijen de obligatiemarkt hebben gemanipuleerd. De ontwikkelingen in de markt waren een reactie op en niet de oorzaak van deze problemen. De AFM is dan ook geen voorstander van beperkende maatregelen ten aanzien van *short selling* of het kopen van ongedekte *credit default swaps*.

Aanbevelingen

De staatsobligatiemarkt is echter geen perfecte markt. De AFM is voorstander van geharmoniseerde Europese regelgeving die als doel heeft om de transparantie en de infrastructuur van de staatsobligatiemarkt te verbeteren en het toezicht te versterken. Om deze reden neemt de AFM deel aan een aantal Europese initiatieven die beogen de staatsobligatiemarkt te verbeteren. De belangrijkste daarvan is de op handen zijnde verordening van de Europese Commissie voor de melding van *short selling* posities.

Tevens dient de *pre-* en *post-trade* transparantie van de staatsobligatiehandel te worden verbeterd, hetgeen mede kan worden gestimuleerd door een verschuiving van de OTC-handel naar gereguleerde platforms. Hierbij is een goed functionerende *clearing* en versterking van de *settlement-discipline* van groot belang. In samenhang met deze aanpassingen zou het toezichtregime kunnen worden versterkt door middel van een client-ID die aangeeft voor wie een transactie wordt verricht.

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

Zorgen over de houdbaarheid van de Griekse overheidsfinanciën leidden in het begin van 2010 tot beroering op de financiële markten. Marktpartijen werden risico-averser ten aanzien van staatsobligaties, verkochten om deze reden de staatsobligaties die ze in portefeuille hadden, en probeerden de risico's van de obligaties die ze hielden door middel van derivaten te verminderen.

De onrust op de financiële markten creëerde zorgen over de financiële stabiliteit van het eurogebied en over de balansen van Europese financiële instellingen met een positie in Europese staatsobligaties. De onzekerheid over de stabiliteit van de balansen werd gevoed door een verlaging van de kredietwaardigheid van Griekse staatsschulden. Het geheel van omstandigheden noopte Europese autoriteiten, samen met het IMF, tot vergaande maatregelen.

De Tweede Kamer heeft tegen de achtergrond van deze ontwikkelingen een motie aangenomen waarin wordt gesteld dat “een gedeelte van de crisis rondom de euro door onverantwoord handelen van speculanten is veroorzaakt.” De Tweede Kamer constateert daarbij dat “op grote schaal *short selling* heeft plaatsgevonden” en dat “partijen op ruime schaal gebruik gemaakt hebben van *Credit Default Swaps* om te kunnen speculeren op staatsobligaties.” Het Kabinet wordt verzocht “nationaal en internationaal te onderzoeken welke marktpartijen zich aan dergelijke ongewenste praktijken hebben schuldig gemaakt” en “de namen van deze partijen te publiceren”.¹

De Minister van Financiën heeft vervolgens de Autoriteit Financiële Markten (AFM) gevraagd de rol van speculatie in onderhavige crisis te onderzoeken.

De Tweede Kamer heeft eveneens een motie aangenomen waarin zij constateert dat “er massaal verzekeringen op staatsobligaties zijn afgesloten zonder de onderliggende obligaties te bezitten” en overweegt “dat het ongewenst is wanneer deze vorm van speculatie overheden nog verder in problemen brengt.” De Kamer constateert “dat deze vorm van speculatie ook in Duitsland is verboden” en meent dat “het gevaar bestaat dat er naar Nederland wordt uitgeweken.” Zij verzoekt de regering daarom “deze vorm van speculaties met behulp van kredietverzekeringen te verbieden, evenals vergelijkbare vormen van speculatie met aandelen van grote financiële instellingen.”²

De AFM zal in dit rapport bijzondere aandacht besteden aan deze vormen van beleggen.

1.2 Opzet

De AFM heeft het door de Tweede Kamer en de Minister van Financiën gevraagde onderzoek gedaan vanuit haar taak om bij te dragen aan eerlijke en efficiënte kapitaalmarkten. Zij kijkt hierbij zowel naar het gedrag van partijen op die markten, als naar de wijze waarop de handel verloopt. Het onderzoek is daarom niet alleen gericht op marktmanipulatie, maar op de werking van de staatsobligatiehandel als geheel. Aangezien de Tweede Kamer ook aandacht vraagt voor een verbod op speculatie in aandelen van grote financiële instellingen, komt ook de aandelenmarkt in het rapport aan bod.

¹ Kamerstukken II 2009/10, 21 501-07, nr. 724.

² Kamerstukken II 2009/10, 32 360, nr. 6.

In aanvulling op bovenstaande beoogt dit rapport inzicht te verschaffen in het functioneren van de markt voor staatsobligaties en in de mogelijkheden voor verbetering van deze markt. Prudentiële en macro-economische overwegingen vallen buiten het bestek van dit onderzoek. Het rapport gaat niet in op de valutamarkt en zal ook geen uitspraken doen over de koersontwikkeling van de euro.

Om het rapport openbaar te kunnen maken, is het gebaseerd op niet-vertrouwelijke informatie, grotendeels afkomstig uit openbare bronnen.

Hoofdstuk 2 schetst de recente ontwikkelingen op de staatsobligatiemarkt die de achtergrond en de aanleiding vormen voor het schrijven van dit rapport. In dit hoofdstuk wordt ook ingegaan op de rol van de AFM als gedragstoezichthouder op de kapitaalmarkten. Daarbij wordt tevens toegelicht dat de AFM geen signalen heeft van mogelijk marktmisbruik tijdens de staatsschuldencrisis. Hoofdstuk 3 geeft een generieke beschrijving van de staatsobligatiemarkt en de hoofdstukken 4 en 5 gaan dieper in op *short selling* als handelsmechanisme en op het gebruik van CDS-en. Deze begrippen worden verder uitgediept aangezien zij specifiek worden genoemd in de aangenomen moties. Het laatste hoofdstuk geeft een overzicht van de gebreken met betrekking tot transparantie en de infrastructuur van de staatsobligatiemarkt en beschrijft verschillende maatregelen om de markt te versterken.

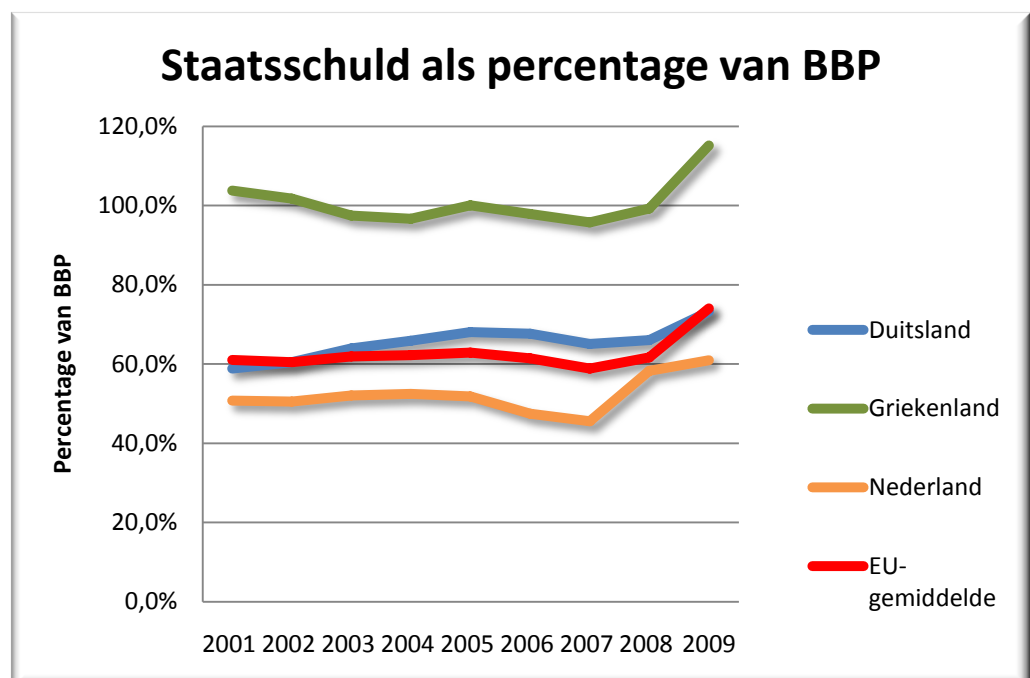
2 De staatsschuldcrisis

In dit hoofdstuk worden de recente ontwikkelingen op de staatsobligatiemarkt, en in het bijzonder de situatie in Griekenland beschreven. Vervolgens wordt ingegaan op de reactie van de markt op de Griekse situatie en op de verschillende maatregelen die zijn getroffen om de stabiliteit van de financiële markten te herstellen. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een beschrijving van de rol van de AFM in deze crisis.

2.1 Griekenland: Groei van economie en staatsschuld

De Griekse overheidsfinanciën stonden er aan de vooravond van de kredietcrisis zwak voor. De staatsschuld bedroeg eind 2008 99,2% van het BBP. Het gemiddelde in het eurogebied was toen 69,4%. De staatsschuld van Griekenland begeeft zich al langere tijd rond de 100% van het BBP, zoals te zien is in figuur 1. De houdbaarheid van de Griekse overheidsfinanciën is daarom al lange tijd een punt van zorg. Dit zou moeten leiden tot een hogere rente op Griekse staatsobligaties. Sinds de toetreding van Griekenland tot de euro is de rente op staatsobligaties echter gestaag gedaald. Daarvoor waren drie redenen: het verdwijnen van valutarisico, economische groei en een algeheel optimistisch marktsentiment.

Gedreven door kapitaal uit het buitenland groeide de Griekse economie tussen 2000 en 2007 met gemiddeld 4,2%. De sterke groei, risicozoekend gedrag in markten ("search voor yield") en teruglopende rentes op Griekse staatsobligaties, stelden Griekenland in staat om persistent tekorten te noteren zonder dat de rentelasten al te hoog opliepen. Ook tijdens hoogconjunctuur, waar het begrotingsbeleid juist minder ruim zou moeten zijn, hielden de tekorten aan. Dit terwijl Griekenland grote toekomstige vergrijzingsgerelateerde kosten tegemoet zag. De belastinginning verliep problematisch door administratieve tekortkomingen, zwakke controlesystemen en corruptie. Ook onttrekt een relatief groot deel van de Griekse economie zich aan de officiële cijfers. De structureel hoge inflatie holde echter tegelijkertijd de Griekse concurrentiepositie uit.



Figuur 1: Griekse, Duitse en Nederlandse staatsschuld sinds 2000. Bron: Eurostat.

Voor de invoering van de euro gebruikte Griekenland devaluatie van de drachme als mechanisme om de export te stimuleren en de eigen economie een impuls te geven. Griekse export werd betaald in drachmen en bij devaluatie van de drachme werden Griekse exporten relatief goedkoper. Op korte termijn stimuleerde de hogere netto export de economie, maar op langere termijn leidde dit tot hogere binnenlandse marktprijzen. Voor buitenlandse schuldeisers had devaluatie eveneens een groot nadeel: de in drachme gedenomineerde Griekse schuld werd, uitgedrukt in buitenlandse valuta, minder waard. Voor dat valutarisico moest Griekenland extra betalen met een hogere rente. Na de introductie van de euro was dit soort devaluaties niet meer mogelijk. De Griekse staatsobligaties werden door het ontbreken van valutarisico een relatief waardeverstorende investering en Griekenland kon tegen een lagere rente en voor een langere termijn lenen van – veelal buitenlandse – investeerders.³

Naast deze structurele problemen zorgden automatische stabilisatoren en een economisch stimuleringspakket ten tijde van de economische crisis in 2008-2009 voor een hoog oplopend begrotingstekort.

2.2 Marktreactie op financiële crisis Griekenland

Na het uitbreken van de kredietcrisis in 2008 hadden beleggers hun investeringen van aandelen en gestructureerde producten naar veiliger geachte vastrentende beleggingen verschoven, waaronder met name staatsobligaties.

Eind 2009 bleek dat de Griekse overheid haar tekorten kleiner voorstelde dan ze in werkelijkheid waren. Om te kunnen blijven voldoen aan de budgettaire eisen van de eurozone had Griekenland haar officiële economische statistieken langdurig incorrect gerapporteerd aan de EU. In oktober 2009 stelde de Griekse overheid het tekort naar boven bij van 6% naar 12,7%. Deze bijstelling zette de onrust op de financiële markten in gang. In mei 2010 stelde Eurostat het tekort nogmaals naar boven bij tot 13,6%.

Verscheidene analisten en investeerders twijfelden of Griekenland in staat zou zijn haar schulden te herfinancieren. De risicoperceptie van de investeerders en de *spreads* van de Griekse staatsobligaties stegen. Medio december 2009 presenteerde de Griekse regering een plan om het tekort aan te pakken. Dit kon de staatsobligatiemarkt niet overtuigen. *Credit rating agencies* stelden de *rating* naar beneden bij van A- naar BBB+. Daarmee brachten zij tot uitdrukking dat een investering in Griekse staatsobligaties nog wel veilig was, maar dat door het slechter worden van de economie problemen te verwachten waren.

Investeerders wilden de Griekse obligaties die zij al in bezit hadden verkopen en werden terughoudend met het verstrekken van nieuw kapitaal. Als gevolg hiervan daalden de koersen van de Griekse staatsobligaties wereldwijd en de liquiditeit in deze markten droogde op. Tevens gingen investeerders zich verzekeren tegen de opgelopen risico's. Dit deden zij onder andere door het kopen van zogeheten *Credit Default Swaps* (CDS). Als gevolg daarvan steeg de risicopremie die op de CDS-markt betaald werd. In Hoofdstuk 5 gaan wij nader in op de rol van CDS.

³ Naar schatting 70% van de Griekse staatsobligaties is in handen van buitenlandse investeerders.

Op 27 april 2010 verlaagde Standard & Poor's de Griekse staatsobligaties tot *junkstatus*. Dat betekende dat zij inschatte dat Griekenland mogelijk niet aan haar betalingsverplichtingen zou kunnen voldoen. Investeerders verlangen een hogere rente als het risico toeneemt dat een land zijn schulden niet kan terugbetalen. Als gevolg hiervan liepen de rentes op de Griekse staatsobligaties verder op tot 15,3%, hetgeen betekent dat het voor Griekenland op langere termijn moeilijker wordt om aan zijn financieringsverplichtingen te voldoen.

Tegelijkertijd leidde de financiële crisis in Griekenland ertoe dat beleggers de risico's van hun investeringen in Griekse staatsobligaties gingen herwaarderen. Het risico dat de overheid die de obligatie heeft uitgegeven deze schuld niet kan terugbetalen, het zogeheten kredietrisico, werd immers groter. Daardoor deden vele beleggers, deels vanwege (eigen) risicomanagementvoorschriften, staatsobligaties van onder meer Griekenland van de hand of verzekerden zij zich tegen de toegenomen risico's.

2.3 Financiële en monetaire maatregelen

Het kredietrisico van Griekenland nam toe in een periode dat de financiële markten fragiel waren als gevolg van de kredietcrisis. Overheden hadden wereldwijd steunmaatregelen getroffen om hun financiële instellingen te helpen de kredietcrisis te doorstaan. Vervolgens hadden vele landen stimuleringspakketten voor de economie als geheel ingesteld. Ook deze pakketten waren een grote aanslag op de overheidsfinanciën. Bovendien leidde de daling van economische groei tot hogere tekorten. Dit maakte vooral de Europese landen die al voor de crisis met hoge schuld niveaus kampten kwetsbaarder. Overigens waren de problemen in deze landen van een andere orde dan in Griekenland.

Het risico op besmetting van de ene sector door de andere wordt vergroot door de grote mate van vervlechting van financiële sectoren en de kapitaalmarkten. De val van Lehman Brothers heeft in 2008 aangetoond hoe wijd en onvoorspelbaar financiële problemen zich kunnen verspreiden. De Griekse crisis bedreigde eveneens de financiële stabiliteit van het eurogebied. De banken in de eurolanden hebben immers gemiddeld 5% van hun balanstotaal uitstaan op private, niet-bancaire partijen in andere eurolanden, 4% op banken in andere eurolanden en 2% op overheden van andere eurolanden. Van de totale blootstelling van banken in de eurozone aan andere eurolanden bestaat een derde uit blootstelling aan landen met kwetsbare overheidsfinanciën. Voor individuele banken kan deze blootstelling groter zijn. Dit kan, met name voor banken met zwakke balansen, risico's opleveren in de vorm van vertrouwensverlies en als gevolg daarvan dalende koersen en een sterke vermindering van de toegang tot de interbancaire markt voor financiering. Naast de directe verliezen die grote Europese banken zouden moeten incasseren, dreigde de Griekse crisis zich te verbreiden naar andere perifere eurolanden. Dit droeg bij aan het oplopen van risicopremies in de markt.

Om mogelijke verdere escalatie van de problemen te voorkomen is door de EU gewerkt aan de volgende gezamenlijke oplossingen.

2.3.1 Eurolanden en IMF: Steunpakket

Op 2 mei 2010 maakten de eurolanden en het IMF bekend een steunpakket voor Griekenland beschikbaar te stellen met een totale omvang van EUR 110 miljard in de vorm van leningen. Hieraan dragen de lidstaten van de eurozone EUR 80 miljard en het IMF EUR 30 miljard bij. Het Nederlandse aandeel in het steunpakket voor Griekenland bedraagt EUR 4,704 miljard. Dit pakket moest de zorgen over de herfinanciering van de Griekse staatsschuld wegnemen. Strenge voorwaarden op het gebied van begrotingsdiscipline en structurele hervormingen moesten het vertrouwen in Griekenland

herstellen. In ruil voor de steun committeerde Griekenland zich aan maatregelen om het begrotingstekort te verlagen van 13,6% BBP in 2009 naar 8,7% in 2010, om in 2014 uiteindelijk beneden de 3% uit te komen.

Dit steunpakket had een kalmerend effect op de markt, maar de zorgen ten aanzien van enkele andere landen, zoals Spanje, Italië en Portugal, bleven bestaan. Dit uitte zich in aanhoudend hoge spreads op staatspapier. Deze situatie zou zeer ernstige gevolgen kunnen hebben voor de financiële stabiliteit in het eurogebied. Ook Nederlandse financiële instellingen en de Nederlandse economie zouden daardoor geraakt worden.

2.3.2 *Ecofin en IMF: steun en leningen*

Vanwege de nog altijd grote instabiliteit van de markten voor Europees schuld papier kondigde de Ecofin-Raad op verzoek van de regeringsleiders en staatshoofden op 9 mei 2010 maatregelen aan om de financiële stabiliteit van de eurozone te waarborgen. Alle lidstaten zegden toe om waar nodig extra bezuinigingen en hervormingen te zullen doorvoeren en daarnaast werd een totaalpakket aangekondigd van EUR 720 miljard, waarmee een hervormingsprogramma met financiële steun, wederom waar nodig, geboden zou kunnen worden.

Het eerste deel van dit pakket (EUR 60 miljard) betreft het *European Financial Stability Mechanism* (EFSM) dat beheerd wordt door de Europese Commissie (EC) en waarop in beginsel alle lidstaten van de EU een beroep mogen doen. Deze steun wordt verleend onder strikte voorwaarden die te vergelijken zijn met de voorwaarden van het Griekse steunpakket (zie boven). Alle lidstaten van de EU dragen bij aan dit fonds, ongeacht of zij tot de eurozone behoren.

Het tweede deel van dit pakket betreft de verstrekking van leningen aan eurolanden met financiële problemen door middel van de *European Financial Stability Facility* (EFSF). Lidstaten van de eurozone staan voor maximaal EUR 440 miljard borg voor de verplichtingen die EFSF aangaat voor de financiering van deze leningen. Ook deze leningprogramma's kennen condities die vergelijkbaar zijn met het steunpakket voor Griekenland. Steun uit de EFSM of de EFSF wordt altijd samen met het IMF geboden. Het IMF heeft daarbij aangegeven bereid te zijn voor maximaal EUR 220 miljard bij te dragen in het totaalpakket van EUR 720 miljard. Daarnaast zal het IMF ook nauw betrokken zijn bij het opstellen en de monitoring van de bijbehorende voorwaarden.

2.3.3 *ECB: vergroten liquiditeit en verkleinen volatiliteit*

Door de sterke schommelingen in de obligatiemarkten en interbancaire markten kwam de beschikbaarheid van financiering bij consumenten, bedrijven en overheden in gevaar. Daarnaast liepen de risico-opslagen van de rentes in de interbancaire markt opnieuw op. Met het oog op prijsstabiliteit op middellange termijn kondigde de Europese Centrale Bank (ECB), in aanvulling op bovengenoemde programma's, maatregelen aan ter verbetering van de werking van de obligatiemarkten.

Deze maatregelen bestaan uit het opkopen van schuld papier in de secundaire markt door de ECB met als doel om de volatiliteit te verminderen en de verhandeling van staatsobligaties te vergroten. De ECB streeft met deze maatregel naar herstel van het monetaire transmissiemechanisme, dat door de crisis is aangetast. Om ervoor te zorgen dat dit aankoopprogramma geen inflatie veroorzaakt, wil de ECB de gevolgen voor de geldhoeveelheid neutraliseren.

2.3.4 Roep om toezichtmaatregelen

Als gevolg van de Griekse crisis groeide de politieke druk op financiële toezichthouders om aanvullende maatregelen te treffen ten aanzien van de onrust op de effectenmarkten. Zo nam de Duitse beurstoezichthouder BaFin op dinsdagavond 18 mei 2010 unilateraal noodmaatregelen (zie onderstaande tekstbox). Het gebrek aan internationale coördinatie en de vergaande mate van ingrijpen op de handel hadden een averechts effect en leidden tot een verhoging van de onrust op de internationale kapitaalmarkten die onder andere tot uitdrukking kwam door dalende koersen.

Duits verbod op short selling

Op 18 mei 2010 kondigde de Duitse toezichthouder BaFin een tijdelijk verbod af tegen het ongedekt verkopen (*naked short selling*) van in Duitsland genoteerde staatsobligaties en aandelen van Duitse financiële instellingen. Tevens verbood zij het kopen van ongedekte kredietderivaten op staatsobligaties.

Deze nationale maatregel werd unilateraal afgekondigd zonder dat hierover overleg was gevoerd met andere Europese lidstaten. In de dagen ervoor was juist een optimistische stemming ontstaan door de afspraken die in Europees verband gemaakt waren om de staatsschuldcrisis het hoofd te bieden.

Na aankondiging van de Duitse nationale maatregelen daalde de koers van de euro en liepen de *spreads* op Duitse Bunds op. De uitgifte van Duitse staatsobligaties werd niet volledig ingeschreven. De handel in Duitse Bunds en daarvan afgeleide derivaten liep terug door onzekerheden op de markt, wat ook negatieve effecten had op de handel in Nederlandse staatsobligaties. Tevens ging een negatieve signaalwerking uit van het unilaterale karakter van de Duitse maatregel.

Desalniettemin is deze tijdelijke toezichtmaatregel inmiddels omgezet in permanente regelgeving.

De roep om toezichtmaatregelen kwam in Nederland tot uitdrukking in de in paragraaf 1.1. genoemde moties van de Tweede Kamer waarin het onverantwoord handelen van speculanten als een van de oorzaken van de staatsschuldcrisis wordt gezien. De formulering van de moties suggereert bovendien dat *short selling* en kopen van ongedekte *credit default swaps* per definitie ongewenste activiteiten zijn, zowel ten aanzien van staatsobligaties als ten aanzien van aandelen van financiële ondernemingen. Hierna gaat het rapport in op de rol van de AFM ten aanzien van gedragingen op de financiële markten en op middelen die haar ter beschikking staan om ongewenst gedrag aan te pakken.

2.4 De rol van de AFM

De AFM streeft naar betrouwbare financiële markten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Op de kapitaalmarkten worden financiële producten als obligaties, aandelen en financiële derivaten verhandeld. Tijdige en adequate informatievoorziening is daarbij essentieel. Marktmisbruik – gebruik van voorwetenschap, koersmanipulatie of misleiding – is verboden. Beursgenoteerde ondernemingen moeten koersgevoelige informatie (kgi) tijdig en correct naar buiten brengen. Tevens houdt de AFM toezicht op de regels voor handelsplatformen (gereguleerde markt en multilaterale handelsfaciliteiten) en hun infrastructuur. De regelgeving voor het toezicht op infrastructuur bestaat uit vereisten voor de toegang tot de handelsplatformen, voor de handelsregels en voor de prijzen waartegen partijen bereid zijn te handelen en gehandeld hebben. De AFM houdt ook toezicht op de beleggingsondernemingen die actief zijn op deze handelsplatformen en de

afwikkelondernemingen die handelstransacties verwerken (*clearing* en *settlement*). Beleggingsondernemingen moeten hun transacties rapporteren aan de AFM en verdachte transacties melden.

De bevoegdheden van de AFM voor het toezicht op marktmisbruik zijn opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft). De AFM maakt hierbij gebruik van openbare informatie, ordergegevens en transactiegegevens. De gegevens over orders zijn afkomstig van handelsplatformen en de transactiegegevens komen van de handelsplatformen en beleggingsondernemingen. Gezien het internationale karakter van de kapitaalmarkten, werkt de AFM intensief samen met andere Europese toezichthouders binnen het Committee of European Securities Regulators (CESR). De Europese toezichthouders wisselen deze transactiegegevens onderling uit, zodat de AFM ook transactiegegevens uit andere landen ontvangt.

Aangezien de handel in staatsobligaties grotendeels Over the Counter (OTC) plaatsvindt, zijn er minder transactiegegevens beschikbaar dan voor aandelen. Ook transacties door partijen die geen beleggingsonderneming zijn, hoeven niet te worden gerapporteerd. Uit de transactiegegevens is niet direct af te leiden voor wie de beleggingsonderneming een transactie heeft uitgevoerd, wat de (economische) positie van de belegger is⁴ en of er verkoop vanuit een *long* of *short* positie plaatsvindt. De AFM kan de posities van beleggers niet opvragen zonder gegronde aanwijzingen te hebben dat zij de wet hebben overtreden. De AFM kan pas onderzoeken voor wie een transactie uitgevoerd is op het moment dat er een vermoeden is van marktmisbruik. Dit geldt zowel voor de handel in aandelen als voor de handel in (staats-)obligaties. In geen geval zou de AFM overigens posities van marktpartijen mogen publiceren.

De AFM heeft noch uit openbare informatie, noch uit transactiegegevens, noch uit de meldingsplicht voor verdachte transacties signalen van mogelijk marktmisbruik opgevangen. Ook in de recente ontwikkelingen op de staatsobligatiemarkten en in de koersen van financiële ondernemingen ziet de AFM geen signalen voor mogelijk marktmisbruik. De AFM ziet om deze redenen geen aanleiding om het gedrag van specifieke handelaren te onderzoeken.

Zoals gezegd zijn de posities van individuele beleggers niet direct af te leiden uit transactiegegevens. Wel eist de AFM, op grond van tijdelijke noodmaatregelen, van marktpartijen dat zij hun netto shortpositie ten aanzien van Nederlandse financiële instellingen aan de AFM melden.⁵ De AFM heeft sinds 2008 ongeveer 80 meldingen van netto shortposities ontvangen.⁶ Het grootste gedeelte betreft dagelijkse meldingen aan de AFM van een meldplichtige shortpositie, ongeacht of een drempelwaarde werd bereikt, of werd onder- of overschreden. Deze verplichting is onder de huidige regeling vervallen. De AFM heeft een tiental meldingen ontvangen waarbij de shortpositie werd gemeld en vervolgens het bereiken, onder- of overschrijden van de meldingsdrempels.

⁴ De positie geeft het aantal financiële instrumenten weer dat wordt gehouden door de belegger (longpositie) ofwel het aantal financiële instrumenten dat de belegger moet terugkopen (shortpositie).

⁵ Staatscourant 2009, 20429 en Kamerstukken II 2009/10, 31724 ek-D.

⁶ Peildatum: 1 juni 2010.

Tabel 1: Overzicht van het aantal meldingen ontvangen door toezichthouders en het aantal verschillende instellingen ten aanzien waarvan posities moeten worden gemeld.

<i>Land</i>	<i>Instellingen</i>	<i>Meldingen</i>
<i>Nederland</i>	<i>9</i>	<i>80</i>
<i>Portugal</i>	<i>9</i>	<i>32</i>
<i>Spanje</i>	<i>20</i>	<i>400</i>
<i>Verenigd Koninkrijk</i>	<i>30</i>	<i>1500</i>

De AFM heeft tot nu toe ongeveer 70 keer een onderzoek ingesteld. Meer dan de helft van de onderzoeken is inmiddels afgesloten. Hierbij heeft de AFM als uitkomst van enkele onderzoeken partijen normoverdragende brieven gestuurd. Ernstige overtredingen of aanwijzingen van mogelijk marktmisbruik is de AFM niet tegengekomen.

2.5 Conclusie

De staatsschuldcrisis is het resultaat van de reactie van de markt op de zwakke begrotingsdiscipline van een aantal eurolanden. De gevolgen ervan worden versterkt door de verwevenheid van de financiële markten. Marktpartijen hebben kuddegedrag vertoond in reactie op de problemen van Griekenland. De financiële en monetaire maatregelen die getroffen zijn door de EU hebben de rust op de markten in zekere mate doen terugkeren.

Op basis van de monitoring van de koersontwikkelingen, transactiegegevens, meldingen op grond van de meldingsplicht inzake shortposities en het uitblijven van meldingen van verdachte transacties, heeft de AFM geen aanwijzingen voor mogelijk marktmisbruik ten tijde van de crisis rondom Griekenland. Daarom heeft zij geen onderzoek ingesteld naar het gedrag van individuele marktpartijen.

3 De markt voor staatsobligaties

De staatsschuldencrisis en de daarop volgende onrust op de financiële markten hebben bepaalde gevoeligheden van de staatsobligatiemarkt aan het licht gebracht. Om de risico's voor deze markt en de mogelijkheden ter verbetering te kunnen begrijpen, is het van belang dat helder is hoe de markt werkt en hoe de verschillende spelers en handelsmechanismen in de markt functioneren.

Dit hoofdstuk beschrijft daarom hoe de handel op de staatsobligatiemarkt plaatsvindt. De staatsobligatiemarkt is een zeer omvangrijke markt, die vooral bestaat uit professionele investeerders die bilateraal grote transacties afsluiten. Het gaat hierbij vooral om investeerders die op zoek zijn naar stabiele beleggingen voor de lange termijn.

3.1 Uitgifte van staatsobligaties

Landelijke overheden geven obligaties uit om hun financieringstekorten te dekken en hun bestaande schulden te herfinancieren. Ook ondernemingen en andere instellingen geven obligaties uit om financiële middelen aan te trekken. Dit rapport richt zich enkel op de staatsobligaties.

Staatsobligaties hebben een door de uitgevende overheid te bepalen vaste looptijd.⁷ Na afloop hiervan moet de overheid de schuld terugbetalen. De partij die investeert in de staatsobligatie wordt gedurende de looptijd gecompenseerd met een vooraf vastgestelde rente. Staatsobligaties worden door beleggers gezien als relatief veilige beleggingen.

De totale uitstaande schuld in Nederlandse staatsobligaties bedroeg eind mei 2010 EUR 233,6 miljard. In Europees perspectief behoort Nederland wat betreft de omvang van de schuld (uitgedrukt in een percentage van het bruto binnenlands product) tot de landen met een relatief beperkte schuld.

De wereldwijde staatsobligatiemarkt bedroeg EUR 26,3 biljoen eind februari 2010. De omvang van de wereldwijde obligatiemarkt, inclusief staatsobligaties, was EUR 59 biljoen in 2009.⁸ De Verenigde Staten heeft het grootste marktaandeel gevolgd door de EU.

De Europese overheden laten de uitgifte of emissie van hun staatsobligaties uitvoeren door zogeheten *Debt Management Offices* (DMO's). In Nederland gebeurt dit door het Agentschap van het ministerie van Financiën. De plaatsing of uitgifte van nieuwe staatsleningen wordt de primaire markt genoemd.

De DMO's laten de emissie van nieuwe schuld begeleiden door zogenaamde *primary dealers*.⁹ Deze *primary dealers*, veelal grote internationale handelsbanken, moeten er in de eerste plaats voor zorgen dat zij de staatsobligaties bij nieuwe emissies kunnen plaatsen op de markt, met andere

⁷ Obligaties hebben bij uitgifte een looptijd langer dan 1 jaar. Overheden zijn ook actief op de geldmarkt waarbij ze financiering aantrekken voor looptijden korter dan 1 jaar. Hierbij maken ze gebruik van geldmarktinstrumenten zoals T-bills, Commercial paper, repo's en deposito's.

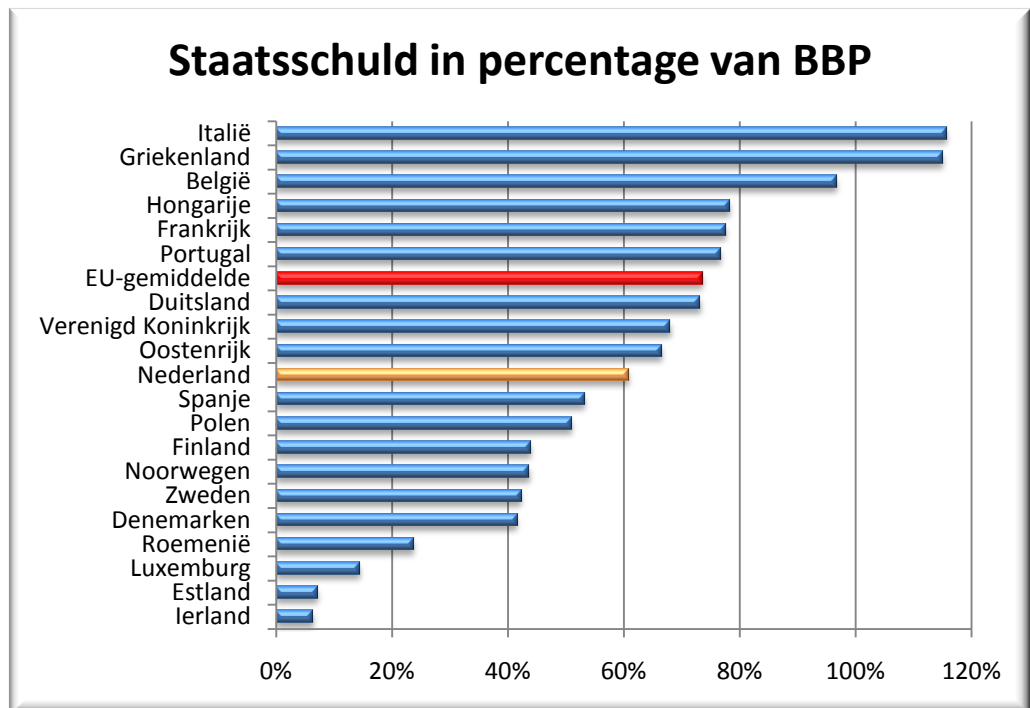
⁸ World Stock and Bond Markets and Portfolio Diversity, *Asset Allocation Advisor*, 2009.

⁹ De *primary dealers* in Nederlandse staatsobligaties zijn:

ABN Amro, Banco Santander, Barclays Capital, BNP Paribas, Crédit Agricole, CIB, Citigroup, Commerzbank, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC France, ING, Jefferies, NATIXIS, Royal Bank of Scotland en Société Générale.

woorden dat er voldoende kapitaal wordt opgehaald. De *primary dealer* zoekt daarom beleggers die willen participeren in de emissie. *Primary dealers* nemen bij de inschrijving op een emissie vaak ook een deel op eigen boek om dit later in de secundaire markt te verkopen.

In 2009 heeft het Agentschap voor bijna EUR 27 miljard. aan staatsobligaties uitgegeven. In 2010 is tot juli bijna EUR 40 miljard aan staatsobligaties uitgegeven, gedeeltelijk om bestaande schulden te herfinancieren en gedeeltelijk om lopende tekorten te dekken.



Figuur 2: Staatsschuld als percentage van het Bruto Binnenlandsproduct in 2009. Bron: Eurostat

3.2 De handel in staatsobligaties

Op het moment dat de staatsobligaties zijn geëmitteerd, kunnen beleggers hier in handelen. Dit wordt de secundaire markt genoemd. De moties van de Tweede Kamer hebben betrekking op de handel. Hierom richt de AFM zich in dit rapport nadrukkelijk op de werking van de secundaire markt. Onderstaand wordt een aantal basiskennmerken van de handel in staatsobligaties behandeld, die een belangrijke plek innemen in het rapport en waarop in latere hoofdstukken dieper wordt ingegaan.

3.2.1 Het transactieproces

Bij het aangaan van een transactie hoeft de koper niet direct te betalen en ontvangt de verkoper niet meteen de stukken. Pas enige tijd na het aangaan van de transactie vindt de afwikkeling (*settlement*) plaats. Dit gebeurt in de regel na drie dagen. *Settlement* is het daadwerkelijk uitvoeren van de transactie. Hierbij worden obligatie en geld uitgewisseld bij de *settlement*-instelling. Dit is te vergelijken met de rol die de notaris speelt bij een vastgoedtransactie. Pas op de dag van *settlement* is de verkopende partij verplicht de obligatie te leveren. Als hij in gebreke blijft, leidt dat tot een zogeheten *settlement fail*. Dergelijke *fails* kunnen onder andere worden veroorzaakt doordat de verkoper de stukken heeft uitgeleend en ze niet op tijd terugkrijgt, of doordat hij stukken heeft verkocht die hij niet in bezit heeft – het zogeheten *short selling*. Aan *short selling* wordt in het volgende hoofdstuk meer aandacht besteed.

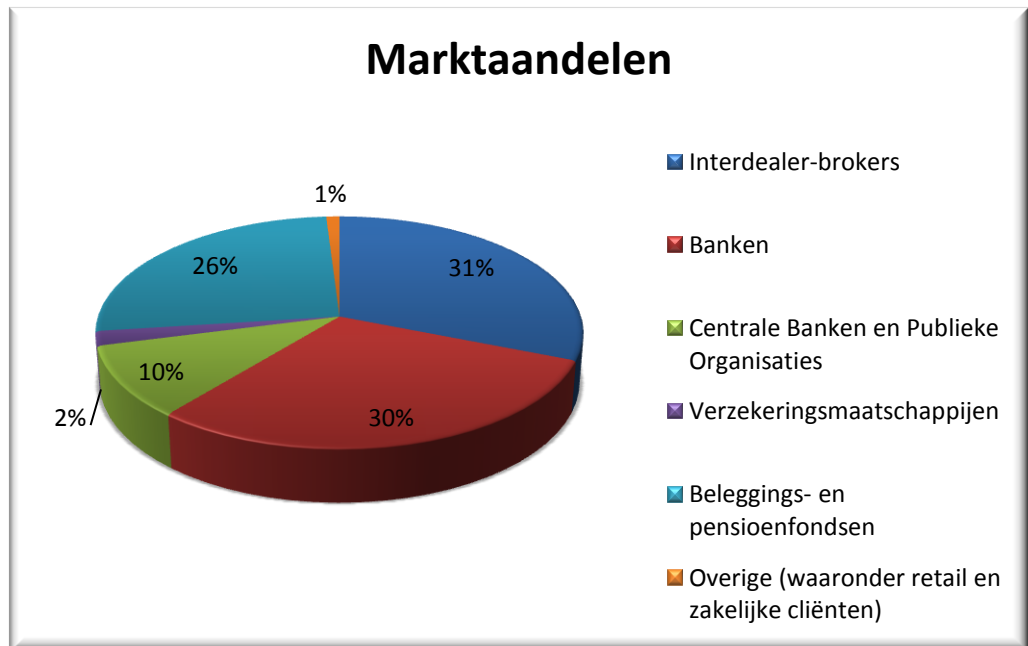
De transacties in de obligatiemarkt vinden veelal *Over the Counter* (OTC) plaats en in mindere mate op handelsplatformen. Deze platformen zijn opgericht om de secundaire handel voor beleggers toegankelijk en transparant te maken. De *primary dealer* treedt op als *market maker* om de liquiditeit te bevorderen en de prijzen voor de marktdeelnemers transparant te maken. *Primary dealers* moeten verplicht optreden als *market makers* op de secundaire markt. Marktpartijen kunnen te allen tijde handelen tegen de bied- en laatprijzen die de *market makers* bieden. Het verschil tussen de bied- en laatprijzen kan gezien worden als de vergoeding die de *market makers* ontvangen voor de dienst die zij verlenen en het risico dat zij daarbij nemen.

Voor Nederlandse staatsleningen quoteren *primary dealers* momenteel op vier handelsplatformen om aan hun quoteverplichting te voldoen, namelijk MTS, Eurex Bonds, BGC en ICAP. Op Eurex Bonds (Duitsland) na zijn deze platformen alle in Londen gevestigd. OTC handelende partijen zijn niet aan een fysieke locatie gebonden, maar de meeste van hen zijn gevestigd in Londen. Dat betekent niet dat de handel ook daadwerkelijk in Londen plaatsvindt. De koper kan bijvoorbeeld in Nederland gevestigd zijn, terwijl de verkoper een Londense zakenbank is.

De gemiddelde transactiegrootte voor staatsobligaties die op een handelsplatform verhandeld worden is EUR 5 miljoen. Dit zijn de kleinere transacties; grote transacties vinden juist OTC plaats. De gemiddelde transactiegrootte op de staatsobligatiemarkten is veel groter dan op de aandelenmarkt. Op de obligatiemarkt zijn het vooral grote partijen die grote transacties met elkaar sluiten. De retailbeleggers vormen slechts een klein onderdeel van de markt. Zij handelen voornamelijk op NYSE Euronext.

3.2.2 *Handelsstrategieën*

De belangrijkste beleggers zijn institutionele beleggers: banken, verzekeraars, pensioenfondsen en centrale banken. Op de staatsobligatiemarkt worden zij gezien als de consumenten. Het grootste deel van de consumententransacties komt bij hen vandaan; transacties van particuliere beleggers vormen maar een zeer beperkt aandeel in de totale secundaire handel. Onderstaande figuur geeft een verdeling weer van de marktaandelen in de secundaire markt voor Nederlandse staatsleningenmarktpartij op basis van de *secondary market trade reports* die het Agentschap van het ministerie van Financiën verkrijgt van zijn *primary dealers*.



Figuur 3: Marktaandelen in de periode januari – september 2007 van verschillende typen marktpartijen op de markt voor Nederlandse staatsobligaties. Bron: Het Agentschap van de Generale Thesaurie.

Beleggers kunnen verschillende handelsstrategieën toepassen. Verschillende aspecten van hetzelfde instrument spelen in deze strategieën een rol. Het kan gaan om de voorspelbaarheid van de kasstroom van de staatsobligaties, de liquiditeit en de koers van de staatsobligatie.

Een strategie kan gericht zijn op het lange termijn rendement dat een staatsobligatie biedt. Staatsobligaties zijn voor deze beleggers een relatief veilige belegging met een voorspelbare kasstroom, en geven vaak een goede *match* met de uitstaande verplichtingen uit hoofde van (pensioen)verzekeringsproducten (met name de obligaties met lange looptijden). Hierbij speelt de jaarlijkse (coupon)rente een grote rol in combinatie met het feit dat degene die de obligatie heeft uitgegeven aan het eind van de looptijd zijn schuld terugbetaalt. Lange termijn beleggers passen ook regelmatig hun beleggingsportefeuille aan, waarbij ze obligaties verkopen en hiervoor andere (*issuer*, looptijd, valuta enz.) terugkopen. Dit kan gedreven zijn door een veranderde beleggingsvisie of noodzakelijke aanpassingen om binnen hun beleggingsdoelen te blijven of de beleggingen beter aan te laten sluiten bij de verplichtingen van de belegger (bijvoorbeeld pensioenuitkeringen).

Een andere strategie is gericht op het behalen van voordeel uit de koersschommelingen van een obligatie. De koers van een obligatie hangt van meerdere factoren af, waaronder in de eerste plaats de rentestand. De koers van een obligatie stijgt als de marktrente daalt. Als een belegger een visie heeft over de toekomstige ontwikkeling van de rente, kan hij daarvan profiteren door een positie in obligaties in te nemen. Ook kunnen handelaren proberen te profiteren van snelle schommelingen en prijsverschillen tussen verschillende platformen. Dit kunnen ze doen door voor korte tijd posities in te nemen en zo arbitragewinst te behalen.

Market makers nemen in deze een bijzondere positie in. Zij hebben geen eigen visie op de toekomstige ontwikkeling van de markt, maar zijn tegenpartij bij transacties die zij voor hun cliënt aangaan. Zij hebben niet zozeer voordeel van de posities die zij innemen, als wel van de verschillen in bied-laattiprijzen.

3.3 Belangrijke factoren voor het functioneren van de staatsobligatiemarkt

Beleggers willen op gefundeerde wijze posities kunnen innemen op een markt waarop zij kunnen vertrouwen. Hieraan leveren liquiditeit, efficiënte prijsvorming en *ratings* een bijdrage.

3.3.1 Liquiditeit

Een goed functionerende secundaire markt is van groot belang voor investeerders in de betreffende obligaties, omdat dit de mogelijkheid biedt om stukken gemakkelijk aan te kopen of te verkopen zonder dat dit een groot effect op de prijs heeft. Een beperkte mogelijkheid om een staatsobligatie secundair te verhandelen, betekent dat de uitgevende staat een liquiditeitspremie moet betalen. Een lage liquiditeit leidt daardoor tot hogere rentes voor nieuwe uitgiftes.

Een goede liquiditeit is dus niet alleen van belang voor beleggers maar ook voor de staat als uitgever van staatsobligaties vanwege de lagere kosten die dit met zich meebrengt. Een goede liquiditeit zorgt ervoor dat overheden gemakkelijker staatsobligaties kunnen plaatsen in de primaire markt tegen een lagere rente. Een van de maatregelen die het Agentschap van het ministerie van Financiën neemt om deze liquiditeit te bevorderen is het uitgeven van staatsobligaties met een aantrekkelijke omvang voor beleggers, namelijk minimaal EUR 15 miljard voor 3-, 5-, en 10-jaars leningen.

3.3.2 Prijsvorming

De koers of prijs van een staatsobligatie hangt onder andere af van de ontwikkeling van de rentes in de regio (bijvoorbeeld in de eurozone), de looptijd van de obligatie, de couponrente van de obligatie, de liquiditeit van de betreffende obligatie, de ontwikkeling in de kredietwaardigheid van de uitgevende overheid en algemene vraag- en aanbodfactoren, waaronder de risicoaversie van beleggers.

De *benchmark* in de eurozone zijn de Duitse Bund future en voor de korte looptijden de Schatz en BOBL-future. Hiervan worden de rentes op Duitse staatsleningen en vervolgens Nederlandse en andere perifere staatsobligaties afgeleid. Verder worden ook de rentes in de *Euro Interest Rate Swaps* als belangrijke *benchmark* gebruikt.

3.3.3 Ratings

Elke belegging brengt risico's met zich mee. Een belangrijk risico op obligaties is het kredietrisico. De perceptie in de markt van het kredietrisico van overheden is in de huidige crisis sterk veranderd. Dit had directe weerslag op de externe rentevergoeding die hiervoor in de markt werd gevraagd (de zogenaamde *credit spread*). Om de kredietwaardigheid in te schatten, maken beleggers gebruik van *credit ratings*. Zij geven een inschatting van de kans dat de *issuer* van de obligatie niet in staat is aan zijn betalingsverplichtingen te voldoen.

De *credit ratings* spelen hierdoor een belangrijke rol op de markt. Voor partijen die om reden van zekerheid hebben belegd in staatsobligaties, kan een verlaging van de *credit rating* als gevolg hebben dat de obligatie niet meer binnen de gekozen strategie past. Deze partijen zullen trachten de positie af te bouwen.

Meerdere partijen gebruiken dezelfde *credit rating*, hetgeen ertoe kan leiden dat verscheidene partijen door één verandering in *credit rating* zullen overgaan tot verkoop. Dit kan een schok in de markt teweeg brengen.

3.4 Aandachtspunten voor de staatsobligatiemarkt

Beleggers op de staatsobligatiemarkt zijn op zoek naar relatief veilige beleggingen. *Downgrades* zullen daarom leiden tot een relatief sterk verkoopvolume. Omdat veel partijen bij hun beleggingen maxima stellen aan de risico's die zij op individuele beleggingen willen lopen en aan het totale risico dat zij willen nemen (zogenoeten VAR-budgetten), bouwen zij hun positie af op het moment dat zij het risico te groot vinden. Dit heeft tot gevolg dat de koersen verder dalen. Deze procyclische effecten kan de stabiliteit van het systeem bedreigen. Deze procyclische effecten waren zichtbaar op verschillende markten, waaronder de Griekse, in de vorm van de verlaging van de *credit ratings* voor deze obligaties, hetgeen ertoe leidde dat beleggers hun posities moesten afbouwen. Hierdoor ontstond een neerwaartse druk op de prijzen op de markt.

Op de markt voor Nederlandse staatsobligaties waren dergelijke procyclische effecten beperkt, aangezien het kredietrisico op Nederlandse obligaties niet was toegenomen. De Nederlandse staatsobligatiemarkt heeft de crisis goed doorstaan. Nederlandse staatsobligaties worden nog steeds als veilige beleggingen gezien, terwijl sommige andere staatsobligaties door beleggers vermeden worden. Beleggers geven de voorkeur aan o.a. Nederlandse en Duitse staatsobligaties (zogenaamde *flight to quality*). Dit heeft eraan bijgedragen dat de rente op Nederlandse staatsobligaties is gedaald. Er zijn echter ook factoren die een nadelige invloed hebben op de prijsvorming en marktwerking en die ook relevant zijn voor de Nederlandse markt. Deze factoren spelen vooral een rol op het moment dat markten volatiel zijn of door onrust minder liquide zijn geworden.

3.4.1 Transparantie en fragmentatie van de markt

De prijsvorming in deze markt is niet volledig transparant. De handel in staatsobligaties is primair OTC en vindt daarnaast op een aantal handelsplatformen plaats. De handel in staatsobligaties wordt gedomineerd door grote spelers die grote transacties verrichten. Grote beleggers hebben toegang tot *pre-trade* informatie, maar alleen de grote handelaren hebben inzicht in een significant deel van de *post-trade* informatie. Omdat grote partijen meer transacties zien dan de kleinere partijen, kunnen zij beter inschatten op welke prijzen daadwerkelijk gehandeld wordt. De quoteerverplichting van de *primary dealers* ondervangt dit probleem gedeeltelijk.

3.4.2 Transparantie voor het toezicht

Het is moeilijk om een goed overzicht te krijgen van de handel in staatsobligaties. Geen enkele informatiebron kan een totaalbeeld geven van de markt. Omdat de handel grotendeels OTC plaatsvindt, geven de transactiegegevens van de handelsplatformen een zeer beperkt beeld. Alleen OTC-transacties die door een beleggingsonderneming worden aangegaan of die via een beleggingsonderneming worden afgewikkeld dienen aan de toezichthouder te worden gerapporteerd.

Hierdoor beschikt de toezichthouder over minder transactie-informatie op de staatsobligatiemarkt dan voor de aandelenmarkt. Het is daardoor lastiger om te bepalen of er sprake is van marktmisbruik of andere problemen op de markt.

3.5 Samenvatting

Staatsobligaties worden door staten uitgegeven via hun DMO en *primary dealers* om begrotingstekorten te dekken en schulden te herfinancieren. De uitgifte vindt plaats op de primaire markt. Investeerders ontvangen een vaste rentevergoeding gedurende de vaste looptijd van de staatsobligatie. De handel voor staatsobligaties vindt ook plaats op de secundaire markt. Partijen handelen vanuit verschillende strategieën in staatsobligaties. Voor deze handel zijn liquiditeit, efficiënte prijsvorming en een betrouwbare markt van groot belang.

De staatsobligatiemarkt, en in het bijzonder de markt voor Nederlandse staatsobligaties, heeft een efficiënte prijsvorming en er is sprake van een grote liquiditeit. De Nederlandse staatsobligatiemarkt heeft de crisis goed doorstaan. Echter, de crisis heeft ook een aantal aandachtspunten voor de staatsobligatiemarkt naar voren gebracht, die ook relevant zijn voor de Nederlandse markt.

De markt is grotendeels OTC en wordt gedomineerd door grote spelers. Hierdoor is de markt minder transparant voor zowel marktdeelnemers als de toezichhouders en is er sprake van een informatievoorsprong voor grote spelers. De prijsvorming is inherent procyclisch. Onzekerheid en onrust werken een stijgende risicoperceptie in de hand, hetgeen vervolgens tot prijsdalingen kan leiden die zelf weer tot verder stijgende onrust kunnen leiden. Dezelfde procyclische werking kan ook tot illiquide markten leiden, vooral in combinatie met de sterke fragmentatie van de staatsobligatiemarkt.

4 Short Selling

Handelaren kunnen gebruik maken van een scala aan handelstechnieken om hun strategie te realiseren. *Short selling* is één van deze technieken. Omdat *short selling* vaak een centrale positie inneemt in de discussie over de crisis, gaat dit hoofdstuk specifiek in op de karakteristieken, de toepassing en het nut en de risico's van *short selling*.

4.1 Introductie short selling

Een verkooptransactie kan vanuit twee posities tot stand komen. Bij verkoop uit een long positie verkoopt de investeerder een obligatie die hij in bezit heeft. Bij verkoop uit een shortpositie verkoopt hij een effect dat hij niet in bezit heeft. Dit heet *short sellen*.

Na het aangaan van de transactie hoeven bij short selling de effecten nog niet direct geleverd te worden. Het leveren gebeurt gewoonlijk drie dagen na het aangaan van de transactie en maakt deel uit van *settlement* van de transactie. De verkopende partij zorgt ervoor dat hij het effect op dat moment kan leveren door het te lenen van een andere partij. Hij moet het effect dan wel op een later tijdstip aan deze partij terugleveren. Dat kan hij bijvoorbeeld doen door het effect later van een andere marktpartij te kopen.

4.1.1 *Naked short selling, netto-short en synthetisch short*

Om een short transactie te kunnen verrichten, zal de investeerder de obligatie in de regel eerst lenen van een andere partij om deze op een later moment weer terug te leveren. In het geval dat de verkopende partij er op het moment van verkoop nog niet van kan uitgaan dat hij het effect kan lenen of kopen voor of op de *delivery date*, is er sprake van *naked short selling*. De verkopende partij moet dan voordat *settlement* kan plaatsvinden eerst het effect verkrijgen. Als dat niet lukt, zal de *settlement-organisatie* tegen een hoge vergoeding het effect in de markt aankopen en alsnog namens hem leveren. De kosten hiervan komen voor rekening van de verkoper. Hoe strenger de *settlement* regels, hoe minder ruimte voor *naked short selling*.

Een netto shortpositie houdt in dat een partij meer stukken verkocht heeft dan hij in bezit heeft. Netto moet hij dus nog stukken verkrijgen voor hij alle shortposities kan sluiten. Uit een afzonderlijke 'individuele' transactie valt niet af te leiden of een verkoper een 'normale' verkoop verricht of aan (*naked*) *short selling* doet.

Er zijn verschillende derivaten op de markt verkrijgbaar waarmee de belegger in economische zin een shortpositie in de onderliggende waarde kan hebben. Het meest bekende voorbeeld zijn opties. Een dergelijke positie heet synthetisch short. Omdat hij geen stukken hoeft te leveren zit de eigenaar feitelijk niet *short* in de onderliggende waarde, maar in economische zin wordt hetzelfde resultaat bereikt.

4.1.2 *Het sluiten van shortposities*

Er zijn twee mogelijkheden voor de *short seller* om de transactie af te ronden. De eerste mogelijkheid is om op het moment dat de shortpositie in een staatsobligatie gesloten moet worden dezelfde obligatie terug te kopen in de markt. Dit betekent dat diegene die *short* gaat vóór de leveringsdatum de obligatie terugkoopt zodat hij aan zijn leveringsverplichtingen kan voldoen. De andere veelgebruikte mogelijkheid is om het effect te lenen van een andere partij door middel van *securities lending* of een *repurchase agreement*. *Securities lending* is het tijdelijk verkopen van een effect. Een *repurchase agreement* is verkopen met verplichting tot terugkoop.

In het geval van *securities lending* leent de ene partij aan de andere partij een effect uit en ontvangt daarvoor een vergoeding. Daarnaast plaatst de lener onderpand bij de uitlener. Na afloop van het contract worden de betrokken effecten en onderpanden weer teruggewisseld. Een *securities lending* contract kan vrij eenvoudig tussentijds beëindigd worden.

Op de geldmarkt worden *repurchase agreements (repo's)* gebruikt voor het uitlenen van geld onder vergoeding van de rente en levering van onderpand. In het geval van *short selling* op de (staats)obligatiemarkt wordt de *repo* op een andere manier ingezet. Partijen die short willen gaan kunnen namelijk op de *repo*-markt een (staats)obligatie lenen. Een *repo* is in dit geval een bilaterale afspraak, waarbij de kopende partij de verplichting op zich neemt de betreffende obligatie aan het eind van de looptijd weer terug te verkopen aan de verkopende partij. De marktpartij die met obligaties is *short* gegaan koopt als het ware 'tijd' om de obligatie uiteindelijk op de markt terug te kopen. De *repo*-markt vergroot daarmee de liquiditeit op de secundaire staatsobligatiemarkt en biedt (lange termijn) investeerders de mogelijkheid om een extra rendement op hun investeringen te behalen door stukken die zij in bezit hebben tijdelijk te verkopen.¹⁰ Een goede *repo*-markt is cruciaal voor het *short* kunnen gaan in effecten.

4.2 Het gebruik van short selling

Short selling wordt door beleggers ingezet om te anticiperen op verwachte prijsdalingen voor winstdoeleinden en om risico's af te dekken (*hedging*). Wanneer de belegger verwacht dat de koers gaat dalen, verkoopt hij het betreffende effect (als hij het in bezit heeft) of gaat hij *short* in het effect (als hij het effect niet in bezit heeft). Wanneer zijn verwachting uitkomt, is de koersdaling (in geval van *short* gaan) zijn winst. Een partij die blootgesteld is aan een risico dat gecorreleerd is met de koers van een staatsobligatie, en die dit risico wil afdekken, kan dit ook doen door *short* te gaan in deze obligatie. Hiermee neutraliseert de belegger de blootstelling aan het koersrisico van de obligatie. Beide mogelijkheden van *short selling* kunnen ook gerealiseerd worden door gebruik te maken van derivaten, zoals futures.

De *short seller* zal om aan zijn leveringsverplichtingen te voldoen de betreffende effecten op de markt moeten kopen waarbij het mogelijk is dat de koers gestegen is in plaats van gedaald. Als gevolg hiervan leidt de *short seller* dan een koersverlies. Hij moet immers meer geld betalen voor de koop dan hij heeft ontvangen uit de verkoop. Bovendien bestaat de kans dat de *naked short seller* op het betreffende moment onvoldoende effecten kan kopen of lenen om aan zijn leveringsverplichtingen te voldoen. De *short seller* komt dan in een zogenaamde *short squeeze* terecht. Marktpartijen die in het bezit zijn van de benodigde effecten kunnen een hoge prijs vragen in de verwachting dat de *short seller* de effecten tegen die hogere prijs zal moeten kopen.

¹⁰ De *repo*-markt kent dus twee segmenten. Ten eerste het segment van *general collateral* waarbij obligaties (of andere effecten) dienen als onderpand voor het lenen van geld tegen een afgesproken rentetarief (*repo-rate*). Ten tweede het segment van *special collateral* waarbij obligaties (of andere effecten) worden uitgeleend die schaars zijn. Dit komt tot uitdrukken in een korting op de rente (*repo-rate*) die in rekening wordt gebracht.

Ter voorkoming van een dergelijke *short squeeze* op de Nederlandse staatsobligatiemarkt kunnen *primary dealers* te allen tijde bij het Agentschap –tegen betaling van een boeterente– staatsobligaties verwerven om aan hun verplichtingen te voldoen. Zo wordt de handel in Nederlandse staatsobligaties bevorderd.

Short selling in staatsobligaties

De staatsobligatiemarkt is een markt waarin beleggers meer dan bij aandelen een lange termijn *buy-and-hold* strategie hebben. De posities die beleggers innemen, kunnen veel groter zijn dan op de aandelenmarkt.

Short selling wordt gebruikt om risico's af te dekken zoals de gevolgen van negatieve prijseffecten. Bijvoorbeeld: een pensioenfonds bezit voor EUR 1 miljard Nederlandse staatsobligaties. Uit de risicoberekeningen komt naar voren dat het pensioenfonds deze positie moet afbouwen naar EUR 0,5 miljard. Als het dit in één keer doet zal dit de prijs ernstig verstoren. Om in economische zin toch snel de gewenste positie te bereiken, verkoopt het voor EUR 0,5 miljard aan Duitse Bund Futures. Deze markt is zeer liquide en kan gemakkelijk deze transactie opvangen. Na verloop van tijd koopt het fonds dan weer Bund Futures om de *short* positie af te dekken en verkoopt het tegelijkertijd Nederlandse staatsobligaties. Dit levert een adequate afdekking van het risico omdat de Nederlandse staatsobligaties sterk gecorreleerd zijn aan de Duitse Bund Futures.

Manieren van short selling op de staatsobligatiemarkt

Voor de staatsobligatiemarkt is correlatiehandel van belang. Dit betekent dat het voor een partij opportuun kan zijn om *short* te gaan in een effect met andere onderliggende waarde dan het effect waarin hij een long positie heeft, maar waarvan de onderliggende waarden wel sterk aan elkaar gecorreleerd zijn. In het geval dat een belegger bijvoorbeeld een groot *exposure* heeft op Spaanse banken en deze wil afdekken, kan hij bijvoorbeeld *short* gaan in liquide Spaanse staatsleningen. Naast het *short* gaan in de betreffende obligatie of een aan deze obligatie sterk gecorreleerde obligatie, kan er ook *short* gegaan worden door derivaten te verkopen. Meestal gaat het dan om futures. Daarnaast kan men ook gebruik maken van CDS. In dit laatste geval wordt niet een positie ingenomen of afgedekt in het volledige renterisico maar slechts in het kredietrisico van de uitgevende partij.

Short selling voor primary dealers

Bij de emissie van een nieuwe lening worden de obligaties al verhandeld vóór de eigenlijke emissie. Het is gebruikelijk dat de *primary dealer* voorafgaand aan de emissie reeds obligaties aan beleggers verkoopt. De *primary dealers* gaan daarmee *short* in de nog uit te geven obligatie. Het vooraf plaatsen van de lening bij beleggers is aantrekkelijk voor de staat als uitgever van staatsobligaties omdat dit een natuurlijke vraag creëert bij de emissie. Deze natuurlijke vraag beperkt de hoeveelheid obligaties die de *primary dealer* bij de emissie op het eigen boek moet nemen. De risico's worden voor hem hierdoor kleiner. De posities die de *primary dealer* tijdens de emissie op eigen boek neemt, worden vaak afgedekt door de verkoop van Duitse (Bund) *futures*, oftewel *short selling* in deze futures. Hierdoor loopt de *primary dealer* slechts een beperkt marktrisico op de positie. De *primary dealer* kan immers het eventuele verlies dat hij zou kunnen leiden op de staatsobligaties die hij heeft aangekocht, compenseren met de winst die hij behaalt op de aangekane *short positie* in Bunds. Hij elimineert hiermee voor een groot deel de risico's die verbonden zijn aan het aanhouden van staatsobligaties. Alleen het risico van Nederland ten opzichte van Duitsland blijft over. Deze vorm van *short selling* is derhalve effectief voor het afdekken van het renterisico. Als dit niet mogelijk zou zijn, zouden *primary dealers* niet in staat zijn een deel van de nieuw uit te geven lening op eigen boek te nemen, of alleen tegen hogere kosten. Dit zou zich onmiddellijk vertalen in de niveaus waarop de Nederlandse Staat zijn schuld kan uitgeven.

4.3 Het nut van short selling voor de markt

Short selling verbetert de prijsvorming op de markt voor staatsobligaties doordat negatieve verwachtingen sneller in de prijs worden verwerkt en stelt marktpartijen in staat hun *long* posities af te dekken (*hedgen*). Een belegger die een *long* positie wil *hedgen*, kan door middel van *short selling* een tegengestelde positie innemen, waardoor hij zijn netto positie verkleint.

Het grootste deel van de staatsobligaties wordt gekocht als lange termijn belegging en is niet beschikbaar voor de handel. Zij behoren dus niet tot het vrij verhandelbare deel van het totaal aan uitgegeven staatsobligaties, de zogeheten *free float*. *Short selling* maakt dat obligaties die anders geen deel uit zouden maken van de *free float* toch verhandeld kunnen worden. Zonder *short selling* kunnen alleen partijen die de staatsobligatie in bezit hebben, kenbaar maken dat zij het stuk overgewaardeerd vinden en dat zij verwachten dat de koers zal dalen. Dit is echter voor deze partijen niet aantrekkelijk, want een neerwaartse koersontwikkeling is niet in hun belang. *Short selling* heeft derhalve een belangrijke signaleringsfunctie die kan bijdragen aan voorkoming van *bubbles* op de kapitaalmarkten.

Een verbod op *short selling* kan dus marktversturende effecten hebben. De AFM is dan ook geen voorstander van permanente beperkende toezichtmaatregelen op dit gebied. Een verbod op *short selling* zou bovendien nauwelijks handhaafbaar zijn. Zie hoofdstuk 6 voor een bespreking van de maatregelen die de AFM voorstaat ten aanzien van *short selling*.

4.4 Risico's voor de markt

De belangrijkste risico's van *short selling* voor de markt zijn gelegen in het mogelijke marktmanipulatieve gebruik ervan en de versterking van procyclische effecten.

Ten eerste bestaat het risico dat marktpartijen *short selling* illegaal inzetten om de markt te manipuleren. Dit is bijvoorbeeld het geval als een *short seller* valse geruchten verspreidt die anderen doen geloven dat een bepaald effect overgewaardeerd is, of als hij door middel van *short selling* de koersen in bepaalde staatsobligaties naar een kunstmatig niveau probeert te brengen. Als andere marktpartijen er vervolgens toe over gaan hun obligaties te verkopen en de koers daalt, profiteert de *short seller* hiervan.

Daarnaast kunnen verkooptransacties, waaronder *shorttransacties*, neerwaartse prijsbewegingen versterken en zorgen voor een overmatige daling van de koers. Door *naked short selling* is het theoretisch mogelijk dat er meer stukken worden verkocht dan er daadwerkelijk uitgegeven zijn. Er zijn echter geen aanwijzingen dat dit daadwerkelijk gebeurt. Het risico op een dergelijke koersdaling is groter op het moment dat een markt weinig liquide is en relatief kleine aantallen transacties een groot effect op de koers kunnen hebben. *Short sellers* kunnen gemakkelijker tot verkoop overgaan omdat zij gebaat zijn bij een koersdaling. De sterk dalende koers kan andere spelers er juist toe aanzetten om ook tot verkoop over te gaan, wat een procyclische neerwaartse druk op de koers legt.

4.5 Samenvatting

Short selling kan ingezet worden om risico's af te dekken of om in te spelen op verwachte koersdalingen. *Market makers* gebruiken *short selling* daarnaast als alternatief voor het aanhouden van grote voorraden obligaties. *Short selling* brengt naast voordelen ook een aantal risico's met zich mee voor de gebruiker. De *short seller* kan verlies lijden op zijn transactie als de verwachte

prijzdaling uitblijft en kan in een *short squeeze* terechtkomen. Deze risico's kunnen tot hoge kosten leiden.

Short selling is van nut voor de staatsobligatiemarkt als geheel. *Short selling* draagt bij aan liquiditeit, aangezien het het totale aantal verhandelbare obligaties doet toenemen. Het draagt bij aan de prijsvorming doordat negatieve verwachtingen sneller in de koers tot uitdrukking komen. Dit kan ook bijdragen aan het voorkomen van *bubbles*. *Short selling* verlaagt bovendien de transactiekosten omdat *short selling* gebruikt kan worden om transactierisico's op kostenefficiënte wijze te beperken.

De AFM ziet derhalve geen reden om het innemen van een shortpositie te verbieden. *Short selling* kan echter wel worden gebruikt als onderdeel van illegale handelspraktijken. Ook kan het onder bepaalde omstandigheden leiden tot overmatige verkoopdruk. Het is daarom van belang dat de toezichthouder *short selling* kan monitoren en de markt kritisch kan volgen.

5 Credit Default Swaps (CDS)

Handelaren kunnen naast *short selling* ook gebruik maken van andere instrumenten, zoals *Credit Default Swaps*, om risico's af te dekken. Aangezien CDS-en vaak in verband gebracht zijn met de onderhavige crisis, gaat dit hoofdstuk specifiek in op de karakteristieken, het gebruik, de invloed van CDS-en op de markt en de relevante aandachtspunten. De beschrijving richt zich specifiek op de *sovereign* CDS-en die als 'onderliggende' waarde een staatsobligatie hebben.

5.1 Introductie CDS-en

Een CDS is een overeenkomst tussen een koper en een verkoper waarbij de koper zich verzekert tegen het kredietrisico van een effect, bijvoorbeeld een (staats)obligatie. De koper verzekert zich tegen het risico dat de staat die de obligatie heeft uitgegeven niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. De koper betaalt een premie aan de verkoper en zij maken onderling afspraken over de looptijd,¹¹ onder welke omstandigheden tot uitkering wordt overgegaan door de verkoper (het zogeheten *credit event*, bijvoorbeeld een faillissement van de uitgevende staat), en het bedrag dat de verkoper uitkeert als een *credit event* zich voordoet.

Een CDS lijkt sterk op een regulier verzekeringsproduct, maar is op een aantal punten fundamenteel verschillend. Ten eerste hoeft de koper voor het afsluiten van een CDS niet te beschikken over de onderliggende staatsobligatie. Ten tweede is de CDS verhandelbaar. De CDS heeft derhalve een marktwaarde, die de marktperceptie van de kredietwaardigheid van de onderliggende staatsobligatie weerspiegelt. Ten derde wordt bij een CDS tussen koper en verkoper van de CDS onderpand uitgewisseld. Het onderpand is gebaseerd op de hoogte van de uitkering die de verkoper zou moeten doen als een *credit event* zich op het betreffende moment zou voordoen.

5.2 Het gebruik van CDS-en

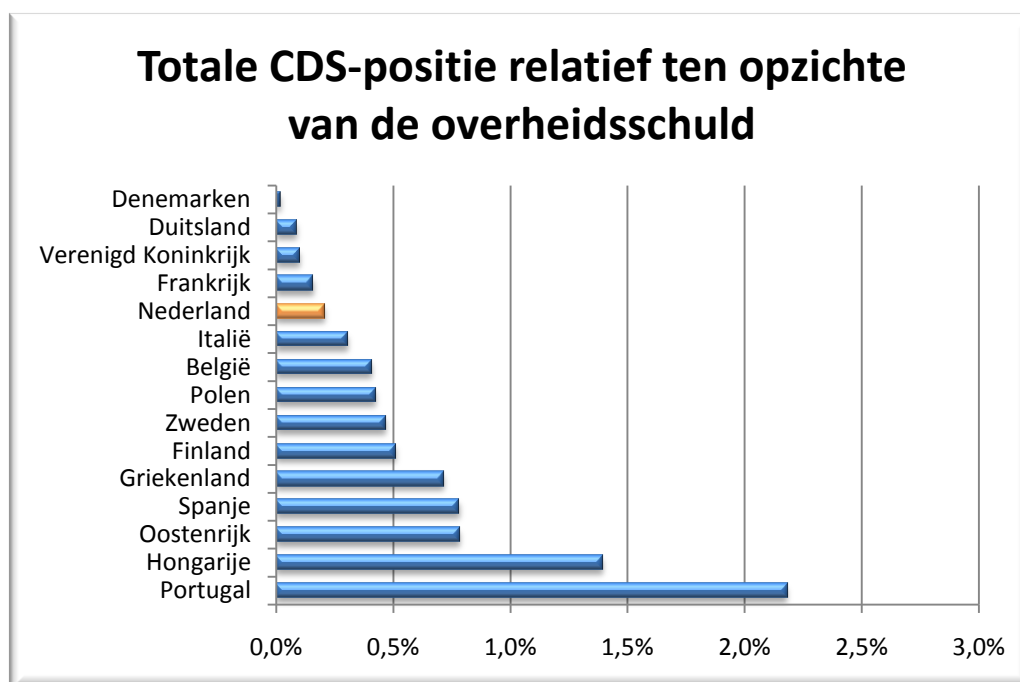
Beleggers kunnen een CDS inzetten om risico's af te dekken of direct inzetten in hun handelsstrategie. Het afdekken van risico's kan betrekking hebben op het directe risico, of een gecorreleerd risico. Het oorspronkelijke doel van een CDS is om het risico af te dekken dat een uitgevende staat de schuld niet aan haar betalingsverplichtingen voldoet. Een CDS kan ook een gecorreleerd risico afdekken van instellingen of overheden waarvoor geen CDS beschikbaar zijn, maar die op enige wijze zijn gekoppeld aan de uitgever van de staatsobligatie waarop de CDS is afgesloten. Indien een belegger niet direct blootstaat aan het risico van de onderliggende staatsobligatie, wordt dit een *naked* CDS genoemd. Ook een *naked* CDS kan een geschikt instrument zijn om voor doeleinden van risicomanagement in te zetten. CDS stellen partijen dus in staat om risico's af te dekken met een instrument dat gemakkelijk verhandelbaar is.

Het gebruik van de CDS als handelsstrategie stelt marktpartijen eveneens in staat te anticiperen op een verwachte verandering van de kredietwaardigheid van een land. De waarde van de CDS hangt immers in belangrijke mate af van de kredietwaardigheid van de uitgever van de onderliggende staatsobligatie. De waarde van een CDS stijgt dus als de kredietwaardigheid daalt. De CDS-prijzen worden derhalve ook door analisten gebruikt om de kredietrisico's van de onderliggende staatsobligatie in te schatten.

¹¹ Doorgaans tussen 1 en 10 jaar.

5.3 De invloed van de CDS-en op prijsvorming van staatsobligaties

Hoewel de afgelopen jaren de handel in *sovereign* CDS sterk is gegroeid, is deze nog steeds klein in vergelijking tot de omvang van de CDS-markt voor *corporate* obligaties. Van de wereldwijd USD 36 biljoen grote staatsobligatiemarkt wordt maar USD 2 biljoen afgedekt door CDS. Ter vergelijking, de CDS-markt voor *corporate* CDS is ongeveer even groot als de totale markt voor *corporate* obligaties. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de totale omvang van de markt niet zonder meer als een gegeven kan worden beschouwd: in het kader van het faillissement van Lehman Brothers stond USD 400 miljard aan CDS uit terwijl uiteindelijk slechts USD 7 miljard aan transacties diende te worden uitgevoerd aangezien tegengestelde CDS-posities tegen elkaar konden worden weggestreept.



Figuur 4: Totale uitstaande CDS positie relatief ten opzichte van de staatsschuld. Bron: Eurostat en DTCC.

Gezien het relatief kleine netto bedrag aan CDS-contracten in vergelijking met de omvang van de staatsschuld, is een significant effect van de CDS-markt op de staatsobligatiemarkt niet aannemelijk. Het is dan ook onwaarschijnlijk dat de staatsobligatiemarkt via de CDS-markt gemanipuleerd zou kunnen worden. Wel zijn de CDS-markten voor bepaalde *sovereigns* meer liquide dan de staatsobligatiemarkt zelf. De omvang van de uitgegeven schulden is groter dan de waarde van uitstaande CDS-contracten, maar de handel erin is kleiner. CDS-premies reageren voor die *sovereigns* sneller op veranderingen in marktomstandigheden dan de staatsobligatiespreads.¹²

5.4 Aandachtspunten voor de CDS-markt

5.4.1 Prijsvorming

Een risico bij het gebruiken van meer liquide CDS-prijzen voor het berekenen van de prijs van met name perifere obligaties is dat investeerders en analisten hierbij onvoldoende naar de onderliggende marktomstandigheden kijken.

¹² Virginie Coudert & Mathieu Gex, *Credit default swap and bond markets: which leads the other?*, Banque de France, 2010.

Een factor die de koppeling tussen de CDS-prijs en de staatsobligatieprijs vertroebelt, is het feit dat op de CDS-markt alleen *pre-trade* transparantie gegeven wordt. Omdat de in de markt bekende CDS-prijzen quotes zijn en niet de prijzen waartegen daadwerkelijk gehandeld is, kan de CDS-prijs een imperfecte indicator van de onderliggende marktomstandigheden zijn.

CDS-en brengen ook risico's voor de markt met zich mee. De handel in CDS-en kan bijdragen aan overmatige prijsbewegingen en onrust op de staatsobligatiemarkt veroorzaken. Dit kan een versterkende werking hebben op de procycliciteit van de markten waardoor prijzen verder zullen dalen. Een ander aandachtspunt is dat er relatief weinig grote aanbieders van CDS-en actief zijn op de markt. Deze partijen kunnen, vooral in tijden van onrust, een relatief grote invloed hebben op de prijsvorming.

5.4.2 Tegenpartijrisico

Een afnemer van een CDS neemt het kredietrisico weg van de uitgever van de onderliggende obligatie, maar loopt wel het risico dat de uitgever van de CDS niet in staat zal zijn om de verplichtingen die uit de CDS volgen, na te komen. Door gebruik te maken van het uitwisselen van onderpand, kan dit risico worden beperkt. Echter in geval van abrupte verandering van het kredietrisico, is het mogelijk dat de uitgever van de CDS niet in staat is om op tijd voldoende onderpand te plaatsen. Aangezien het hier om zeer grote bedragen kan gaan, kan dit tot problemen bij de kopers van CDS-en leiden.¹³

Daarnaast is het voorgekomen dat verkopers van CDS een onvolledig beeld hadden van hun totale uitstaande positie en contracten die zij gesloten hadden met andere partijen. Zij waren daardoor niet goed in staat de risico's in te schatten en te beheersen. Hierdoor ontstond het risico dat uitgevers van CDS niet altijd in staat zijn om aan hun verplichtingen te voldoen in het geval van een *credit event*.

5.5 Samenvatting

De *sovereign* CDS is in de recente crisis veel in verband gebracht met de onrust op de staatsobligatiemarkten. Een CDS is vergelijkbaar met een kredietverzekering met als grootste verschil dat de onderliggende staatsobligatie niet in het bezit van de koper van de CDS hoeft te zijn en dat CDS verhandelbaar zijn en daarmee een marktwaarde hebben.

CDS worden ingezet om risico's af te dekken en om in te spelen op verwachte koersstijging van de CDS door dalende kredietwaardigheid van de uitgevende staat. De financiële situatie van de uitgevende staat is ook een belangrijke factor voor de prijs van de staatsobligatie.

De CDS-markt lijkt te klein om een significant effect te hebben op de staatsobligatiemarkt. Wel zijn er specifieke risico's gerelateerd aan deze producten. Investeerders kunnen zich teveel laten leiden door een imperfecte indicator.

Daarnaast bestaat het risico dat een uitgevende partij niet in staat is om aan zijn verplichtingen te voldoen bij abrupte wijzigingen in de markt, zoals een *credit event*.

¹³ In het geval van AIG kwam zij in liquiditeitsproblemen na de verlaging van haar credit rating omdat zij niet snel genoeg aan voldoende geschikt onderpand kon komen dat nodig was voor haar CDS-verplichtingen.

6 Versterken van de staatsobligatiemarkt

De staatsschuldcrisis kan gezien worden als een reactie van de markt op veranderende onderliggende omstandigheden. Twijfels over de houdbaarheid van de Griekse staatsschuld hebben een proces in gang gezet dat de stabiliteit van de Europese financiële sector bedreigde. De staatsschuldcrisis kan niet worden toegeschreven aan disfunctioneren van de markt voor Europese staatsobligaties. Handelstechnieken als *short selling* en instrumenten als CDS spelen onder normale omstandigheden een gunstige rol, en hebben de crisis niet veroorzaakt. Hooguit hebben zij de reactie van de markt versneld. De AFM heeft daarom geen reden gezien om naar aanleiding van de recente gebeurtenissen rondom Griekenland maatregelen ten aanzien van *short selling* of CDS te nemen.

De staatsobligatiemarkt is echter geen perfecte markt. Mede gelet op de verwevenheid van de internationale kapitaalmarkten en de negatieve ervaringen met de unilaterale maatregelen in Duitsland, is de AFM voorstander van geharmoniseerde Europese regels. Zoals in dit onderzoek herhaaldelijk naar voren is gekomen, schieten met name de gelijke toegang tot informatie en de marktinfrastructuur tekort. Dit hoofdstuk gaat in op maatregelen die onderdeel zijn van lopende Europese trajecten en die de staatsobligatiemarkt kunnen versterken.

Op Europees niveau wordt op dit moment langs vier kanalen gewerkt aan maatregelen die de werking van de staatsobligatiemarkt zullen verbeteren: i) een verordening ten aanzien van *short selling* (inclusief CDS), ii) herziening van de richtlijn voor markten in financiële instrumenten (MiFID), iii) een verordening die de marktinfrastructuur zal versterken (EMIR) en iv) algemene regels voor bewaren van effecten (SLD). Via het Comité voor Europese Effectentoezichthouders (CESR) adviseert de AFM de Europese Commissie over de invulling van deze voorstellen voor regelgeving.

Aangezien de Tweede Kamer expliciet gevraagd heeft naar *short selling* en CDS, dient in dit verband te worden opgemerkt dat de Europese maatregelen waar nu aan gewerkt wordt onder meer zullen eisen dat de omvang van shortposities en posities die het resultaat zijn van het kopen van ongedekte CDS transparant zullen worden. Ook zullen strengere voorwaarden gelden voor de handel in CDS. Verdere beperkende voorwaarden zijn, gezien het belang van *short selling* en CDS voor de handel, naar mening van de AFM, niet wenselijk.

6.1 Verbetering van transparantie voor de markt

Voor een efficiënte prijsvorming is het van belang om te weten voor welke prijs verschillende marktpartijen bereid zijn een bepaalde transactie aan te gaan, en voor welke prijzen andere marktpartijen met elkaar gehandeld hebben. De transparantie van prijzen waartegen marktpartijen bereid zijn te handelen (de zogeheten *pre-trade* transparantie) stelt investeerders in staat de beste tegenpartij uit te zoeken om een transactie aan te gaan. Transparantie van prijzen waartegen een bepaalde transactie is uitgevoerd (de zogeheten *post-trade* transparantie) stelt hen in staat te kijken wat een redelijk prijsniveau is.

Dergelijke informatie is in de staatsobligatiehandel minder transparant dan voor de aandelenhandel, aangezien de handel zich primair OTC afspeelt.

6.1.1 Pre- en posttrade transparantie

Op de aandelenmarkt gelden eisen voor de mate waarin prijzen transparant moeten zijn. Deze eisen zijn neergelegd in de MiFID, die op dit moment door de Europese Commissie herzien wordt. Een

belangrijke vraag bij deze herziening is of er eisen moeten worden gesteld aan de prijstransparantie op de obligatiemarkt en voor andere instrumenten, zoals die reeds gelden op de aandelenmarkt.

CESR heeft op 29 juli 2010 een advies aan de Europese Commissie gepubliceerd over de transparantie van *non-equity* markten.¹⁴ Zij doet daarin voorstellen voor een *pre-* en *post-trade* transparantieregime voor *corporate* obligaties, CDS, staatsobligaties en *sovereign* CDS. Voor al deze producten geldt dat de markt gedomineerd wordt door grote professionele partijen. Deze grote partijen hebben voldoende toegang tot *pre-trade* informatie, op basis waarvan ze prijzen kunnen vergelijken. Die informatie is voor kleine beleggers echter in mindere mate beschikbaar. Daarom vindt CESR dat *pre-trade* informatie voor deze producten verplicht openbaar moet worden gemaakt.

In het advies van CESR wordt het *post-trade* regime ook nader uitgewerkt. Ten aanzien van *post trade* informatie speelt het probleem dat partijen alleen weten voor welke prijzen ze zelf gehandeld hebben. Grote partijen, die veel transacties aangaan, hebben daardoor beter inzicht in de werkelijk gebruikte prijzen dan kleine partijen. CESR adviseert de *post-trade* transparantie-eisen uit te breiden naar staatsobligaties en standaard CDS-contracten. In beginsel moet deze informatie (prijs en volume) *real time* beschikbaar worden gesteld (zo dicht daarbij als mogelijk). Voor grote transacties zijn er uitstel mogelijkheden tot aan het eind van de handelsdag. De Commissie zal in de tweede helft van het jaar het advies van CESR beoordelen en op basis daarvan voorstellen doen voor aanpassing van de MiFID.

6.1.2 *Verschuiving OTC-handel naar gereguleerde platforms*

Centrale verhandeling van OTC-derivaten zoals CDS zou de transparantie van prijsinformatie verder kunnen verbeteren. De beschikbare informatie over handelsmogelijkheden en gedane prijzen wordt dan bij elkaar gebracht op een platform.

CESR heeft op 19 juli 2010 een consultatiepaper gepubliceerd waarin zij concludeert dat verdergaande standaardisatie van OTC-derivatencontracten voordelen voor de markt kan opleveren.¹⁵ Standaardisatie is een voorwaarde voor meer centrale verhandeling van dergelijke derivaten. De verplaatsing van een gedeelte van de handel naar handelsplatformen kan de transparantie en efficiëntie van de markt vergroten. Daarnaast neemt de informatie-asymmetrie tussen verschillende marktpartijen af en geeft de handel op een handelsplatform aan meer marktpartijen de mogelijkheid deel te nemen aan de handel. Een neveneffect is dat het toezicht op deze markten verbetert doordat toezichthouders een beter inzicht in de transacties krijgen en hierdoor problemen in de markt beter kunnen signaleren. CESR wil daarom bevorderen dat de handel van derivaten naar georganiseerde markten verschuift.

Slechts een deel van de handel zal naar centrale platformen verplaatst kunnen worden. De OTC-handel bestaat grotendeels uit maatwerktransacties, omdat het vaak zeer grote transacties betreft die tegen specifieke voorwaarden worden aangegaan. Daarnaast worden grote partijen op een platform benadeeld: heel grote transacties worden meteen zichtbaar en kunnen tot enorme prijsfluctuaties in de markt leiden, omdat de vraag- en aanbodverhoudingen opeens fors kunnen veranderen. In de minder transparante OTC-markt kan op dit moment minder zichtbaar een tegenpartij voor een grote

¹⁴ CESR, *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Non-equity markets transparency, Final Technical Advice*, 29 juli 2010.

¹⁵ CESR, *Consultation on Standardisation and exchange trading of OTC derivatives*, 19 juli 2010.

transactie worden gevonden en wordt sterke prijsvolatiliteit voorkomen. Onderdeel van de discussie in Europa is daarom welke transacties wel en welke niet verplicht centraal gecleard moeten worden.

6.2 Verbetering van transparantie voor de toezichthouder

Goed toezicht draagt bij aan een eerlijke en efficiënte werking van de markt. Een belangrijke voorwaarde voor het kunnen volgen en onderzoeken van de markt is de beschikbaarheid van relevante informatie voor de toezichthouder. Als die ontbreekt, is het niet mogelijk in te schatten welke risico's marktpartijen lopen en is het moeilijk om onverwachte marktbevingen te begrijpen. Zo zijn handelsstromen in de OTC-markt voor toezichthouders minder goed te volgen en te onderzoeken. Het is daarom van belang dat toezichthouders individuele transacties en posities kunnen zien.

6.2.1 Disclosure regime voor netto shortposities

De verwachtingen die leven in de markt zijn belangrijke informatie voor de prijsvorming. Als partijen verwachten dat de koersen zullen dalen, zullen ze proberen daarvan te profiteren door een netto shortpositie in te nemen. Het is daarom nuttig om te weten of, en zo ja, in welke mate marktpartijen shortposities hebben ingenomen. Ook voor de toezichthouder is dit nuttige informatie. Sinds 2008 geldt in vele Europese landen de verplichting voor marktpartijen om hun shortposities in aandelen vanaf bepaalde drempelwaardes aan de toezichthouder en, in sommige landen, aan de markt te melden. Deze meldingsplicht stelt de AFM in staat significante shortposities en verbanden tussen shortposities en manipulatieve strategieën te zien. Een marktpartij met een *netto* shortpositie heeft er belang bij als de koers van een onderneming daalt. Negatieve uitlatingen door iemand met een shortpositie kunnen manipulatief zijn.

De Europese Commissie heeft daarom onlangs een voorstel tot regulering van *short selling* ter consultatie gepubliceerd.¹⁶ Dit voorstel is grotendeels gebaseerd op het advies van CESR,¹⁷ waarbij de AFM nauw betrokken was. Onder deze regulering zouden marktpartijen shortposities in Europese aandelen aan de toezichthouder moeten melden vanaf 0,2 procent van het uitstaande aandelenkapitaal, en aan de markt vanaf 0,5 procent van het uitstaande aandelenkapitaal. De meldingsplicht zou marktpartijen met manipulatieve bedoelingen moeten afschrikken. De openbare meldingen vormen nuttige informatie voor de markt, maar kunnen ook een procyclische werking hebben. Immers, wanneer publiekelijk kenbaar wordt gemaakt dat significante shortposities op instellingen of *sovereigns* worden ingenomen, bestaat het risico op kuddegedrag.

Ook zouden marktpartijen hun netto posities in staatsobligaties en *sovereign* CDS-en vanaf een bepaalde drempelwaarde aan de toezichthouder moeten melden. De Commissie verwacht in september 2010 het definitieve voorstel voor de regulering van *short selling* te publiceren. CESR heeft inmiddels voorstellen voor verdere invulling van deze meldingsplicht gepubliceerd.¹⁸

16 European Commission, Directorate General Internal Market and Services, *Public consultation on Short Selling*, 14 juni 2010.

17 CESR, *Report on a Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, 2 maart 2010.

18 CESR, *Technical details of the pan-European short selling disclosure regime*, 26 mei 2010.

6.2.2 *Transactierapportage en client-ID*

Een belangrijke verplichting voor marktdeelnemers, die de AFM in staat stelt om toezicht te kunnen houden en te kunnen handhaven, is het rapporteren van transacties aan de toezichthouder.¹⁹ Om goed toezicht te kunnen houden op marktmisbruik, moet een toezichthouder weten door wie en voor wie een bepaalde transactie wordt verricht. Die informatie is op dit moment echter niet zichtbaar voor de toezichthouder in de transactiegegevens van de beurs en is alleen bekend bij degene die een order doorgeeft of de transactie uitvoert. In haar MiFID-advies stelt CESR daarom voor dat bij het doorgeven en uitvoeren van orders een code wordt meegegeven die aangeeft voor wie de transactie wordt verricht, de zogeheten client-ID.

Dit advies gaat verder dan de huidige regelgeving. De client-ID is op dit moment slechts een optie in de MiFID, en hoeft alleen bij het uitvoeren van een order te worden gerapporteerd. Aangezien slechts een derde van de Europese landen, waaronder Nederland, deze informatie niet verplicht stelt en gezien de waarde die het heeft voor toezicht, stelt CESR voor deze eisen uit te breiden en algemeen te verplichten.

Op dit moment is de AFM afhankelijk van informatieverzoeken aan instellingen om uit te vinden voor wie een transactie wordt verricht. Met een client-ID kan de AFM gerichter en op efficiëntere wijze onderzoek doen naar marktmisbruik. Individuele handelspatronen worden immers eenvoudiger traceerbaar en opvallende handelspatronen kunnen beter herleid worden naar de verantwoordelijke partij of persoon.

6.3 **Verbetering van de (infra)structuur**

Naast prijstransparantie is ook de stabiliteit van de markt belangrijk. Waar prijstransparantie en voldoende toegang tot informatie zorgen voor een goede prijsvorming, is stabiliteit belangrijk voor het vertrouwen in de markt. Marktpartijen moeten erop kunnen vertrouwen dat hun tegenpartijen aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Dit vereist goed risicomanagement van marktpartijen die actief zijn op de markt, en regels die afdwingen dat partijen de stukken die ze gekocht hebben op tijd ontvangen.

6.3.1 *Verbetering risicomanagement*

Risicomanagement is primair een verantwoordelijkheid van marktpartijen zelf. Zij moeten ervoor zorgen dat ze weten welke risico's ze lopen en voldoende reserves aanhouden om die risico's te kunnen dragen. In de aanloop naar en tijdens de kredietcrisis is gebleken dat marktpartijen zich onvoldoende bewust waren van de risico's die ze liepen met OTC-derivaten.

Daarom houdt CESR momenteel een consultatie waarin voorstellen worden gepresenteerd voor het verbeteren van de afwikkeling van OTC-derivatentransacties.²⁰ Niet alle derivaten zijn geschikt om centraal gecleared te worden of afgehandeld te worden via een platform. De markt bestaat voor een belangrijk deel uit maatwerkproducten. Het is belangrijk dat marktpartijen zich bewust zijn van de hieraan verbonden risico's en deze risico's ook zoveel mogelijk wegnemen of afdekken.

¹⁹ Transacties hoeven alleen gemeld te worden door beleggingsondernemingen, en alleen voor instrumenten die toegelaten zijn tot de handel op een gereglementeerde markt in de EU. Andere partijen hoeven transacties niet te melden. Ook transacties in andere instrumenten hoeven niet gemeld te worden.

²⁰ CESR, *Consultation on Transaction Reporting on OTC Derivatives and Extension of the Scope of Transaction Reporting Obligations*, 19 juli 2010.

De Europese Commissie is een consultatie gestart over maatregelen die deze problematiek aanpakken.²¹ De maatregelen houden in dat tegenpartijen die transacties aangaan boven een vastgestelde grenswaarde en deze transacties niet via een centrale clearing partij uitvoeren, procedures en regelingen moeten hebben getroffen om operationele en kredietrisico's vast te stellen, te volgen en weg te nemen. Waar mogelijk moeten zij op elektronische wijze borgen dat er een bevestiging van de contractvoorwaarden tot stand komt. Ook moeten zij goede werkprocessen hebben om de waarde van uitstaande contracten bij te houden, hun portefeuille te beheren, en de risico's te beheersen. Ook moet tijdig voldoende onderpand worden aangehouden.

6.3.2 Trade repositories

Het risicomanagement kan verder worden verbeterd door centraal bij te houden welke contracten er in de markt zijn afgesloten. Daarom heeft de Europese Commissie voorstellen gepubliceerd voor regels die marktpartijen die handelen in bepaalde instrumenten zouden verplichten om informatie over die contracten te verstrekken aan zogeheten *Trade Repositories* (TR). Deze regels zijn vervat in EMIR,²² waarin de Commissie de basisprincipes voor de TRs ter consultatie heeft gepresenteerd.

TRs hebben als belangrijkste functie het verzamelen en samenbrengen van informatie over alle uitstaande contracten in een bepaald effect en het eenduidig vastleggen van de aangegane verplichtingen. Het aantal TRs is momenteel zeer beperkt en wordt (tot nu toe) alleen gebruikt voor derivaten producten zoals CDS- en valutatransacties.

6.3.3 Centrale clearing

Naast de versterking van het risicomanagement door individuele partijen en het centraal bijhouden van openstaande contracten, kan het voor de markt als geheel beter en efficiënter zijn om een deel van het risicomanagement centraal te organiseren. Als marktpartijen bilateraal via OTC met elkaar handelen, moet elke marktpartij individueel zorgen dat hij zijn positie ten opzichte van elk van zijn tegenpartijen bewaakt en daarvoor marge aanhoudt.

Op handelsplatformen handelen marktpartijen niet direct met elkaar, maar via een zogeheten centrale tegenpartij. Deze CCP houdt bij wat ieders individuele positie is en vraagt handelaren op basis daarvan voldoende marge aan te houden. Hierdoor hebben de handelende partijen slechts te maken met het risico van één tegenpartij en met één risicomarge. Als de verhandelde producten gestandaardiseerd zijn, is centrale clearing efficiënter doordat posities bij de CCP tegen elkaar wegvallen.

De efficiency met betrekking tot clearing in de OTC-handel kan verbeterd worden door het gebruik van *central counter parties* (CCP's) te bevorderen en door de standaardisatie van OTC-instrumenten te vergroten. Daarom heeft CESR de Europese Commissie geadviseerd het gebruik van CCP's en standaardisatie te bevorderen.²³

Inmiddels heeft de Europese Commissie ter consultatie regelgeving gepresenteerd, de *European Markets Infrastructure Regulation* (EMIR). Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen diverse typen

²¹ European Commission, Directorate General Internal Market and Services, *Public consultation on Derivates and Market Infrastructures*, 14 juni 2010.

²² European Commission, Directorate General Internal Market and Services, *Derivatives and Market Infrastructures*, 10 juli 2010.

²³ CESR *Consultation on Standardisation and exchange trading of OTC derivatives*, 19 juli 2010.

derivaten die wel en niet geschikt zijn voor centrale *clearing*. De nieuw op te richten *European Securities and Markets Authority* (ESMA) zal een rol krijgen bij het bepalen welke OTC-instrumenten geschikt zijn voor centrale *clearing*. De AFM is actief betrokken bij dit proces binnen CESR. Naar verwachting zal de Europese Commissie op basis hiervan in september 2010 een concept verordening opstellen.

6.3.4 Versterken *settlementdiscipline*

Om ervoor te zorgen dat marktpartijen hun leveringsverplichtingen nakomen, zijn er regels gesteld voor de zogeheten *settlement*, of afwikkeling, van transacties. Door *settlement*processen te harmoniseren kunnen *settlement failures* worden beperkt. Op de gereguleerde markt zijn de *settlement*processen geharmoniseerd, maar bij de OTC-handel is dit nog niet het geval.

Belangrijk in dit verband is de harmonisatie van de *settlement*periode. Volgens sommigen dient deze periode zo kort mogelijk te zijn om ongewenste vormen van (*naked*) *short selling* te beperken en omdat in brede zin de beperking van de duur en cumulatieve omvang van openstaande posities van belang kan zijn voor financiële stabiliteit. Uit de eerste bevindingen blijkt echter dat het overgrote deel van de *settlement failures* veroorzaakt wordt door operationele problemen en beperkingen, en slechts zelden gerelateerd is aan bewuste *short selling*.

CESR en ESCB hebben daarnaast aan de Europese Commissie voorgesteld om de *settlement failures* te monitoren. De AFM is nauw betrokken bij dit traject. De EU commissie bereidt momenteel de *Securities Law Directive* (SLD) voor om hierin te voorzien. Deze richtlijn wordt waarschijnlijk eind 2010 gepresenteerd.

6.4 Samenvatting

Handelstechnieken als *short selling* en instrumenten als CDS spelen onder normale omstandigheden een gunstige rol. Verboden zijn daarom niet wenselijk. Nationale maatregelen zouden bovendien nauwelijks handhaafbaar zijn. De obligatiemarkt kent wel een aantal imperfecties, met name ten aanzien van de transparantie.

Op Europees niveau zijn maatregelen in voorbereiding om de werking van de staatsobligatiemarkt te verbeteren. Verbetering van de transparantie van handelsprijzen zal de prijsvorming verbeteren. Tevens wordt gewerkt aan maatregelen om de CDS-markt te versterken. Voorts zullen shortposities in aandelen en obligaties (waaronder *naked* CDS) transparant worden. Samen met het vergroten van inzicht in handelsstromen zal dit het toezicht versterken. Ook het risicomanagement dient te worden versterkt, onder andere door het bevorderen van centrale clearing. Versterken van de *settlement discipline* zal leiden tot minder mislukkende transacties.

7 Conclusie

Griekenland heeft al jaren een hoge staatsschuld en hoge tekorten. Toen bleek dat de Griekse tekorten hoger waren dan gedacht, gingen marktpartijen in het kader van hun risicomanagement kritisch kijken naar de toegenomen risico's van beleggingen in staatsobligaties van Griekenland en andere EU-landen in hun portefeuille. Deze verandering van de risicoperceptie leidde tot onrust op de financiële markten. De financiële maatregelen die door de EU, het IMF en de ECB getroffen zijn, hebben de rust op de markten in zekere mate doen terugkeren. De door de Duitse toezichthouder BaFin getroffen unilaterale toezichtmaatregelen met betrekking tot short selling lijken eerder een averechts effect te hebben gehad.

Short selling is het verkopen van effecten zonder deze effecten in bezit te hebben. *Short selling* verbetert de prijsvorming op de markt doordat negatieve verwachtingen sneller in de prijzen worden verwerkt. Ook stelt het marktpartijen in staat de risico's op hun beleggingen af te dekken (hedgen). Doordat short selling de prijsvorming versnelt, kan het de procycliciteit van de staatsobligatiemarkt versterken.

Ook *Credit Default Swaps* (CDS), vergelijkbaar met kredietverzekeringen, spelen een belangrijke rol op de staatsobligatiemarkt. Beleggers kunnen een CDS inzetten om directe of gecorreleerde risico's af te dekken of direct gebruiken in hun handelsstrategie. CDS-prijzen kunnen ook worden gebruikt bij het bepalen van de prijzen van staatsobligaties, met name bij staatsobligaties waarvoor de markt illiquide is. Op de CDS-markt is een klein aantal grote spelers actief en er is enkel sprake van *pre-trade* transparantie. Daardoor functioneert de prijsvorming niet altijd optimaal. Dit kan betekenen dat de CDS-prijs een vertekend beeld geeft van het risico van de onderliggende obligatie.

De AFM meent dat deze crisis is ontstaan uit zorgen over de kredietwaardigheid van een aantal eurolanden. Hoge staatsschulden, zwakke begrotingsdiscipline en een economische recessie leidden tot twijfel over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van met name Griekenland. De AFM heeft geen aanwijzingen dat marktpartijen de obligatiemarkt hebben gemanipuleerd. De ontwikkelingen in de markt waren een reactie op en niet de oorzaak van deze problemen. De AFM is dan ook geen voorstander van beperkende maatregelen ten aanzien van *short selling* of op het kopen van ongedekte *credit default swaps*.

De staatsobligatiemarkt is echter geen perfecte markt. De AFM is voorstander van geharmoniseerde Europese regelgeving die de transparantie, de infrastructuur en het toezicht op de staatsobligatiemarkt verbetert. Om deze reden is de AFM nauw betrokken bij een aantal Europese initiatieven, waarin de volgende maatregelen worden voorbereid:

- Invoeren van een *pre- en post-trade* transparantieregime voor *corporate* obligaties, CDS, staatsobligaties en *sovereign* CDS;
- Bevorderen van centrale verhandeling, clearing en standaardisatie van OTC-derivaten zoals CDS;
- Invoeren van een meldingsplicht voor netto short posities in aandelen en staatsobligaties;
- Verbeteren van transactierapportage door bij het doorgeven en uitvoeren van orders een code inzichtelijk te maken voor wie de transactie wordt verricht;
- Verbeteren van de afwikkeling van OTC-derivatentransacties en versterken van de risicomanagement systemen bij partijen die in OTC-derivaten handelen;
- Verzamelen van informatie over OTC-contracten in zogeheten *Trade Repositories*;
- Harmoniseren van de settlement regels en beter monitoren van *fails*.

Autoriteit Financiële Markten

T + 020 797 2000 | F +020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

www.afm.nl

De tekst in dit rapport is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van dit rapport.

Amsterdam, 17 augustus 2010