

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA 'S-GRAVENHAGE

Directie Financiële Markten

Korte Voorhout 7
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.rijksoverheid.nl

Ons kenmerk

FM/2013/1201 U

Uw brief (kenmerk)

2013Z12325

Bijlagen

1

Datum 19 augustus 2013

Betreft Beantwoording Kamervragen over mogelijke prijsmanipulatie op de
internationale valutamarkten

Geachte voorzitter,

Bijgevoegd treft u aan de antwoorden op de vragen van de heer Nijboer (PvdA), die
mij zijn toegezonden per brief van 17 juni 2013 met het kenmerk 2013Z12325.

Hoogachtend,

minister van Financiën
J.R.V.A. Dijsselbloem

2013Z12325

Directie Financiële Markten

Vragen van het lid Nijboer (PvdA) aan de minister van Financiën over mogelijke prijsmanipulatie op de internationale valutamarkten (ingezonden 17 juni 2013).

Ons kenmerk
FM/2013/1201 U

Vraag 1

Bent u bekend met het bericht «Traders said to rig currency rates to profit off clients»?¹

Ja.

Vraag 2

Hoe reageert u op de in het artikel opgeworpen stelling dat internationale valutamarkten het «wilde westen» van de financiële markten zijn geworden? Waarom zijn standaard internationale valutatransacties op financiële markten destijds bijvoorbeeld buiten de Europese MiFID richtlijn met regels voor best execution voor klanten gelaten?

Met de typering van de *spot foreign-exchange market* als het "wilde westen" verwijst het artikel naar de omstandigheid dat, afgezien van vrijwillige gedragscodes, de handel op internationale valutamarkten niet nader wordt gereguleerd. Het ontbreken van die nadere regulering houdt verband met het feit dat op de internationale valutamarkten (i) van oudsher (vrijwel) uitsluitend professionele partijen actief zijn, dat (ii) deze markten omvangrijk en zeer liquide zijn (waardoor het voor marktpartijen zeer lastig is om de wisselkoers direct te beïnvloeden) en (iii) de prijsvorming op de internationale valutamarkten in de regel op transparante wijze plaatsvindt. Het artikel richt zich echter niet zozeer op de manipulatie van de internationale valutamarkten zelf, maar op het manipuleren van de benchmarks die gebruikt worden in deze markten. De LIBOR-affaire heeft laten zien dat toonaangevende financiële benchmarks onderwerp kunnen zijn van manipulatie. Hoewel de in het artikel genoemde benchmark WM/Reuters, anders dan LIBOR, gebaseerd wordt op daadwerkelijke transacties of quotes, lijkt het artikel erop te duiden dat ook een dergelijke benchmark gemanipuleerd kan worden. Gezien het wijdverbreide gebruik van benchmarks in financiële instrumenten en contracten is het belangrijk dat benchmarks op een integere en transparante wijze tot stand komen. In dit licht steunt Nederland de verschillende initiatieven die in Europa en in internationaal verband worden genomen om de integriteit van benchmarks te verbeteren en manipulatie tegen te gaan. Bij de beantwoording van de vragen 5 tot en met 8 wordt op deze initiatieven nader ingegaan.

Met betrekking tot de vraag waarom standaard internationale valutatransacties buiten het bereik van de Europese MiFID richtlijn zijn gelaten, kan het volgende worden opgemerkt.² Valutamarkten zijn spotmarkten net als bijvoorbeeld de markten voor goud, graan en olie. Het doel van MiFID is om de handel in financiële instrumenten te reguleren. Producten die op de spotmarkten worden verhandeld vallen zelf niet onder het bereik van MiFID omdat dergelijke producten geen financiële instrumenten zijn. Indien (spot) valutatransacties wel binnen de reikwijdte van de MiFID zouden vallen,

¹ <http://www.bloomberg.com/news/2013-06-11/traders-said-to-rig-currency-rates-to-profit-off-clients.html>.

² Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EG en 93/6/EG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PbEU L 145);

dan nog zouden de best execution bepalingen in beperkte mate toepassing vinden omdat deze bepalingen in beperkte mate van toepassing zijn op transacties tussen professionele marktpartijen. Juist bij (spot)valutatransacties zijn met name professionele marktpartijen betrokken. MiFID reguleert echter wel de handel in derivaten van die producten. Zo kwalificeert bijvoorbeeld een valutaderivaat als financieel instrument in de zin van MiFID. In het tekstvoorstel voor zowel MiFID II als de nieuwe Verordening betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (Verordening marktmisbruik) wordt meer aandacht gegeven aan de wisselwerking tussen spotmarkten en derivatenmarkten. Bij het toezicht op derivatenmarkten dienen ook de karakteristieken, handelspatronen en ontwikkelingen op spotmarkten in ogenschouw genomen te worden.

Vraag 3

Kunt u een inschatting maken welk deel van de handel in internationale valuta niet op openbare handelsplatformen maar in zogenaamde «dark pools» plaatsvindt? In hoeverre zullen de MiFID II richtlijn en de MiFIR verordening hier verandering in brengen?

Uit gegevens van de Bank for International Settlement (BIS) blijkt dat de (spot)handel in internationale valuta vrijwel uitsluitend plaatsvindt buiten “openbare handelsplatformen”, zoals gereguleerde markten (beurzen) en multilaterale handelsfaciliteiten. Dergelijke spothandel geschiedt voor een belangrijk deel op elektronische handelssystemen, zoals *broking systems*, die niet worden gereguleerd door MiFID.³ Omdat voor marktpartijen de prijsvorming op dergelijke handelssystemen gewoonlijk op transparante wijze plaatsvindt – marktpartijen die zijn aangesloten op het systeem beschikken dan over alle relevante handelsinformatie – kunnen deze systemen niet als “dark pool” aangemerkt worden.⁴ MiFID II en MiFIR zullen hierin geen verandering brengen, omdat zij – net als de huidige MiFID-richtlijn – wel de handel in valutaderivaten reguleren, maar niet de handel in valuta zelf.

Vraag 4

Wat is het standpunt van het kabinet ten aanzien van het «handelen voor eigen rekening» binnen een Organized Trading Facility (OTF) in MiFID II, waarmee het principe «centrale clearing» gedeeltelijk wordt verlaten en binnen een OTF een nieuwe dark pool kan ontstaan waardoor de vrije prijsvorming mogelijk negatief kan worden beïnvloed?

Met deze vraag lijkt te worden bedoeld op het bepaalde in artikel 20(1)(1a)(1aa) MiFID II van de Raadstekst.⁵ Op grond van artikel 20(1) MiFID II is het de exploitant van een OTF in beginsel verboden om als deelnemer van de OTF voor eigen rekening – dat wil zeggen tegen eigen kapitaal – te handelen. De reden voor dit verbod is dat een OTF een handelsplatform is waarvan de exploitant neutraal dient te zijn, in die zin dat hij niet tegelijkertijd deelnemer op en exploitant van dezelfde OTF mag zijn.

³ Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Report on global foreign exchange market activity in 2010, December 2010. Link: <http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>.

⁴ Met de term “dark pool” wordt hier bedoeld een platform waarop geen *pre-trade* transparantieplichtingen gelden. Uit het rapport van BIS over de internationale valutamarkten blijkt dat de spottransacties voor een belangrijk deel op elektronische wijze worden uitgevoerd (41,3%). Andere (bilaterale) handelsmethodes die worden gebruikt zijn *voice brokerage* (15,9%), *inter-dealer brokerage* (18,5%) en directe handel tussen de dealer en de klant (24,3%).

⁵ De in deze tekst opgenomen verwijzingen naar MiFID II/MiFIR-artikelen verwijzen naar de artikelen zoals opgenomen in de Raadstekst van MiFID II/MiFIR.

Een uitzondering op dit verbod van "proprietary trading" geldt ten aanzien van de handel in illiquide staatsleningen (artikel 20(1aa) MiFID II). Daarnaast is het de OTF-exploitant toegestaan in bepaalde situaties voor eigen rekening te handelen door middel van *matched principal trading* (MPT) (artikel 20(1a) MiFID II). MPT ziet op situaties waarin een OTF-exploitant of een beleggingsonderneming een transactie faciliteert tussen twee (andere) marktpartijen die ten opzichte van elkaar anoniem willen blijven. Bij een dergelijke back-to-back transactie levert de verkoper aan degene die de transactie faciliteert, die vervolgens aan de koper levert. De verschillende transacties worden gelijktijdig dan wel zo snel als technisch mogelijk is, uitgevoerd. MPT is – volgens de Raadstekst – slechts mogelijk als het gaat om bepaalde financiële instrumenten: obligaties, structured finance products, emissierechten en bepaalde derivaten. Hoewel Nederland voorstander is van een ruimer gebruik van "proprietary capital" door de OTF-exploitant, heeft Nederland in het kader van een compromis ingestemd met deze Raadstekst ten aanzien van de handel voor eigen rekening.

Omdat ten aanzien van de handel in financiële instrumenten op de OTF respectievelijk op een MTF of gereguleerde markt dezelfde pre- en post-trade transparantie van toepassing zijn, is er op de OTF - ook indien proprietary trading plaatsvindt - geen sprake van een "dark pool".

Vraag 5

Wat is het standpunt van het kabinet over de door ESMA en EBA geformuleerde principes over het gebruik van en toezicht op benchmarks op Europese financiële markten zoals de Liborrente of de WM/Reuters wisselkoers indices?⁶

Vraag 6

Steunt de Nederlandse regering een versteviging van het toezicht op het opereren van financiële benchmarks waarbij ook aandacht is voor de risico's die marktconcentratie kunnen hebben op manipulatie van benchmarks? Zo nee, waarom niet?

De LIBOR-affaire heeft laten zien dat financiële benchmarks onderwerp kunnen zijn van manipulatie. Gezien het wijdverbreide gebruik van benchmarks in financiële instrumenten en contracten, vindt het kabinet het belangrijk dat benchmarks op een integere en transparante wijze tot stand komen. In dit licht steunt Nederland de verschillende initiatieven die in Europa en in internationaal verband worden genomen, zoals de *Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU* van EBA/ESMA en de *Principles for Financial Benchmarks* van IOSCO.⁷ Deze initiatieven beogen de integriteit van financiële benchmarks te vergroten en bieden de verschillende actoren in het proces rondom de totstandkoming van benchmarks – zoals de samensteller van de benchmark, bijdragende partijen en degene die de benchmark publiceert – een gemeenschappelijk kader voor de wijze van totstandkoming. Bovengenoemde principes richten zich met name op het verbeteren van de governance (voorkomen van belangenverstrengeling), meer transparantie over de totstandkoming en het doel

⁶ 2ESMA en EBA. Final Report ESMA-EBA Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU. 6 juni 2013. Link: http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-658_esma-eba_principles_for_benchmark-setting_processes_in_the_eu_-_final_report.pdf

⁷ IOSCO Principles for Financial Benchmarks - Final Report, juli 2013. Link: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

van de benchmark en het verbeteren van de methode om benchmarks te berekenen (meer gebruik van transactiegegevens).

In navolging van bovengenoemde initiatieven is de Europese Commissie voornemens het samenstellen en gebruik van financiële benchmarks wettelijk te reguleren middels een verordening. Zoals gezegd is Nederland voorstander van regulering van de totstandkoming van benchmarks, zodat marktpartijen meer rekenschap afleggen over de totstandkoming van benchmarks en de betrouwbaarheid van benchmarks wordt vergroot. Gezien de grote diversiteit aan benchmarks, acht Nederland het echter van belang dat eventuele regulering proportioneel is ten opzichte van het belang en de aard van de benchmark. Voor veelgebruikte benchmarks en met name benchmarks die discretionair tot stand komen op basis van inzendingen door marktpartijen zoals LIBOR en EURIBOR, lijkt strenge regulering voor de hand te liggen, terwijl dit voor andere benchmarks minder opportuun kan zijn.

Directie Financiële Markten

Ons kenmerk
FM/2013/1201 U

Vraag 7

In hoeverre valt de manipulatie van benchmarks – door het op gezette tijden plotsklaps vergroten of verkleinen van de omvang van de order («bang the close») – nog binnen de wettelijke grenzen van speculatie op financiële markten?»⁸

Vraag 8

Welke handhavingsmechanismen bestaan er in Nederland vanuit het gedragstoezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) of vanuit het strafrecht op manipulatie van financiële benchmarks?

Hoewel het genoemde marktgedrag (“bang the close”) een voorbeeld is van mogelijke marktmanipulatie, valt dit gedrag alleen onder de reikwijdte van de regels ter voorkoming van marktmisbruik indien het gaat om financiële instrumenten.⁹ Benchmarks kwalificeren niet als financiële instrumenten en zijn op dit moment ook niet op andere wijze onder de reikwijdte van de regels ter voorkoming van marktmisbruik gebracht. Met de nieuwe Verordening marktmisbruik, waarover onlangs politieke overeenstemming is bereikt tussen de Europese Raad en het Europees Parlement, zal manipulatie van benchmarks wel onder de reikwijdte van de regels ter voorkoming van marktmisbruik worden gebracht. Deze uitbreiding van de mogelijkheden om manipulatie van benchmarks aan te pakken is een welkome aanvulling op het bestaande instrumentarium van de Nederlandse toezichthouders en stelt de AFM in de toekomst in staat om manipulatie van benchmarks meer effectief aan te pakken en geeft de mogelijkheid om dergelijke manipulatie ook strafrechtelijk te vervolgen.

Op dit moment kunnen de toezichthouders tegen eventuele manipulatie van benchmarks door in Nederland onder toezicht staande instellingen bestuursrechtelijk optreden. De grondslag voor die bevoegdheden is neergelegd in de Wet op het financieel toezicht (Wft), waarin is bepaald dat onder toezicht staande instellingen moeten voldoen aan de eisen met betrekking tot integere en beheerste bedrijfsvoering. Dit laat echter onverlet dat het Functioneel Parket van het Openbaar Ministerie aanvullend eventuele strafbare feiten kan sanctioneren.

⁸ The Financial Times. «Forex fixing hits regulator’s radar». 13 juni 2013.

⁹ Autoriteit Financiële Markten, Brochure Marktmanipulatie 2010, blz. 8.