



Universiteit
Leiden
The Netherlands

The regulation of financial benchmarks

Campuzano, N.A.

Citation

Campuzano, N. A. (2025, October 29). *The regulation of financial benchmarks*. Meijers-reeks. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/4281560>

Version: Publisher's Version

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/4281560>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Samenvatting (Dutch summary)

DE REGULERING VAN FINANCIËLE BENCHMARKS

In de afgelopen dertig jaar zijn de financiële markten aanzienlijk gegroeid in omvang, efficiëntie en mondiale betekenis. Met deze ontwikkelingen is ook de complexiteit in de financiële markten toegenomen.¹ Hoewel deze complexiteit op bepaalde vlakken bijdraagt aan markt-diepte en -efficiëntie, belemmert ze andere marktfuncties en kan ze leiden tot marktfalen.² Een van de uitdagingen is dat het de prijsstelling en waardering van financiële producten en diensten bemoeilijkt.³

Financiële benchmarks hebben zich ontwikkeld tot een essentieel instrument om de complexiteit van de moderne financiële markten het hoofd te bieden. Financiële benchmarks condensereren en communiceren relevante financiële informatie in één enkele, begrijpelijke waarde, en bieden partijen zo een aantrekkelijke oplossing voor het prijzen en waarderen van financiële producten en diensten in een steeds complexer financieel klimaat. Zelfs het begrip 'markt' is te complex geworden om nauwkeurig te definiëren en wordt daarom vaak beschreven aan de hand van een benchmark. Wanneer men bijvoorbeeld spreekt over 'de aandelenmarkt' wordt bijna altijd verwezen naar een benchmark zoals de S&P 500⁴, de FTSE⁵, de Nikkei⁶ en de AEX.⁷

-
- 1 Er is geen universele definitie van 'complexiteit', maar men zegt dat een complex systeem bepaalde kenmerken heeft. Zie voor enkele kenmerken in financiële markten: N.F. Johnson, P. Jeffries & P. Ming Hui, 'Financial markets as complex systems' in *Financial Market Complexity*, Oxford Finance Series (Oxford, 2003; online edn., Oxford Academic, 1 Jan. 2010), p. 3-4; en S.L. Schwarcz, 'Regulating Complexity in Financial Markets' (2009) 87 *Washington University Law Review* 211, p. 231-236.
 - 2 Zie in het algemeen: S.L. Schwarcz, 'Regulating Complexity in Financial Markets' (2009) 87 *Washington University Law Review* 211.
 - 3 De complexiteit van moderne financiële markten heeft de totale kosten voor prijsvorming verhoogd en heeft nieuwe producten en diensten geïntroduceerd waarvoor het bepalen van de prijs niet vanzelfsprekend is. Zie voor deze complexiteit in de context van *asset-backed securities*: S.L. Schwarcz, 'Regulating Complexity in Financial Markets' (2009) 87 *Washington University Law Review* 211.
 - 4 De Standard & Poor's 500 ("S&P 500") is een aandelenindex die de aandelenprestaties meet van 500 grote bedrijven die genoteerd zijn aan de Amerikaanse effectenbeurzen.
 - 5 De Financial Times Stock Exchange Index ("FTSE") is een aandelenindex die de prestaties meet van de 100 bedrijven die genoteerd zijn aan de London Stock Exchange.
 - 6 De Nikkei Heikin Kabuka ("Nikkei") is een aandelenindex die de prestaties meet van 225 grote bedrijven die genoteerd zijn aan de Tokyo Stock Exchange.
 - 7 De Amsterdam Exchange Index ("AEX") is een aandelenindex die de aandelenprestaties meet van de (maximaal) 25 meest verhandelde effecten op Euronext Amsterdam (de opvolger van de Amsterdamse Effectenbeurs).

Benchmarks bieden meerdere voordelen. Zo kunnen benchmarks (i) zoekkosten verlagen door een referentiepunt te bieden; (ii) de flexibiliteit van contracten vergroten, aangezien ze regelmatig worden herberekend om aan te sluiten op marktdynamiek; (iii) markttransparantie en liquiditeit vergroten, vooral in ondoorzichtige, bilaterale en niet-platformgebaseerde markten; en (iv) geavanceerde en complexe instrumenten en beleggingsstrategieën mogelijk maken en faciliteren. Als gevolg hiervan zijn financiële benchmarks betrokken bij een enorm deel van de financiële activiteit en vertegenwoordigen zij onvoorstelbare bedragen. Voorbeelden zijn LIBOR (inmiddels afgeschaft), een rentebenchmark met in 2018 een uitstaand volume van meer dan 300 biljoen Amerikaanse dollar⁸, WM/Reuters, een valutabenchmark met een dagelijkse waarde van 3 biljoen dollar⁹, en ruwe olie-benchmarks zoals Platts Brent en West Texas Intermediate, met een geschatte jaarlijkse waarde van 160 biljoen dollar.¹⁰ Ter vergelijking, het bruto binnenlands product van Nederland over heel 2024 was iets meer dan 1 biljoen dollar.

Hoewel marktdeelnemers en financiële markten aanzienlijke voordelen ontlenen aan benchmarks en hun gebruik, brengt de toenemende afhankelijkheid van benchmarks ook risico's met zich, zoals misbruik of suboptimaal gebruik. Zo hebben diverse manipulatieschandalen, waaronder het beruchte LIBOR-schandaal, het minder bekende Forex-schandaal en meerdere schandalen rond grondstoffenbenchmarks, aangetoond dat benchmarks bijzonder kwetsbaar kunnen zijn voor manipulatie.¹¹ Bovendien versterken de diepgewortelde banden tussen benchmarks en de financiële markten de gevolgen van dergelijk misbruik, wat het vertrouwen in de markt schaadt, aanzienlijke verliezen kan veroorzaken voor consumenten en beleggers, en zelfs de reële economie kan verstoren.¹²

8 A. Schimpf & V. Sushko, 'Beyond LIBOR: a primer on the new benchmark rates' (2019) *BIS Quarterly Review* 1, at 29; and FSB, 'Reforming Major Interest Rate Benchmarks' (July 22, 2014) 1, p. 6, beschikbaar via: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf.

9 Reuters Staff, 'Daily Fx trade more like \$3 trillion than 5-CLS' (March 13, 2017), beschikbaar via: <https://www.reuters.com/article/business/daily-fx-trade-more-like-3-trillion-than-5-cla-idUSL5N1GK1F5/>.

10 Hoewel de benchmarks de ruwe-oliemarkt vertegenwoordigen, waarvan de jaarlijkse waarde wordt geschat op 1,6 biljoen Amerikaanse dollar, is de waarde van de contracten die aan deze onderliggende markt zijn gekoppeld meer dan 100 keer zo groot. Zie: ICE, 'Global crude benchmarks: Brent sets the standard. Part 2: A series by Energy Intelligence', beschikbaar via: <https://www.ice.com/why-the-world-needs-benchmarks-and-characteristics-of-benchmarks>, waar het volgende te vinden is onder 'The success of the benchmarks': 'The success of the 5.5 billion barrels of paper crude contracts currently open rests upon transparent feedback between the 30 million-40 million b/d of physically traded oil moving in spot markets and the futures markets'.

11 Zie voor een inleiding tot het LIBOR-schandaal: J. O'Toole, LIBOR Scandal: Explaining the LIBOR Interest Rate Mess, (July 10, 2012) *CNN: Money*; The Economist, 'The LIBOR Scandal: The Rotten Heart of Finance' (7 juli 2012) *Economist*. Zie voor een inleiding tot het Forex-schandaal: J. McGeever & K. Bart, 'UBS Falls on \$8 Billion Estimate in FX Fine Research Report' (12 juni 2014) *Reuters*; en K. Martin, C. Binham & K. Shubber, 'Forex scandal comes down to case against 'Cartel'' (2018) *Financial Times*.

12 Considerans (1) van de BMR benadrukt dat manipulatie het vertrouwen in de markt kan ondermijnen, verliezen kan veroorzaken voor consumenten en investeerders, en de reële economie kan verstoren.

Als reactie op deze manipulatieschandalen hebben beleidsmakers wereldwijd nieuwe maatregelen ingevoerd. Dit onderzoek richt zich op de twee belangrijkste jurisdicties voor financiële benchmarks: de EU en de VS. De EU reageerde primair met wetgeving, met een verbod op benchmark-manipulatie in de Market Abuse Regulation¹³ ("MAR") en een preventief regelgevend kader voor financiële benchmarks en hun vaststellingsproces in de EU Benchmarks Regulation ("BMR").¹⁴ De VS reageerde met name door handhaving, geïnitieerd door private partijen, de U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC"), de U.S. Commodity Futures Trading Commission ("CFTC") en het U.S. Department of Justice ("DoJ"), en het opleggen van sancties.

Hoewel beide jurisdicties tot doel hebben de benchmarksector te verbeteren en toekomstige manipulatie van benchmarks te voorkomen, is het maar de vraag of hun reacties dit doel helpen realiseren. Er zijn diverse aanwijzingen dat de huidige benaderingen van benchmarkregulering ontoereikend zijn om dit doel te realiseren.

Ten eerste lijken beide benaderingen te zijn gebaseerd op een gebrek-kig begrip van hoe benchmarks functioneren en wanneer zij falen. Door de regelgevende kaders in de EU en de VS naast elkaar te leggen wordt duidelijk dat zij, ondanks verschillen in aanpak, een gemeenschappelijke aan-name delen: de behandeling van benchmarks als gecentraliseerde 'prijzen'. Benchmarks verschillen echter aanzienlijk van prijzen, wat twijfels oproept over de effectiviteit van de huidige reguleringsstrategieën in het beheersen van hun risico's. Ten tweede richten beide benaderingen zich voornamelijk op het aanpakken van benchmarkmisbruik, terwijl zij mogelijk de voordelen van benchmarkgebruik over het hoofd zien. De EU probeert benchmarks te verbeteren, maar lijkt het gebruik ervan te beperken vanwege het brede en dwingende karakter van de BMR.¹⁵ De VS daarentegen richt zich uitsluitend op het afschrikken van manipulatie door strafmaatregelen op te leggen, zonder wezenlijke verbeteringen te bieden aan het benchmarklandschap. Ten derde hebben de huidige vormen van benchmarkregulering gevolgen gehad voor het gebruik van benchmarks, waarbij markten zich gedwongen zagen bestaande benchmarks te verlaten en alternatieven te omarmen. Dergelijke

13 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG, PB L 173 ("MAR").

14 Verordening (EU) 2016/1011 van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2016 betreffende indices die worden gebruikt als benchmarks voor financiële instrumenten en financiële overeenkomsten of om de prestatie van beleggingsfondsen te meten en tot wijziging van Richtlijnen 2008/48/EG en 2014/17/EU en Verordening (EU) nr. 596/2014, PB L 171 ("BMR").

15 De BMR is breed omdat het veel algemene governance vereisten bevat voor alle benchmarkbeheerders, ongeacht de specifieke benchmark. Zie bijvoorbeeld artikel 4 BMR. De BMR is ook smal, omdat slechts een paar 'significante' benchmarks streng gereguleerd worden. De 'significantie' van een benchmark wordt bepaald aan de hand van criteria die weinig te maken hebben met de kwetsbaarheid voor manipulatie. Zie artikel 3(1)(26) juncto artikel 24(1) BMR.

beleidsmatig opgelegde transities brengen aanzienlijke maatschappelijke kosten mee, wat mogelijk meer kwaad dan goed doet en vragen oproept over de economische rechtvaardiging van de onderliggende maatregelen. Een sprekend voorbeeld hiervan is de afschaffing van LIBOR en andere traditionele rentebenchmarks, bekend als de Interbank Offered Rates (“IBORs”), die vervangen moesten worden door Risk Free Rates (“RFRs”). Deze RFRs beloven nauwkeuriger te zijn en minder vatbaar voor manipulatie. Deze belofte impliceert echter dat RFRs zich anders gedragen dan IBORs. Dit verschil wordt problematisch in geval zij elkaar dienen te vervangen, omdat het leidt tot andere waarderingen. Een dergelijk overgangsproces is zeer complex en niet zonder risico’s – vooral gezien de enorme bedragen die aan deze benchmarks zijn gekoppeld. Bovendien is het de vraag of deze overgang werkelijk heeft geleid tot nauwkeurigere en integerdere benchmarks. Naarmate de deadline voor de overgang dichterbij kwam, begonnen de RFRs steeds meer te lijken op de IBORs en hun kenmerken die eerder als kwetsbaar werden beschouwd. Zo zou USD LIBOR aanvankelijk worden vervangen door de Secured Overnight Funding Rate (“SOFR”), maar tegen de deadline van juni 2023 werd daarnaast ‘Term-SOFR’ ontwikkeld, wat in wezen LIBOR is in een SOFR-jasje. Aangezien de overgang van rentebenchmarks zo’n intensieve en kostbare onderneming is geweest, en het uiteindelijk heeft geresulteerd in een vergelijkbare benchmark, kan men zich afvragen of deze geforceerde transitie vanuit economisch en juridisch oogpunt gerechtvaardigd is geweest.

Gelet op onder meer deze tekortkomingen in de huidige vormen van benchmarkregulering rijst de vraag hoe benchmarks idealiter zouden moeten worden gereguleerd. Geleid door de economische reguleringstheorie die ten grondslag ligt aan alle financiële marktregulering — welke streeft naar het verbeteren van economische efficiëntie en het corrigeren van marktfalen — is het essentieel om te bepalen welke vorm van regulering deze doelen kan realiseren. Het kwantificeren van economische efficiëntieverbeteringen is echter lastig in financiële markten, waar immateriële factoren zoals vertrouwen een cruciale rol spelen. Daarom stellen regelgevers doorgaans specifieke doelstellingen vast om economische efficiëntie na te streven in financiële marktregulering, zoals marktefficiëntie, marktintegriteit en financiële stabiliteit. Ook in de context van benchmarks worden deze doelstellingen nagestreefd.¹⁶ Door te bepalen hoe deze doelstellingen moeten worden geïnterpreteerd in relatie tot benchmarks, kan men vaststellen wat economisch efficiënt is binnen benchmarkregulering. Risico’s voortvloeiend uit benchmarkmisbruik of suboptimaal gebruik dienen te worden erkend als ‘economisch inefficiënt’ of ‘marktfalen’, terwijl de voordelen van correct

16 Zij bijvoorbeeld Considerans (3) MAR: ‘Benchmarks zijn van cruciaal belang voor de prijsstelling van grensoverschrijdende transacties en bevorderen zo de goede werking van de interne markt voor een veelheid aan financiële instrumenten en diensten. (...)’. Considerans (1) MAR: ‘Om die reden is het noodzakelijk om de nauwkeurigheid, degelijkheid en integriteit van benchmarks en het benchmarkvaststellingsproces te waarborgen.’

gebruik als ‘economisch efficiënt’ moeten worden beschouwd. Een ideale vorm van benchmarkregulering zou dus risico’s minimaliseren en voordelen maximaliseren. Dit onderzoek beoogt inzichten te bieden in benchmarkregulering die in lijn zijn met dit ideaalbeeld. Daarnaast zal het een eerste diepgaande analyse bieden van het positieve recht inzake de regulering van financiële benchmarks in de EU en de VS. Tevens bevat het onderzoek een uitgebreide beschrijving van het begrip financiële benchmark en een analyse van de voordelen en risico’s van benchmarks in het licht van de regulatoire doelstellingen binnen financiële regulering.

Gelet op de bovenstaande problemen en de potentiële voordelen van een ideale vorm van financiële benchmarkregulering luidt de centrale vraag van deze dissertatie:

“Hoe zouden financiële benchmarks moeten worden gereguleerd?”

Een allesomvattend antwoord op deze centrale onderzoeksvraag vereist inzicht in financiële marktregulering, financiële benchmarks, de bijbehorende risico’s en voordelen, en de huidige vormen van benchmarkregulering. Daarnaast is inzicht nodig in hoe financiële benchmarks idealiter zouden moeten worden gereguleerd. Daarom wordt de centrale vraag ondersteund door de volgende deelvragen:

1. Wanneer is regulering noodzakelijk in financiële markten?
2. Wat zijn financiële benchmarks?
3. Wat zijn de voordelen en risico’s van financiële benchmarks?
4. Wat zijn de huidige vormen van benchmarkregulering in de EU en de VS?
5. In hoeverre kunnen de huidige reguleringsvormen in de EU en de VS de risico’s minimaliseren en de voordelen maximaliseren van financiële benchmarks?
6. Wat zou de ideale aanpak zijn voor de regulering van financiële benchmarks?

Hoofdstuk 2 beantwoordt de vraag wanneer regulering noodzakelijk is in financiële markten. Dit hoofdstuk begint met een overzicht van algemene economische reguleringstheorieën, waarbij twee hoofdstromingen worden onderscheiden: positieve theorieën, die de gevolgen van regulering analyseren, en normatieve theorieën, die proberen efficiënte reguleringsaanpakken vast te stellen. Vervolgens wordt de *public interest* theorie besproken die de basis vormt voor financiële regulering, evenals de normatieve benadering die dit onderzoek wil volgen. De *market failure* theorie, die zich met name richt op economische efficiëntie en marktfalen, wordt besproken en toegespitst op financiële markten die vatbaar zijn voor falen vanwege onvolledige informatie. Dit leidt tot de identificatie van twee centrale doelstellingen voor financiële benchmarkregulering: marktefficiëntie en marktintegriteit. Beide doelstellingen worden uitgebreid besproken voordat dit onderzoek

voor elk een werkdefinitie biedt. Voor het doel marktefficiëntie blijkt dat een omvattend begrip inzichten uit zowel de efficiënte markthypothese ("EMH") als de *behavioral finance* hoek vereist. Dit onderzoek formuleert een werkdefinitie van marktefficiëntie als: 'een markt gekenmerkt door lage transactiekosten en accurate prijsvorming.' Voor marktintegriteit blijkt de essentie te liggen in het analyseren van gevallen van marktmisbruik en de verschillende rechtvaardigingsgronden voor regulering. Dit onderzoek formuleert een werkdefinitie van marktintegriteit als: 'een markt die gelijke toegang tot informatie en maatschappelijk aanvaardbare uitkomsten waarborgt.'

Hoofdstuk 3 geeft antwoord op de vraag wat financiële benchmarks zijn. Het eerste deel is gewijd aan het definiëren van financiële benchmarks. Het beschrijft algemeen het concept 'financiële benchmark', bespreekt de benchmarkindustrie en analyseert enkele formele definities van financiële benchmarks. Op basis hiervan formuleert dit onderzoek de volgende werkdefinitie voor een financiële benchmark: 'Elke enkele waarde die financiële informatie uitdrukt, geheel of gedeeltelijk verkregen door periodieke berekening of beoordeling, gebruikt voor de waardering van financiële producten of diensten.' Deze werkdefinitie bestaat uit twee elementen: de benchmarkwaarde en de benchmarkfunctie. Het tweede deel van dit hoofdstuk gaat dieper in op de benchmarkwaarde. Hierbij worden indexen, tarieven en waardes als typische voorbeelden gegeven en worden de algemene stappen in het benchmarkcreatieproces nader toegelicht. Ook worden veelvoorkomende misvattingen over de benchmarkmethodologie besproken. Het derde deel gaat in op de benchmarkfunctie en bespreekt hoe benchmarkwaarden worden gebruikt voor waardering van producten en diensten, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen 'zachte' gebruiksfuncties (zoals informeren) en 'harde' gebruiksfuncties (zoals het bepalen van prijzen en uitbetalingsbedragen en prestatiemeting).

Hoofdstuk 4 bespreekt de voordelen en risico's van benchmarks. Het eerste deel richt zich op de voordelen van benchmarks. Alleen al de aanwezigheid van een benchmark stelt marktdeelnemers in staat te profiteren van de voordelen die de informatieve functie biedt. Bij harde functies zoals prijsstelling en prestatiemeting leveren benchmarks extra voordelen. Het tweede deel richt zich op de risico's van benchmarks. Het bekendste risico is manipulatie. Benchmarks zijn kwetsbaar voor manipulatie vanwege diverse vatbaarheidsfactoren, en kunnen doorgaans met subtiële handelingen worden gemanipuleerd. Andere risico's van benchmarks zijn misrepresentatie en discontinuïteit, die vaak voortkomen uit onderliggend marktfalen in de markt voor benchmarks. Het laatste deel analyseert hoe de voordelen en risico's zich verhouden tot reguleringsdoelen zoals marktefficiëntie en marktintegriteit, en ontwikkelt algemene principes om voordelen te maximaliseren en risico's te minimaliseren. Deze principes zullen in latere hoofdstukken worden gebruikt om de EU- en VS-regelgeving te beoordelen.

Hoofdstuk 5 richt zich op de huidige vormen van benchmarkregulering in de EU en beantwoordt deels de vierde deelvraag van dit onderzoek:

“Wat zijn de huidige vormen van benchmarkregulering in de EU en de VS?” Het onderzoekt de eerste reactie van de EU op manipulatieschandalen: een expliciet verbod op benchmarkmanipulatie in de MAR. Deze verordening richt zich vooral op marktintegriteit en is de meest recente versie van de EU-marktmisbruikregels. De MAR breidt het manipulatieverbod uit naar benchmark gerelateerde gedragingen. De MAR voorziet in publieke handhaving, terwijl de CSMAD minimumstrafrechtelijke sancties biedt. Het tweede deel bespreekt de introductie van de BMR als reactie op manipulaties, met als doel nauwkeurigheid, robuustheid en integriteit van benchmarks te waarborgen. De BMR bevat vereisten voor verschillende typen benchmarks, hun beheerders, contribuanten en gebruikers. Vooral de verplichting voor gebruikers om alleen benchmarks te gebruiken die zijn opgenomen in het ESMA-register heeft grote impact. Niet-naleving leidt tot bestuursrechtelijke sancties. Het laatste deel onderzoekt andere voor benchmarks relevante EU-wetgeving: MiFID II, MiFIR, EMIR, REMIT, UCITS-richtlijn en de Prospectusverordening.

Hoofdstuk 6 behandelt de huidige vormen van benchmarkregulering in de VS en beantwoordt daarmee het andere deel van de vierde deelvraag. Dit hoofdstuk bespreekt eerst de kern van marktmisbruikwetgeving in de VS, inclusief de ontwikkeling, het belang van rechtszaken en de focus op fraude. De Securities Exchange Act van 1934 (“SEA”) en de Commodities Exchange Act van 1936 (“CEA”) zijn hierin leidend. Het tweede deel van dit hoofdstuk bespreekt de SEA, relevant als een benchmark de prijs van een ‘security’ bepaalt. Sectie 9(a) verbiedt expliciet een aantal vormen van marktmanipulatie, terwijl Sectie 16 handel met voorwetenschap aanpakt. De impliciete verboden op vormen van marktmisbruik zijn ontwikkeld via Sectie 10(b) en SEC Rule 10b-5. Hoewel deze bepalingen veelvuldig zijn toegepast in handavingsprocedures gericht tegen fraude gebaseerde vormen van marktmisbruik, zijn ze minder geschikt zijn voor manipulatie zonder frauduleus karakter. Verder blijkt dat succesvolle handhaving afhangt van betrokkenheid van de SEC. Het derde deel bespreekt de CEA, van toepassing bij benchmarks die de prijs van een ‘commodity’ bepalen. De CEA kent directe en expliciete marktmisbruikverboden in Sectie 4(c)(a) en 9(a)(2) voor marktmanipulatie, en Sectie 9(c)-(e) voor handel met voorwetenschap. Daarnaast heeft de Dodd-Frank Act de CFTC bredere handavingsbevoegdheden gegeven die hebben geleid tot CFTC Rule 180.1. Deze is sterk vergelijkbaar met SEC Rule 10b-5. Hoewel de CFTC een aantal grote successen heeft geboekt met schikking in zaken betreffende benchmarkmanipulatie, is de toepassing van de bepalingen en verboden op vormen van benchmarkmanipulatie nog niet getoetst door een rechter.

Hoofdstuk 7 heeft een dubbele doelstelling. De eerste doelstelling is om antwoord te geven op de vijfde deelvraag van dit onderzoek: “In welke mate kunnen de huidige vormen van regulering in de EU en de VS de risico’s van financiële benchmarks minimaliseren en de voordelen maximaliseren?” De tweede doelstelling van dit hoofdstuk is om de sterke en zwakke punten van de huidige vormen van benchmarkregulering van

beide jurisdicties met elkaar te vergelijken. Het eerste deel van dit hoofdstuk gaat in op de eerste doelstelling en behandelt de juridische kaders van beide rechtsgebieden en beoordeelt hun vermogen om misbruik te minimaliseren en optimaal gebruik te maximaliseren. Deze analyse bestaat uit twee fasen. De eerste fase onderzoekt het vermogen van elk benadering om misbruik te minimaliseren. Dit hangt af van het vermogen om (i) gewenst gedrag (gebruik) van ongewenst gedrag (misbruik) te onderscheiden, en (ii) prikkels voor misbruik te beperken. De tweede fase beoordeelt het vermogen van elk benadering om optimaal gedrag te maximaliseren. Dit hangt af van het vermogen om (i) de negatieve effecten van maatregelen tegen misbruik te beperken, en (ii) prikkels voor optimaal gedrag te stimuleren. Het tweede deel van dit hoofdstuk richt zich op de tweede doelstelling en behandelt de verschillen in benaderingen, onderliggende theorieën, en respectieve sterktes en zwaktes. De behandeling van deze twee doelstellingen heeft geleid tot de volgende conclusies.

Ten aanzien van het vermogen van beide benaderingen om misbruik van gebruik te onderscheiden, constateert dit onderzoek dat beide benaderingen vergelijkbare vormen van benchmarkmanipulatie verbieden. De verschillende juridische kaders en onderliggende theorieën resulteren echter in verschillende manieren om deze verboden vorm te geven. De EU heeft een specifiek verbod op benchmarkmanipulatie opgenomen in de MAR en vertrouwt voornamelijk op wetgevende maatregelen om marktpartijen vooraf context te bieden. De duidelijkheid en uniformiteit van haar marktmisbruikregime, die rechtszekerheid bieden, vormen de sterke punten van de EU-benadering. De zwaktes omvatten minder flexibiliteit, meer definitieve verboden die voorspellingen van wetgevers of toezichthouders vereisen om open normen in te vullen, en de onderontwikkeling van het verbod op benchmarkmanipulatie. De VS daarentegen vertrouwt op handhavingsmaatregelen en rechterlijke interpretaties om benchmarkmanipulatie onder verschillende bestaande verboden te laten vallen, met een grotere nadruk op handhavingspraktijken. De grotere reeks van verboden en de flexibiliteit in de toepassing daarvan zijn sterke punten van de Amerikaanse aanpak. De voornaamste zwaktes zijn het gefragmenteerde karakter van het Amerikaanse regime en de focus op fraude.

Bij het beoordelen van het beperken van prikkels voor misbruik stelt dit onderzoek vast dat er verschillen zijn in het vermogen van de benaderingen om vatbaarheden van benchmarks aan te pakken, waarbij de VS een klein voordeel lijkt te hebben. Het belangrijkste verschil ligt echter in de strategieën. De EU probeert kwetsbaarheden preventief aan te pakken via de BMR. Deze benadering versterkt het begrip en bewustzijn rondom benchmarks en hun risico's, en verhoogt de verantwoordelijkheid van beheerders. Toch verliest deze aanpak het hoofddoel van het tegengaan van manipulatie uit het oog, mist het de noodzakelijke concreetheid om vatbaarheden van benchmarks effectief te minimaliseren, en is het begrip over de vatbaarheden van benchmarks achterhaald. De VS volgt een op handhaving gebaseerde aanpak om misbruik van kwetsbaarheden te bestraffen

bij gebrek aan een vergelijkbaar regelgevend kader. Deze benadering focust direct op het bestrijden van benchmarkmanipulatie, is flexibel, kostenefficiënt en gericht op specifieke kwetsbaarheden. Toch ontmoedigt zij de creatie van robuuste benchmarks niet en is zij afhankelijk van de discretie van handhavingsinstanties.

Wat betreft het vermijden van negatieve effecten en het stimuleren van optimaal gedrag, blijkt verrassend genoeg dat noch de EU noch de VS expliciet onderliggend marktfalen adresseert dat optimaal gedrag verhindert. De EU tracht via de BMR de benchmarkmarkt te versterken, maar gaat niet in op het gebrek aan mededinging en het publieke-goedkarakter van benchmarks. Sommige BMR-maatregelen kunnen bestaand marktfalen zelfs verergeren. Hoewel het moeilijk is om voor de EU-aanpak een positief effect op benchmarkgebruik te zien, kan een voorschrijvend kader marktvertrouwen wekken. Deze aanpak vergroot echter ook bestaand marktfalen en vermindert prikkels voor marktoplossingen. De VS 'kiest' voor een passieve aanpak: zij probeert het benchmarkprobleem niet actief op te lossen, maar daardoor zijn er ook geen maatregelen die onbedoeld de situatie verslechteren. Hoewel deze aanpak niets doet om optimaal gedrag te bevorderen, behoudt zij wel de mogelijkheid voor marktgedreven oplossingen. Door geen alternatief voor de BMR te bieden, kan het de beheerders die niet daartoe verplicht zijn toch aansporen om de maatregelen van de BMR die marktfalen verergeren te implementeren.

Hoofdstuk 8 beantwoordt de vraag: "Wat zou de ideale benadering zijn voor de regulering van financiële benchmarks?" De ideale benadering wordt gedefinieerd als het regelgevend kader dat misbruik minimaliseert en optimaal gebruik maximaliseert. De analyse wat de ideale benadering zou zijn volgt dezelfde structuur zoals de fasen en stappen gevolgd in Hoofdstuk 7.

Het eerste deel van dit hoofdstuk onderzoekt de ideale benadering om misbruik te minimaliseren. De ideale vorm van benchmarkregulering onderscheidt gebruik van misbruik met een verbodsstructuur die de meeste vormen van manipulatie bestrijkt. Om de ideale verbodsstructuur te bepalen, zal dit onderzoek vooral kijken naar de vraag of het verbod als 'regel' of 'standaard' moet worden opgesteld. De analyse toont aan dat een regelstructuur met een algemene omschrijving, die ten minste breed genoeg is om de vijf manipulatieve gedragingen geïdentificeerd in dit onderzoek te ondervangen, optimaal is. Daarnaast zou de ideale regulering de prikkels voor misbruik minimaliseren via een handhavingsvorm die het risico op manipulatie het beste beperkt. Om de ideale handhavingsvorm vast te stellen, worden drie dimensies onderzocht: het tijdstip van ingrijpen, de sanctievorm en de verdeling tussen private en publieke handhaving. De ideale timing is ex-post, waarbij misbruik achteraf wordt bestraft. De ideale sancties bestaan uit geldboetes en gevangenisstraf. De optimale verdeling neigt naar private handhaving door de beheerder, aangevuld met publieke handhaving door een toezichthouder.

Het tweede deel van dit hoofdstuk bespreekt de ideale benadering

voor het maximaliseren van optimaal gedrag. De ideale regulering pakt het gebrek aan mededinging aan en adresseert het publieke-goedkarakter van benchmarks zonder het gebruik van benchmarks te beperken. Volgens deze analyse bestaat de optimale aanpak uit marktgedreven mechanismen waarbij gebruikers betalen voor benchmarks, bijvoorbeeld via voordelen voor betalende partijen of door niet-betalen onaantrekkelijk te maken. Om imperfecte mededinging aan te pakken, zijn maatregelen nodig die mededinging op basis van incompatibiliteit bevorderen.

Hoofdstuk 9 doet op basis van de voorgaande hoofdstukken aanbevelingen voor het verbeteren van bestaande juridische kaders en sluit het onderzoek af. Hoofdstuk 9 behandelt de centrale onderzoeksvraag: "Hoe moeten financiële benchmarks worden gereguleerd?" Het biedt een alomvattende benadering met focus op twee fasen: het minimaliseren van misbruik en het maximaliseren van optimaal gedrag. Per fase worden ideale benaderingen en concrete aanbevelingen voor verbetering in de betrokken rechtsgebieden gegeven.

Het eerste deel doet aanbevelingen voor het minimaliseren van misbruik. Effectieve regulering moet misbruik expliciet verbieden en onderscheid maken tussen gewenst gebruik en misbruik. Aanbevolen wordt om één expliciet verbod op benchmarkmanipulatie in te voeren, gestructureerd als een algemene regel met de vijf vormen van manipulatieve handeling geïdentificeerd in dit onderzoek als voorbeelden. Verder moeten prikkels voor misbruik worden beperkt via robuuste handhaving. Dit betekent nadruk op ex-post handhaving met boetes en gevangenisstraffen, rekening houdend met de vatbaarheden van benchmarks. Beheerders moeten verplicht worden om vatbaarheden van hun benchmarks te beperken. Een hogere maximale gevangenisstraf dan voor andere vormen van marktmisbruik wordt aanbevolen. Ook wordt aanbevolen om een publieke handhavingsinstantie aan te wijzen en private handhaving via procedurele versoepelingen te bevorderen.

Het tweede deel van dit hoofdstuk doet aanbevelingen voor het maximaliseren van optimaal gedrag. Hiervoor is het essentieel om negatieve effecten van maatregelen tegen misbruik te vermijden en prikkels voor optimaal gedrag te vergroten. Aanbevolen wordt om specifieke maatregelen met mogelijke antimededdingsgevolgen te vermijden. Voor het publieke-goedkarakter van benchmarks moet marktwerking worden gestimuleerd, met bijvoorbeeld prijsmechanismen. Voor het gebrek aan mededinging moeten maatregelen die incompatibele mededinging en productdifferentiatie tussen benchmarkbeheerders worden bevorderd.

Door zich zowel op het minimaliseren van misbruik als het maximaliseren van optimaal gebruik te richten, beogen deze aanbevelingen een gebalanceerd regelgevend kader te creëren dat de efficiëntie en integriteit van de financiële markten, inclusief de benchmarkmarkt, bevordert. Implementatie van deze voorstellen kan de effectiviteit van benchmarkregulering verbeteren en verstoringen minimaliseren.