

# Handel in *credit default swaps* met voorwetenschap: slim of strafbaar?

Mr. E. N. de Jong \*

## Inleiding

Recentelijk is er veel aandacht voor *credit default swaps* (hierna: CDSs), omdat in brede kring verondersteld wordt dat deze derivaten in belangrijke mate hebben bijgedragen aan de instabiliteit op de financiële markten.<sup>1</sup> Dit type instrument is in de jaren negentig op de markt gebracht en de markt hiervoor heeft sindsdien een sterke groei doorgemaakt.<sup>2</sup> Ten gevolge van de kredietcrisis zijn er wereldwijd interessante ontwikkelingen waar te nemen op het speelveld van deze instrumenten. Toezichhouders, marktpartijen en academici beraden zich bijvoorbeeld op het verplicht stellen van centrale *clearing* voor CDSs, waardoor de risico's voor partijen bij CDSs gemitigeerd zouden kunnen worden.<sup>3</sup> Een hiermee samenhangend onderwerp van debat is de transparantie op deze markt. Verder is op het terrein van marktmisbruik, dat centraal staat in deze bijdrage, specifieke aandacht gevestigd op CDSs. Een sprekend voorbeeld hiervan is de onlangs door de U.S. Securities and Exchange Commission (hierna: SEC) aangehangig gemaakte rechtszaak tegen een *CDS protection seller*, die de Amerikaanse voorwetenschapsregels overtreden zou hebben.

Allereerst zal hierna een korte beschrijving van CDSs en het toezichtslandschap van CDSs worden weergegeven. Vervolgens wordt voornoemde zaak van de SEC behandeld. Ten slotte volgt een antwoord op de centrale vraag of het Nederlandse voorwetenschapsregime op de handel in CDSs van toepassing zou kunnen zijn.

## *Credit default swaps*

CDSs zijn evenals opties, futures en forwards te classificeren als derivaten: instrumenten waarvan de waarde (mede) wordt bepaald door onderliggende goederen of waarden. Derivaten zijn, in de terminologie van de Wet op het financieel toezicht

(Wft), financiële instrumenten, en meer in het bijzonder afgeleide instrumenten, zoals bedoeld in onderdeel (h) van artikel 1:1 Wft. Bij het aangaan van een standaard-*single name*-CDS verbindt één partij, de *protection buyer*, zich om periodiek een premie te betalen aan haar wederpartij, de *protection seller*, die zich op haar beurt verbindt om het kredietrisico op een onderneming, de *reference entity*, te dragen.<sup>4</sup> De premie wordt ook wel als *spread* aangeduid. Op het moment dat er zich een *credit event* voordoet ten aanzien van de *reference entity*, is de *protection seller* verplicht om de *protection buyer* op overeengekomen wijze te compenseren voor de kredietverliezen van laatstgenoemde. Dit verlies hoeft niet daadwerkelijk te worden geleden; het gaat om het *credit event*. De compensatie zou onder meer kunnen geschieden in de vorm van *cash settlement* (afwikkeling in constanten) of *physical settlement* (fysieke afwikkeling). In het laatste geval neemt de *protection seller* obligaties van de *reference entity* over van de *protection buyer* tegen betaling van de hoofdsom. De belangrijkste *credit events* zijn het faillissement van de *reference entity*, aanvraag van surseance van betaling, materiële wanbetaling op obligaties of onder een andere schuldttitel (de rente of aflossing wordt niet tijdig voldaan) en herstructurering.<sup>5</sup>

CDSs worden 'over the counter' (OTC) verhandeld. Dat wil zeggen dat deze niet aan een gereguleerde markt of ander handelsplatform genoteerd zijn, maar onderhands worden verhandeld via een netwerk van professionele partijen. De derivaten die hier worden verhandeld, zijn dan ook in minder vergaande mate gestandaardiseerd dan de derivaten die op handelsplatformen worden verhandeld, hoewel er voor de contractvoorwaarden vrijwel steeds gebruikgemaakt wordt van de standaarddocumentatie van de International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

Het aangaan van een CDS kan verschillende doelen dienen, zoals het afdekken van risico's, speculatie of arbitrage. Men kan tevens door middel van een swap beleggen in een bepaald financieel product zonder alle andere rechten en verplichtingen die daar gewoonlijk aan verbonden zijn.<sup>6</sup>

\* Mr. E.N. de Jong is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh.

1. Zie onder meer: R. Wibier, *Lessen naar aanleiding van de kredietcrisis*, NJB 2009, p. 1198-1207; Speech SEC Chairman Schapiro, Statement at Treasury Department press briefing on OTC derivatives, 13 mei 2009, zie <www.sec.gov> onder 'speeches and public statements'; Een defibrillator aan de Zuidas, NRC 15 mei 2009; Sterke krimp credit default swap markt, Het Financieel Dagblad 23 april 2009.

2. L. Jones, *Current issues affecting the OTC-derivatives market and its importance to London*, Bourse Consult, 27 april 2009, p. 7, zie <www.cityoflondon.gov.uk>.

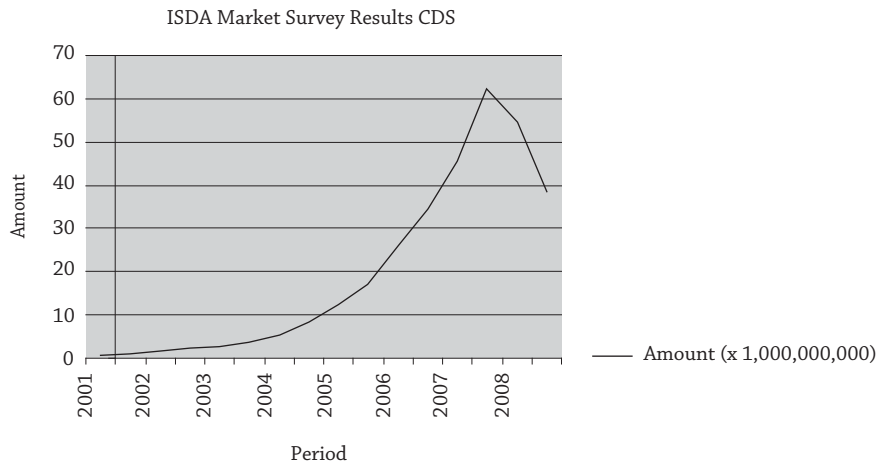
3. Department of the Treasury, *Financial regulatory reform. A new foundation: Rebuilding financial supervision and regulation*, 30 juni 2009, zie <www.financialstability.gov>; EC Communication, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, 3 July 2009, <ec.europa.eu>, p. 7.

4. W.A.K. Rank, *OTC-derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing*, Tijdschrift voor Financieel Recht 2009, p. 112.

5. 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, Article IV, p. 30-34.

6. F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees Recht*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 841-842.

Figuur 1



### Recente ontwikkelingen

Hoewel er in zijn algemeenheid consensus bestaat over de stelling dat CDSs belangrijke voordelen voor ons economische systeem met zich kunnen brengen, heeft de kredietcrisis volgens velen geïllustreerd dat er tevens grote risico's verbonden zijn aan CDSs.<sup>7</sup> De markt voor CDSs is nadien dan ook aanzienlijk geslonken, wat wordt geïllustreerd in de grafiek hierboven (figuur 1), waarin de ontwikkelingen van de afgelopen jaren op de markt voor CDSs in de Verenigde Staten zijn weergegeven.<sup>8</sup> Volgens de New Yorkse gouverneur David Patterson heeft dit te maken met het gebrek aan regelgeving in de OTC-markt.<sup>9</sup>

Om onder meer voornoemde redenen gaan er nu wereldwijd stemmen op om de markt voor CDSs meer te reguleren.<sup>10</sup> Vanwege het gegeven dat de partijen bij CDSs gewoonlijk professionele beleggers zijn, behoorde de markt voor CDSs traditioneel niet tot de focusgebieden van de toezichthouders. Toch werd de zorg dat er misbruik gemaakt zou kunnen worden van voorwetenschap bij handel in CDSs, reeds een aantal jaren eerder geuit.<sup>11</sup> De houding is nu veranderd; toezichtorganen in zowel de Verenigde Staten als Europa beraden zich op oplossingen, waaronder de centrale *clearing* van CDSs.<sup>12</sup> Een belangrijk bezwaar van critici van CDSs betreft het gegeven dat er in de praktijk veelal geen voorziening getroffen werd voor de situatie waarin niet de *reference entity*, maar de *protection seller* in de financiële problemen zou raken, terwijl dit wanneer deze situatie

zich voordoet, een direct waardedrukkend effect op de CDS heeft.<sup>13</sup> Dit werd onder meer geïllustreerd door de val van de Amerikaanse bank Lehman Brothers. Aan dit bezwaar kan tegemoet worden gekomen door centrale *clearing*-instellingen in te stellen bij handel in CDSs. Dit zal dan zo vorm worden gegeven dat na totstandkoming van de overeenkomst tussen beide partijen, deze wordt omgezet in een vrijwel identieke overeenkomst tussen de ene partij en de *central counterparty* en de andere partij en de *central counterparty*.<sup>14</sup> Hierdoor komt een tekortkoming in de nakoming van verplichtingen van een *protection seller* van een CDS voor rekening van alle professionele partijen die deelnemen in een dergelijk systeem.<sup>15</sup> Dit moet ervoor zorgen dat deze partijen minder afhankelijk van elkaar zullen zijn en de stabiliteit van ons economische systeem beter gewaarborgd zal worden.<sup>16</sup> Bijkomende voordelen van centrale *clearing* zijn dat de liquiditeit van de CDSs toeneemt en er eenvoudiger toezicht gehouden kan worden.<sup>17</sup> Een ander belangrijk punt, dat samenhangt met het toezicht, is het vergroten van de transparantie op deze markt. De Amerikaanse Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC) is hier reeds mee bezig; zij stelt wekelijks een overzicht van alle openstaande CDSs in relatie tot de duizend *top-reference entities* beschikbaar op haar website.<sup>18</sup> Ook de Amerikaanse SEC timmert hard aan de weg. Zij heeft momenteel reeds vijftig onderzoeken lopen naar aan derivaten gerelateerde investeringen.<sup>19</sup> De hierna te bespreken zaak is hier een voorbeeld van.

7. The Joint Forum, Credit risk transfer. Developments from 2005 to 2007, Consultative document april 2008, zie <www.fsforum.org>.

8. Zie <www.isda.org>.

9. D. Glovin & K. Freifeld, U.S. Cuomo Open Credit Default Swap Investigation, 30 juni 2009, zie <www.bloomberg.com>.

10. Lord Turner, The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis, maart 2009, zie <www.fsa.gov.uk>; G. Soros, My three steps to financial reform, 17 juni 2009, zie <www.ft.com>.

11. J. Carney, Credit Default Swaps: The land of efficient insider trading?, 17 april 2007, zie <www.dealbreaker.com>; L. Toomre, Possible insider trading using Credit Default Swaps?, 29 oktober 2006, zie <www.toomre.com>.

12. Rank 2009, p. 121.

13. Rank 2009, p. 120.

14. Rank 2009, p. 121.

15. Wibier 2009, p. 1206.

16. G. Tett, Fool's gold. How unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe, Londen: Little Brown 2009, p. 264.

17. Jones 2009, p. 12.

18. P. Weiss, Update: Issues and implications of the race to regulate Credit Default Swaps, november 2008, zie <www.paulweiss.com>.

19. M.L. Schapiro, Address to the Society of American Business Editors and Writers, 27 april 2009, zie <www.sec.gov>.

**SEC v. Rorech and Negrin**

In juli 2006 werd de heer Rorech in het kader van zijn werkzaamheden bij een dochtervennootschap van Deutsche Bank bekend met vertrouwelijke informatie over een aankomende emissie van obligaties in het kader van een herstructurering door de Nederlandse vennootschap VNU Media. Deze herstructurering was nodig om de aankoop van VNU Media door *private equity*-partijen mogelijk te maken. De informatie hierover was van belang voor de koersontwikkeling van de afzonderlijk verhandelbare CDSs gerelateerd aan deze obligaties. Rorech raakte hiervan op de hoogte omdat Deutsche Bank de *lead underwriter* was bij deze emissie. De SEC stelt dat Rorech op grond van artikel 10(b) van de Exchange Act 2002 de plicht had om deze informatie voor zich te houden in plaats van deze door te spelen aan de heer Negrin. Negrin werkte destijds voor Millennium en heeft toen CDSs gekocht voor een hedge fund dat door Millennium geadviseerd werd. Nadat de betreffende informatie openbaar gemaakt werd, steeg de waarde van de CDSs.

Rorech kon door zijn informatievoorsprong een winst van USD 1,2 miljoen realiseren voor rekening van het hedge fund. De betreffende informatie was in die zin van belang, dat het aantal van de door deze CDSs gedekte bonds vóór de emissie vrij beperkt was. De *exposure* die beleggers daarop hadden, was derhalve ook beperkt. Door de emissie werd de *exposure* vergroot, waardoor ook de vraag naar deze CDSs steeg.<sup>20</sup>

Het is de eerste keer dat de SEC een zaak aanbrengt vanwege gebruik van voorwetenschap bij handel in CDSs.<sup>21</sup> In vernoemde zaak claimt de SEC dat de markt voor CDSs onder de Amerikaanse antimisbruikregels over voorwetenschap valt.<sup>22</sup> Deze klacht is in lijn met de eerder door de SEC ingenomen standpunten, maar het is nog maar de vraag hoe hier door het gerechtelijk apparaat naar wordt gekeken.

**Credit default swaps en de Nederlandse voorwetenschapsregeling**

In Nederland zijn over de vraag of CDSs vallen onder de toepasselijke voorwetenschapsregels, ook nog geen openbare uitspraken gedaan door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) of de rechter. Het wettelijk kader waaraan deze vraag getoetst kan worden, is als volgt.

Wanneer men beschikt over voorwetenschap is het op grond van Nederlands recht verboden om transacties te verrichten in financiële instrumenten die tot de handel aan een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten, maar ook om te handelen in financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door dergelijke financiële instrumenten (art. 5:56, 5:57 en 5:56 lid 1 (c) Wft). Voorwetenschap is omschreven als: 'bekendheid met informatie over een uittevende instelling of de (handel in) financiële instrumenten met

betrekking tot deze instelling, welke informatie significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten bij openbaarmaking' (art. 5:53 lid 1 Wft). Zoals de AFM uiteenzet op haar website, schaadt handel met voorwetenschap het vertrouwen in de markt, omdat degenen die dit doen op basis van een informatievoorsprong een ongerechtvaardigd voordeel kunnen behalen ten nadele van andere beleggers.<sup>23</sup>

De voorwetenschapsregeling beperkt zich tot de handel in financiële instrumenten op gereguleerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten en daarmee vergelijkbare systemen, en de handel in financiële instrumenten waarvan de waarde afhankelijk is van dergelijke instrumenten. Hiermee bevindt de wetgever zich in het grensgebied tussen de handel via een publieke faciliteit en de onderhandse handel.

De ratio van de uitbreiding naar waardeafhankelijke financiële instrumenten wordt niet toegelicht in de Richtlijn Marktmissbruik,<sup>24</sup> maar zeer goed verdedigbaar is de conclusie van Kristen en Nelemans, dat de waardeafhankelijke financiële instrumenten zijn betrokken in deze regelgeving om te voorkomen dat degene die beschikt over voorwetenschap, via de markt voor waardeafhankelijke instrumenten op oneerlijke wijze kan profiteren van zijn kennis over een uittevende instelling en derhalve zo het verbod zou kunnen omzeilen.<sup>25</sup>

Een ander argument dat een rol gespeeld zou kunnen hebben, is dat de concurrentie tussen de gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten enerzijds en de OTC-markt anderzijds, door asymmetrie in regelgeving op onwenselijke wijze beïnvloed wordt.

Zoals gezegd, zijn CDSs over het algemeen OTC-instrumenten. CDSs zijn dus zelf niet toegelaten tot de handel op enig handelsplatform. In het kader van toepasselijkheid van de voorwetenschapsregelgeving is daarom de kernvraag of CDSs kunnen worden gekenmerkt als financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door financiële instrumenten die wél tot de handel zijn toegelaten.

Dit punt werd ook ter discussie gesteld in het door 'Her Majesty's Treasury', oftewel het Britse ministerie van Financiën, opgestelde consultatiedocument ter zake van het marktmissbruikregime.<sup>26</sup> Ook zij constateert dat er onduidelijkheid bestaat ten aanzien van de vraag of CDSs vallen onder de Europese regels van marktmissbruik, en geeft verder aan dat er omstandigheden kunnen zijn waarin de waarde van CDSs afhankelijk is van het onderliggende effect, maar dat er gerede twijfel bestaat of dit altijd het geval zal zijn. Concluderend stelt zij dat CDSs waarschijnlijk buiten het toepassingsbereik zullen vallen. De British

20. SEC v. Rorech and Negrin, paragraph 14, zie <www.sec.gov>.

21. US SEC Litigation Release, SEC files first credit default swap insider trading case, 5 mei 2009, zie <www.sec.gov>.

22. SEC v. Rorech and Negrin, paragraph 49.

23. AFM, archief wetten en regels, zie <www.afm.nl>.

24. Kristen 2004, p. 276.

25. Kristen 2004, p. 160.

26. HM Treasury, FSMA market abuse regime: A review of the sunset clauses. A consultation, februari 2008, zie <www.hm-treasury.gov>.

Bankers Association (BBA) en de International Capital Market Association (ICMA) denken hier echter anders over.<sup>27</sup> Zij stellen dat het evident is dat de waarde van een CDS nauw samenhangt met het onderliggende effect, omdat de uitkering onder de CDS afhankelijk is van de waarde van het effect van de onderliggende *reference entity*. Bovendien is het marktgebruik om aan te nemen dat de regels uit de Richtlijn Marktmissbruik van toepassing zijn op CDSs.

De standpunten in andere EU-lidstaten kunnen relevant zijn voor de situatie in Nederland, omdat de Nederlandse voorwetenschapsregelgeving bestaat uit de implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik (2003/6/EC), die het voorwetenschapsregime in EU-lidstaten in hoge mate heeft geharmoniseerd. Ook op Europees niveau is overigens overwogen dat het van belang is om CDSs te laten vallen onder het toepassingsbereik van de voorwetenschapsregeling, omdat dit van belang is voor de integriteit van de financiële markten.<sup>28</sup>

Het standpunt van de BBA en ICMA is goed verdedigbaar om de volgende reden; zowel de actuele *yield* – en dus de koers – van een obligatie door de uitgevende instelling als de *spread* die de *protection buyer* aan de *protection seller* betaalt onder een CDS, is (deels) een vergoeding voor het risico dat men loopt op de uitgevende instelling of *reference entity*. Dat er enige samenhang bestaat tussen de waarde van CDSs en de onderliggende obligaties, wordt tevens bevestigd in wetenschappelijk onderzoek.<sup>29</sup>

Ook geldt dat indien de *reference entity* in economisch zwaar weer verkeert, het risico op wanprestatie groter wordt en de waarde van de door deze vennootschap uitgegeven obligaties zal verminderen. Op dat moment zal er onder de obligatiehouders een grotere behoefte bestaan om zich in te dekken tegen dit risico, wat zich zou kunnen vertalen in een grotere vraag naar daaraan gerelateerde CDSs, waardoor de waarde daarvan zou kunnen stijgen. Dit risico zou overigens weer kunnen worden gemitigeerd door de verhaalsmogelijkheden op de *reference entity*. Dit verband is echter geen direct verband; deze samenhang zal zich slechts verwezenlijken bij de gratie van de (potentiële) *protection buyer*. Indien deze om wat voor reden dan ook geen aanleiding ziet om (extra) bescherming te kopen, gaat deze theorie niet op.

Zoals de zaak SEC v. Rorech and Negrin treffend illustreert, hoeft de ontwikkeling van de waarde van CDSs niet gekoppeld te zijn aan de te verwachten economische resultaten van de *reference entity*. In SEC v. Rorech and Negrin ging het namelijk om een toename van het aantal obligaties, waardoor de vraag naar CDSs steeg, ten gevolge waarvan de waarde van de CDSs steeg. Omgekeerd zou tevens de omvang van het aanbod van CDSs

een waardedrukkend effect kunnen hebben. Er kunnen ook nog andere factoren spelen, zoals bijvoorbeeld het marktsentiment.

Zoals gezegd, zijn er in Nederland nog geen openbare uitspraken gedaan door de AFM over dit onderwerp. Wel heeft de AFM in een interpretatie het standpunt ingenomen dat er van waardeafhankelijkheid gesproken kan worden indien het beursgenoteerde financiële instrument een bepaald, in een percentage uitgedrukt, deel uitmaakt van het niet-genoteerde instrument.<sup>30</sup> Deze interpretatie is echter gericht op ‘mandjes’ van effecten en lijkt vooralsnog niet toepasselijk op *single name*-CDSs.

Het betreft hier een nieuw en complex onderwerp van discussie dat door diverse organen geconstateerd is, maar waar nog geen doorslaggevend standpunt over ingenomen is. Gezien de nog steeds omvangrijke markt voor CDSs en het potentiële misbruik dat daar gemaakt kan worden, is het van belang dat er duidelijkheid gecreëerd wordt. Maar ook nu al is het marktpartijen met voorwetenschap aan te raden om grote voorzichtigheid te betrachten bij de handel in CDSs.

27. BBA and ICMA, Joint BBA/ICMA response to HM Treasury consultation paper, 10 juni 2009, zie <www.bba.org.uk>.

28. Committee of European Securities Regulators, CESR's response to the Commission call for evidence on the review of the Market Abuse Directive, 9 July 2009, <www.cesr.eu>, p. 3.

29. J. Hull, The relationship between credit default swap spreads, bond yields and credit rating announcements, januari 2004, zie <www.rotman.utoronto.ca>, p. 26.

30. AFM-interpretatie, Meldingsplicht van waarde-afhankelijke effecten, 11 januari 2007, zie <www.afm.nl>.