



**RÅDET FOR
DEN EUROPÆISKE UNION**

**Bruxelles, den 20. september 2010 (05.10)
(OR. en)**

**Interinstitutionel sag:
2010/0251 (COD)**

**13840/10
ADD 2**

**EF 115
ECOFIN 539
CODEC 870**

FØLGESKRIVELSE

fra: Jordi AYET PUIGARNAU, direktør, på vegne af generalsekretæren for Europa-Kommissionen
modtaget den: 17. september 2010
til: Pierre de BOISSIEU, generalsekretær for Rådet for Den Europæiske Union

Vedr.: KOMMISSIONENS ARBEJDSDOKUMENT
SAMMENDRAG AF KONSEKVENSANALYSEN
Ledsagedokument til forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING om short selling og visse aspekter af credit default swaps

Hermed følger til delegationerne Kommissionens dokument - SEK(2010) 1056.

Bilag: SEK(2010) 1056



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 15.9.2010
SEK(2010) 1056

KOMMISSIONENS ARBEJDSDOKUMENT

SAMMENDRAG AF KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING

OM SHORT SELLING OG VISSE ASPEKTER AF CREDIT DEFAULT SWAPS

{KOM(2010) 482 endelig}
{SEK(2010) 1055}

1. AFGRÆNSNING AF PROBLEMET

Da finanskrisen var på sit højeste i efteråret 2008, traf kompetente myndigheder i USA og i flere EU-medlemsstater ekstraordinære foranstaltninger for at begrænse eller forbyde short selling for visse eller alle aktier. Dette skete på grund af bekymringer om, at short selling i en tid med manglende finansiell stabilitet forværrede faldet i aktiekurserne, især i finansielle institutioner, på en måde, der i sidste ende kunne true deres overlevelsesmuligheder og skabe systemiske risici. Medlemsstaterne traf forskellige foranstaltninger, fordi EU ikke har en specifik lovgivningsmæssig ramme for behandling af spørgsmål vedrørende short selling.

I marts 2010 udtrykte nogle regeringer også bekymring med hensyn til den mulige rolle, som derivattransaktioner, og især credit default swaps (CDS), spillede i forbindelse med græske statsobligationer. En række medlemsstater har indført midlertidige eller permanente begrænsninger på nationalt niveau for short selling og CDS.

Short selling er salg af et værdipapir, som sælgeren ikke ejer, med den hensigt at købe et identisk værdipapir tilbage på et senere tidspunkt for at kunne levere værdipapiret. Det kan inddeles i to typer: "dækket" short selling, hvor sælgeren har foretaget dispositioner for at låne værdipapirerne inden short selling-tidspunktet, og "udækket" short selling, hvor sælgeren ikke på tidspunktet for short selling har lånt værdipapirerne. En kort nettoposition kan, ud over ved short selling på spotmarkederne, opnås ved brug af derivater, hvad enten de handles på eller uden for børsene.

En credit default swap (CDS) er et derivat, der fungerer som en form for forsikring mod risikoen for kreditmisligholdelse i forbindelse med en erhvervs- eller statsobligation. Mod en årlig præmie er køberen af en CDS beskyttet af sælgeren mod risikoen for en given referenceenheds misligholdelse. I tilfælde af referenceenhedens misligholdelse betaler sælgeren af beskyttelsen køberen instrumentets pariværdi mod at få det fysiske referencedokument udleveret. Afviklingen kan dog også ske kontant.

1.1. Risiko for negativ kursspiral

Short selling kan føre til en mere effektiv kursdannelse, fordi kurserne på værdipapirer så ikke kun afspejler de mest optimistiske investorers synspunkter. Imidlertid er der, især på kriseramte markeder med mangel på finansiell tillid, en risiko for, at short selling skaber det indtryk, at udbuddet på markedet er større, end det egentlig er, og derved ansporer andre til at sælge ("flokmentalitet"). Dette kan føre til et unormalt stort pres nedad på værdipapirkurserne. Risikoen for, at en negativ kursspiral bliver selvopfyldende og fører til kaos på markedet og endda systemiske risici, er tilsynsmyndighedernes største bekymring med hensyn til short selling.

Derivattransaktioner som CDS kan, ud over til short selling på spotmarkederne, også bruges til at sikre en økonomisk kort position. Køb af en CDS uden at besidde en underliggende forsikringsmæssig interesse ("udækket CDS") svarer økonomisk til short selling af en obligation, da køberen får en fordel, hvis kursen på CDS'en går op. Flere regeringer og tilsynsmyndigheder i Europa har udtrykt bekymring med hensyn til CDS'er og deres samspil med obligationsmarkederne samt frygt for, at dette kan give forkeret kursdannelse på obligationsmarkederne og dermed betyde større offentlige finansieringsomkostninger.

1.2. Risiko for manglende afvikling i forbindelse med udækket short selling

Risikoen for, at sælgeren ved short selling ikke kan levere aktierne til køberen på afviklingsdatoen, samt en risiko for øget kursvolatilitet er de vigtigste risici, som nogle tilsynsmyndigheder forbinder med udækket short selling. Data om manglende afvikling er meget begrænsede, men tyder på et lavt niveau i Europa. De fleste tilsynsmyndigheder sagde enten, at de har ringe erfaring med udækket short selling og dermed forbundne afviklingsproblemer, eller at risiciene var begrænsede og kunne håndteres ved hjælp af disciplin ved afvikling. Nogle tilsynsmyndigheder bemærker imidlertid en risiko for manglende afvikling samt en risiko for øget kursvolatilitet i forbindelse med udækket short selling, som bør håndteres. Disse tilsynsmyndigheder udtrykte bekymring om, at udækket short selling i ekstreme tilfælde kan lægge et enormt pres på aktiekurserne, hvilket kan bringe stabiliteten i det finansielle system i fare. Det skyldes, at udækket short selling sætter sælgeren i stand til, i princippet, at sælge et ubegrænset antal aktier på meget kort tid, da de ikke først skal låne eller lokalisere aktierne.

1.3. Mangel på gennemsigtighed

I de fleste EU-medlemsstater findes der ikke i øjeblikket krav om offentliggørelse af short selling- eller CDS-transaktioner, så disse medlemsstater har ikke direkte adgang til oplysninger om korte positioner i deres jurisdiktioner. Dog har en række medlemsstater indført forskellige krav om offentliggørelse af short selling. Tilsynsmyndigheder har udtrykt bekymring om, at denne situation gør det vanskeligt for dem at opdage en akkumulering af positioner, der kan have konsekvenser for markedsstabiliteten. Videregivelse til tilsynsmyndigheden kan gøre det nemmere for tilsynsmyndighederne at bestemme, hvornår dette finder sted, og virke afskrækkende med hensyn til aggressive strategier, der kunne bidrage til kaos på markederne.

Der er også en risiko for informationsasymmetrier mellem velorienterede sælgere, der indgår i short selling, og andre, mindre velinformede markedsdeltagere. Offentliggørelse til markedet giver andre markedsdeltagere oplysninger om de kursbevægelser, som disse sælgere forventer, og dette kan give en mere effektiv kursfastsættelse. Gennemsigtighed til markedet ville også sikre, at flere oplysninger om investorernes syn på et bestemt værdipapir ville blive tilgængelige for alle investorer.

Nogle tilsynsmyndigheder har også udtrykt bekymring om, at spekulanter kan presse kurserne på statsobligationer ned ved hjælp af CDS. Disse tilsynsmyndigheders bekymring er, at manglen på oplysninger om statsobligationsderivater og obligationstransaktioner gør det vanskeligere for dem at opdage en akkumulering af positioner, der kan forårsage manglende finansiell stabilitet, og eventuelt markedsmisbrug.

1.4. Tilsynsarbitrage og øgede omkostninger til regeloverholdelse

Medlemsstaternes fragmenterede reaktioner på problemer i forbindelse med short selling giver plads til tilsynsarbitrage, fordi investorerne muligvis forsøger at omgå restriktionerne i én jurisdiktion ved at gennemføre transaktionerne i en anden. Dette fragmenterede tilsyn kan også føre til øgede omkostninger til regeloverholdelse for markedsdeltagerne, især de deltagere, der opererer på flere markeder, og som har implementeret forskellige systemer for at opfylde forskellige krav i forskellige medlemsstater.

2. GRUNDLINJESCENARIET OG NÆRHEDSPRINCIPPET

Hvis der ikke sker en indsats på fællesskabsplan, vil de ovenfor beskrevne problemer sandsynligvis fortsætte uden en koordineret reaktion, og de vil forekomme igen i fremtiden. Kommissionen mener, at de foreslåede løsninger er i overensstemmelse med nærhedsprincippet. For det første fordi der er en reel risiko for, at nationale indgreb over for short selling og CDS bliver omgået eller er virkningsløse, hvis der ikke handles på fællesskabsplan. For det andet er sådanne ukoordinerede foranstaltninger også mere omkostningstunge for markedsdeltagerne. Endelig er visse aspekter af denne problemstilling allerede delvist dækket af gældende EU-ret, især markedsmisbrugsdirektivet, gennemsigtighedsdirektivet og direktivet om markeder for finansielle instrumenter. Et forslag om short selling og de gældende retsakter bør derfor komplementere hinanden.

3. MÅL

I lyset af ovennævnte risici og problemer er de generelle mål med lovgivningsforslaget om short selling at reducere risiciene for den finansielle stabilitet, systemiske risici og risici for markedsintegriteten, der skyldes short selling, samt at hindre markedsfragmentering og dermed øge det interne markeds effektivitet.

For at nå disse generelle mål er det nødvendigt at gennemføre følgende, mere specifikke politiske mål:

- 1) Reducere risiciene for negative kursspiraler, der opstår som følge af korte positioner (herunder positioner, der opnås via CDS)
- 2) Øge gennemsigtigheden for korte positioner (herunder positioner, der opnås via CDS)
- 3) Reducere afviklingsrisici i forbindelse med "udækket" short selling

- 4) Reducere spillerummet for tilsynsarbitrage og omkostninger til regeloverholdelse.

4. POLITISKE LØSNINGSMODELLER

De politiske løsningsmodeller er grupperet efter de operationelle mål, der følger af ovennævnte specifikke mål.

4.1. Politiske løsningsmodeller, der skal sikre, at tilsynsmyndigheder har klare beføjelser til at begrænse eller forbyde short selling eller CDS på kriseramte markeder

- 1) Model 1 – ikke at foretage sig noget på EU-plan.
- 2) Model 2 – at indføre beføjelse til nationale kompetente myndigheder til midlertidigt at begrænse short selling i et finansielt instrument, der er optaget til handel på et organiseret marked, hvis kurs er faldet med en angivet kvantitativ tærskel, f.eks. 10 % (afbrydelse af børshandelen).
- 3) Model 3 – at indføre en regel, der forbyder short selling af et finansielt instrument, som er optaget til handel på et organiseret marked, undtagen til en kurs, der ligger over den kurs, instrumentet sidst er handlet til, eller til den sidst handlede kurs, hvis kursen var højere end kursen i den foregående handel (kursstigningsregel).
- 4) Model 4 – at indføre et forbud mod "udækket CDS" (dvs. at indgå i en CDS-kontrakt uden at have en underliggende forsikringsmæssig interesse). Forenelig med 2 og 3.
- 5) Model 5 – give nationale kompetente myndigheder beføjelse til midlertidigt at begrænse eller forbyde short selling af nogle eller alle finansielle instrumenter eller CDS-transaktioner i ekstraordinære situationer, koordineret af ESMA i overensstemmelse med artikel 6a, stk. 5, i forordning ??/EF vedrørende oprettelse af ESMA, uden at dette berører ESMA's beføjelser i henhold til artikel 10 i denne forordning. Forenelig med 2, 3 og 4.
- 6) Model 6 – at indføre et permanent forbud mod short selling af alle finansielle instrumenter, der kan være genstand herfor. Forenelig med 4.
- 7) Model 7 – at indføre permanente begrænsninger af eller forbud mod CDS. Forenelig med 2, 3 og 6.

4.2. Politiske løsningsmodeller, der skal sikre, at tilsynsmyndigheder og markeder får oplysninger om korte positioner (herunder gennem CDS).

- 1) Model 1 – ikke at foretage sig noget på EU-plan.
- 2) Model 2 – at indføre et system med mærkning af short selling-transaktioner, så tilsynsmyndighederne kan bestemme, hvilke transaktioner der er "lange", og hvilke der er "korte".

- 3) Model 3 – meddelelse om korte positioner til tilsynsmyndigheden. Forenelig med 2.
- 4) Model 4 – offentliggørelse af korte positioner. Forenelig med 2 og 3.
- 5) Model 5 – samlet offentliggørelse af korte positioner (dvs. investorers individuelle korte positioner offentliggøres ikke). Forenelig med 2, 3 og 4.
- 6) Model 6 – offentliggørelse af individuelle, betydelige korte nettopositioner. Forenelig med 2, 3 og 4.
- 7) Model 7 – fritagelse fra krav om offentliggørelse for market making-aktiviteter og visse aktiviteter på det primære marked. Forenelig med 2-6.

4.3. Politiske løsningsmodeller, der sikrer visse krav i handelssystemet og styrker afviklingsdisciplinen

- 1) Model 1 – ikke at foretage sig noget på EU-plan.
- 2) Model 2 – at indføre et krav om, at inden en person indgår i en short selling-transaktion, skal den pågældende have lånt aktien, indgået en aftale om lån af aktien eller foretaget andre dispositioner, som sikrer, at værdipapiret kan lånes på afviklingstidspunktet (lokaliseringsregel).
- 3) Model 3 – at indføre EU-regler om afviklingsdisciplin, således at personer, der beskæftiger sig med short selling, som resulterer i manglende levering, kan imødesee en passende straf, med dækningskøb og bøder i tilfælde af manglende afvikling. Forenelig med 2.
- 4) Model 4 – at indføre et forbud mod udækket short selling.
- 5) Model 5 – fritagelse for market making-aktiviteter og visse primære markedsoperationer. Forenelig med 2, 3 og 4.

4.4. Politiske løsningsmodeller, der sikrer en koordineret reaktion fra EU's medlemsstater på short selling og CDS

Dette mål bør opfyldes af de tre ovennævnte kategorier af målrettede modeller. Derudover bør valget af lovgivningsmæssigt instrument være rettet mod at sikre koordinerede nationale reaktioner.

5. VURDERING OG SAMMENLIGNING AF LØSNINGSMODELLERNE

De forskellige løsningsmodeller blev undersøgt ud fra et kriterium om deres virkning og effektivitet med hensyn til opfyldelse af de relaterede mål. Sammenligningen af politiske løsningsmodeller førte til følgende konklusioner:

- *Klare beføjelser*: Den foretrukne model er en kombination af model 5 (beføjelser i krisesituationer) og model 2 (afbrydelse af børshandelen). En kombination af de to modeller vil give tilsynsmyndighederne et instrument til at indføre et kortvarigt forbud mod short selling på organiserede markeder i tilfælde af et betydeligt

kursfald og desuden give dem mulighed for at indføre et midlertidigt forbud af længere varighed, som også inkluderer derivater, i tilfælde af en ekstraordinær situation.

- *Gennemsigthed*: Den foretrukne model er en kombination af model 2, 3, 4, 6 og 7. Ved at kombinere model 3 og 4 opnås målet om gennemsigthed for både tilsynsmyndigheder og markedet fuldt ud. Desuden vil en højere tærskel for offentliggørelse til markedet reducere en eventuel indvirkning på likviditeten, samtidig med at tilsynsmyndighederne får de oplysninger, de har brug for. Model 6 (individuel offentliggørelse) bør også være en del af den foretrukne model, da den opfylder målene bedre, fordi den giver markedet mere detaljeret gennemsigthed. Model 2 (mærkning) vil komplementere offentliggørelse meget effektivt, fordi tilsynsmyndighederne får oplysninger i realtid om alle korte positioner og derved indfanges intradagpositioner, som gør håndhævelse nemmere. Endelig vil model 7 (fritagelse for marked making-aktiviteter og aktiviteter på det primære marked) sikre, at disse aktiviteter vigtige funktion ved tilvejebringelse af likviditet kan fortsætte, hvilket vil reducere offentliggørelsens eventuelle indvirkning på likviditeten.
- *Afviklingsdisciplin*: Den foretrukne model er en kombination af model 2, 3 og 5. Ved at kombinere model 2 og 3 opnås en forstærkning af afviklingsdisciplinen både via krav til handelssystemet og via dækningskøbprocedurer og bøder, og derved opfyldes det relaterede operationelle mål særdeles effektivt. Ved at kombinere model 5 med model 2 og 3 reduceres den potentielle negative indvirkning på likviditeten af en harmoniseret fritagelse for marked making. Den potentielle tilsynsarbitrage og omkostninger i forbindelse med regeloverholdelse vil ligeledes blive reduceret via forskellige fritagelser på tværs af EU.
- *Koordineret reaktion*: Et ikke-lovgivningsmæssigt samarbejde er opgivet, fordi det ikke ville være en effektiv løsning på ukoordinerede nationale tiltag, der giver plads til tilsynsarbitrage og højere omkostninger i forbindelse med regeloverholdelse. En forordning bør foretrækkes frem for et direktiv, da den vil gælde med det samme og sikre ensartede regler i hele EU. Samtidig vil de, der er omfattet af dens bestemmelser, kunne støtte sig til den med det samme.

6. DE FORETRUKNE LØSNINGSMODELLERS INDVIRKNINGER

	Indvirkning på interessenter	Virkning	Effektivitet
Model 2 + 5 (afbrydelse af børshandelen og beføjelser i ekstraordinære situationer)	<p>(+++) Tilsynsmyndigheder får beføjelser til at forbyde short selling/CDS i ekstraordinære situationer og kortvarigt</p> <p>(+++) Udstederens aktiekurs kan understøttes af et midlertidigt forbud mod short selling på kriseramte markeder</p> <p>(0) Regeringer: reduceret volatilitet på markederne for statsobligationer, men risiko for negativ indvirkning på likviditeten</p> <p>(- -) Finansielle institutioner kan opleve midlertidige begrænsninger med hensyn til short selling & omkostninger til regeloverholdelse</p>	<p>(+++) Opfylder mål 1 fuldt ud</p> <p>(+++) Mål 4: opfyldt fuldt ud</p> <p>(+++) Undgår unødvendigt negativ indvirkning på markedseffektiviteten</p>	<p>(-) Reducerede omkostninger til regeloverholdelse pga. koordineret EU-indsats. Evt. indvirkning på likviditeten er midlertidig.</p>
Model 2 + 3 + 4 + 6 + 7	(+++) Tilsynsmyndigheder: fuld	(+++) Mål 2: opfyldt	(-) Løbende omkostninger

<p>(mærkning, meddelelse til tilsynsmyndigheder og offentliggørelse til markedet af korte nettopositioner, med fritagelse for market makers og primary market dealers)</p>	<p><i>gennemsigtighed for korte positioner</i> <i>(+++)</i> Udstedere: adgang til oplysninger om betydelige korte positioner og fuld gavn af den likviditet, market makers giver <i>(+++)</i> Individuelle investorer: informationsasymmetrier er fjernet og likviditet fra market makers opretholdes <i>(+++)</i> Regeringer: likviditet i statsobligationer er ikke forringet <i>(-)</i> Finansielle institutioner: omkostninger til regeloverholdelse og sandsynlig reduktion af short selling for at undgå offentliggørelse, men market making-aktiviteter kan fortsætte</p>	<p><i>fuldt ud</i> <i>(+++)</i> Mål 4: opfyldt fuldt ud <i>(++)</i> Begrænser unødvendigt negativ indvirkning på markedseffektiviteten</p>	<p><i>til regeloverholdelse. Indvirkning på markedslivligheden reduceres af tærskler og fritagelse</i></p>
<p>Model 2 + 3 + 5 (lokaliseringsregel og afviklingsdisciplin med fritagelse for market makers og primary market dealers)</p>	<p><i>(+++)</i> Tilsynsmyndigheder kan indføre sanktioner mod udækket short selling <i>(+++)</i> Udstedere: antallet af aktier, der er genstand for short selling, kan ikke overstige antallet af udstedte aktier eller aktier, der kan lånes. Likviditeten forringes ikke pga. market maker-fritagelse <i>(+++)</i> Regeringer: antallet af statsobligationer, der er genstand for short selling, kan ikke overstige antallet af udstedte aktier eller aktier, der kan lånes. Likviditeten forringes ikke pga. market maker-fritagelse <i>(+)</i> Nogle finansielle institutioner skal måske tilpasse deres regeloverholdelsessystemer, men market making fritages</p>	<p><i>(++)</i> Mål om reducere af afviklingsrisikoen nås vha. regler for handelssystemet og afviklingsdisciplinen <i>(+++)</i> Mål 4: opfyldt fuldt ud <i>(+)</i> Bidrager til en reduktion af risikoen for negative kursspiraler</p>	<p><i>(-)</i> Nogle løbende omkostninger til regeloverholdelse selv om mange allerede anvender lokaliseringsregel. Indvirkning på likviditeten reduceres af market maker-fritagelse</p>

7. TILSYN OG EVALUERING

Kommissionen vil overvåge, hvordan medlemsstaterne anvender de ændringer, der foreslås i lovgivningsinitiativet vedrørende short selling. Evalueringen af lovgivningen kan ske tre til fem år efter dens ikrafttræden i form af en rapport til Rådet og Parlamentet om hensigtsmæssigheden af rapporterings- og offentliggørelsestærsklerne.