

Nærheds- og grundnotat til Folketingets
Europaudvalg

11. november 2010

**Forslag til Europa-Parlamentet og Rådets forordning vedrørende
regulering af short selling og credit default swaps – KOM (2010)
0482.**

Resumé

Kommissionen har fremsat et forslag til forordning vedrørende regulering af short selling og visse aspekter vedrørende handel med credit default swaps (CDS'er).

De overordnede mål med forordningen er at sikre et velfungerende finansielt marked samt forbedre forbruger- og investorbekyttelsen og reducere risici forbundet med short selling og CDS'er. Dette sker gennem en koordineret EU-indsats med harmoniserede regelrammer for tiltag i forhold til short selling og CDS'er. Derudover skaber forordningen gennemsigtighed om short selling. Endelig forbydes såkaldt "naked" short selling af aktier og statsgældsinstrumenter.

Forslaget indebærer endvidere, at tilsynsmyndighederne både på nationalt- og EU-niveau får klare beføjelser til at gribe ind over for short selling og handel med CDS'er i ekstraordinære tilfælde. Samtidig skal forordningen sikre en effektiv koordination mellem medlemsstaterne og den nye europæiske tilsynsmyndighed på værdipapirområdet (ESMA) vedrørende tilsynet med short selling og handel med CDS'er.

1. Baggrund og indhold

Kommissionen fremlagde den 15. september 2010 et forslag til forordning vedrørende regulering af short selling og credit default swaps (CDS'er).

Det overordnede formål med forordningen er at sikre ensartede regler om short selling i aktier, statsgældsinstrumenter og CDS'er.

Short selling dækker over et salg af finansielle aktiver, som sælger ikke selv ejer. Short selling kan eksempelvis ske ved, at en markedsdeltager for en periode låner en konkret aktiebeholdning af en investor mod en betaling. Aktierne sælges herefter på markedet. På det tidspunkt, hvor markedsdeltageren er forpligtet til at tilbagelevere de lånte aktier, køber markedsdeltageren aktier i markedet.

Hvis det er gået som forventet, og kursen er faldet, kan aktierne nu købes billigere. Aktierne afleveres tilbage til investor, og markedsdeltageren har herved tjent kursforskellen mellem salgs- og købstidspunktet. Short selling kan også medføre tab for markedsdeltageren, hvis aktierne er steget på tidspunktet, hvor de tilbagekøbes.

Short selling er en almindelig og etableret praksis i de fleste finansielle markeder. Typisk sker short selling i aktier, men kan også forekomme i andre værdipapirer.

På højdepunktet af den finansielle krise i september 2008 vedtog flere EU-medlemsstater, herunder Danmark, samt USA en række nødforanstaltninger med henblik på at begrænse eller forbyde short selling i visse eller alle typer af værdipapirer.

Baggrunden herfor var bekymringen for, at short selling kunne forværre de nedadgående aktiepriser, især i finansielle aktier, på en måde som kunne true virksomhedernes levedygtighed og skabe systemiske risici. Foranstaltningerne var forskellige, da der ikke var EU-regler om short selling.

I Danmark findes i dag fortsat et forbud mod short selling i aktier udstedt af pengeinstitutter. Forbuddet blev indført i forbindelse med den generelle statsgaranti (Bankpakke 1) for at sikre den finansielle stabilitet, mindske uroen på aktiemarkederne og undgå kortsigtet spekulation i kursfald, der kan have en selvforstærkende virkning.

Ved credit default swap (CDS) forstås normalt en kontrakt, hvor køberen af CDS'en foretager en række løbende indbetalinger til sælgeren og til gengæld får én stor udbetaling i tilfælde af, at modpart i relation til et underliggende kreditinstrument (typisk en obligation eller lån) går konkurs. En CDS kan således ses som en forsikring mod kreditors betalingsstandsning.

I forbindelse med gældskrisen i Grækenland i foråret 2010 påpegede en række medlemslande, herunder Tyskland, Frankrig, Grækenland og Luxembourg, betydningen af CDS'er og deres mulige medvirken til presset på Grækenland. Bekymringen var, at de finansielle markeder med deres handel med CDS'er spekulerede i en græsk statsbankerot, hvilket drev renten på græske statsobligationer op og betød højere finansieringsomkostninger for den græske stat. Disse lande gjorde det klart, at man ønsker øget transparens på disse markeder, og at der skal tages initiativ til fælles EU-regler, såfremt der ses spekulative forhold i relation til handel med CDS'er i relation til statsobligationer.

Forordningen øger gennemsigtigheden vedrørende short selling på de finansielle markeder. Dette sker ved at stille krav om offentliggørelse af korte nettopositioner i aktier (dvs. aktiehandler med formodning om, at markedet falder). Der stilles krav om, at meddelelse om short selling i aktier sker til den relevante kompetente myndighed (i Danmark Finanstil-

synet), hvis den korte position udgør mellem 0,2 % og 0,5 % af aktiekapitalen i den pågældende virksomhed. Korte positioner, der udgør mere en 0,5 % af aktiekapitalen i den pågældende virksomhed, skal offentliggøres til markedet. Efterfølgende fald eller stigninger på 0,1 % skal også offentliggøres.

”Naked” short selling er en form for short selling, hvor sælgeren på tidspunktet for salget ikke har lånt de aktier, der sælges, eller har sikret sig, at de kan lånes.

Forordningen forbyder naked short selling af aktier og statsgældsinstrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet.

Forordningen stiller endvidere krav om meddelelse af korte positioner i statsgældsinstrumenter og CDS'er for statsgældsinstrumenter til tilsynsmyndighederne. De nærmere grænseværdier herfor fastsættes af Kommissionen. Der indføres ikke krav om oplysning til markedet for denne type af handler.

Forordningen indeholder desuden oplysningskrav vedr. korte positioner i CDS'er for statsgældsinstrumenter, dvs. køb af CDS'er for statsgældsinstrumenter, hvor køber ikke samtidig ejer det underliggende statsgældsinstrument, og dermed ikke er direkte eksponeret for kreditrisikoen ved det pågældende statsgældsinstrument. De nærmere grænser for oplysningskravene fastsættes af Kommissionen.

Market making (prisstillere på markedet¹) er undtaget fra kravene i forordningen, idet Kommissionen vurderer, at det er et centralt element i at sikre likviditeten på det europæiske marked.

En kommerciel markedsplads skal have etableret regler, der giver mulighed for at forbyde et medlem af markedspladsen at foretage yderligere short selling, så længe medlemmet ikke har afviklet tidligere short selling positioner.

Forordningen giver endvidere de kompetente nationale myndigheder og ESMA (European Securities and Markets Authority) hjemmel til midlertidigt at forbyde eller fastsætte betingelser i relation til short selling eller andre transaktioner, der giver en økonomisk fordel i tilfælde af, at der sker et fald i prisen eller værdien af et finansielt instrument. Ligeledes kan de kompetente myndigheder midlertidigt begrænse handel med CDS'er for statsgældsinstrumenter udstedt af en EU-medlemsstat eller af EU. Hjemlen kan dog kun benyttes i situationer, hvor den finansielle stabilitet eller tilliden til markedet er truet.

¹ En prisstiller, er en person, der på de finansielle markeder og på et kontinuerligt grundlag, er villig til at handle for egen regning ved at købe og sælge værdipapirer fra egenbeholdningen til priser som personen selv fastsætter.

Medlemsstaternes kompetente myndigheder får med forordningen hjemmel til midlertidigt at forbyde short-selling i finansielle instrumenter i tilfælde af et betydeligt kursfald (10 % eller mere). Det skal gøre det muligt at gribe ind i en meget kort periode, når det er hensigtsmæssigt, for at sikre, at short selling ikke bidrager til et forstyrrende fald i kursen på det pågældende instrument. Denne bemyndigelse udløses af objektive kriterier og kræver ikke en vurdering af, om den finansielle stabilitet eller markedstilliden er alvorligt truet.

Forordningen giver ESMA en koordinerende rolle i relation til de foranstaltninger, som de enkelte medlemsstater kan iværksætte i krisesituationer.

2. Europa-Parlamentets holdning

Europa-Parlamentet har endnu ikke startet behandlingen af forordningen vedrørende short selling og CDS'er, men vil efter al sandsynlighed starte behandlingen inden udgangen af 2010.

Europa-Parlamentet har tidligere udtalt ønske om regulering af short selling og CDS'er. Bl.a. i en resolution fra juni 2010 vedr. Kommissionens meddelelse om sikkerhed og effektivitet i derivathandel samt konkret i forbindelse med direktivforslag vedrørende regulering af kapital- og hedgefonde. Så det er forventningen, at Europa-Parlamentet vil støtte op om Kommissionens forslag.

3. Nærhedsprincippet

Det er Kommissionens vurdering, at målene med forordningsforslaget ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemsstaterne alene. Målene med forslaget opnås derfor bedst på fællesskabsniveau.

Baggrunden er, at short selling i værdipapirer kan ske uanset, hvor værdipapirerne er optaget til handel. Der er derfor en reel risiko for, at nationale regler om short selling er ineffektive og kan omgås. Derfor er det vigtigt med en fælles europæisk koordineret indsats.

Det er den danske regerings foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da ensartede konkurrencevilkår og forbrugerbeskyttelse i EU samt øget grænseoverskridende konkurrence fordrer fælles regler. Den danske regering vurderer ligeledes, at det er nødvendigt for stabiliteten på de finansielle markeder, at der bliver vedtaget et fælles europæisk regelsæt på dette område.

4. Gældende dansk ret

Der findes i dag et forbud mod short selling i aktier udstedt af pengeinstitutter. Forbuddet blev indført i forbindelse med den generelle statsgaranti

(Bankpakke 1) for at sikre den finansielle stabilitet, mindske uroen på aktiemarkederne og undgå kortsigtet spekulation i kursfald, der kan have en selvforstærkende virkning.

Økonomi- og erhvervsministeren har den 9. november 2010 fremsat et lovforslag, der giver Finanstilsynet hjemmel til at fastsætte oplysningskrav og øvrige vilkår om short selling.

5. Høring

Forslaget har været sendt i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor med høringsfrist den 6. oktober 2010.

Generelle bemærkninger

Finansrådet, Børsmæglerforeningen, Dansk Aktionærforening, Realkreditforeningen, Realkreditrådet og Nationalbanken er enige om, at der ikke er dokumentation for så omfattende regulering af short selling, som Kommissionen lægger op til. Dansk Aktionærforenings bemærkninger går på naked short selling.

Finansrådet, Børsmæglerforeningen, Realkreditforeningen, Realkreditrådet og Nationalbanken er alle enige om, at det er vigtigt at anerkende short sellings positive effekter på værdipapirmarkedernes effektivitet.

Finansrådet, Børsmæglerforeningen og Nationalbanken mener, i det omfang det kan dokumenteres, at det er nødvendigt med en regulering af short selling, at det er afgørende, at der er tale om et harmoniseret EU-regelsæt..

Nationalbanken mener ikke, at der er et dokumenteret behov for regulering af short selling på statspapirmarkedet. For Danmarks vedkommende er short selling en central mekanisme til at afdække risici. Dette skyldes, at obligationsserierne generelt er mindre likvide, og markedet derfor vanskeligere kan absorbere store flows.

Nationalbanken finder, at øget gennemsigtighed kan have sin berettigelse ved offentliggørelse til de offentlige myndigheder, mens muligheden for forbud bør begrænses mest muligt, så længe effekten ikke er veldokumenteret. Regulering af short selling bør derfor kun omfatte øgede transparenskrav. Nationalbanken peger her på, at en undersøgelse af forud mod short selling i 30 lande under finanskrisen viste, at den tilsigtede effekt på aktiepriserne udeblev (med undtagelse af USA), mens likviditeten i de berørte aktier blev mærkbart forværret.

Ydermere påpeger Nationalbanken, at en ny regulering af short selling ikke bør sigte på at forhindre aktiviteter, som allerede er omfattet af de eksisterende regler om markedsmisbrug.

Konkrete bemærkninger

Realkreditforeningen og Realkreditrådet understreger, at det er af afgørende betydning, at udstedere af danske realkreditobligationer fortsat kan lade short selling indgå som en del af den normale forretningsmodel. Realkreditforeningen og Realkreditrådet er i den forbindelse usikre på, hvorvidt realkreditobligationer er omfattet af forordningen.

Realkreditforeningen og Realkreditrådet påpeger, at short selling er nødvendig for at optimere effektiviteten af det danske realkreditsystem, hvilket igen er til fordel for kunderne. Et forbud vil derfor nødvendiggøre en undtagelse i de tilfælde, hvor short selling finder sted i forbindelse med handel med obligationer som et led i belåning af fast ejendom, eller i forbindelse med handel med de bagvedliggende obligationsporteføljer.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen støtter ikke, at sælger skal markere (flagge) sine ordrer, når de sendes til en markedsplads. Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder kravet både formålsløst, omkostningstungt og forbundet med betydelige operationelle risici.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at det foreslåede markeringskrav kan være direkte skadeligt. Handelspladsen skal dagligt opsummere og offentliggøre en oversigt over omfanget af short selling ordrer. Det kan virke selvforstærkende på markedet og kan derved skabe en negativ kursspiral for den/de pågældende værdipapirer.

I forordningen er der et krav om offentliggørelse af short selling positioner fra 0,5 % af det berørte selskabs aktiekapital og efterfølgende hver 0,1 %. Finansrådet og Børsmæglerforeningen påpeger, at disse lave procentsatser vil resultere i et stort antal offentliggørelser, der ikke bibringer markedet tilstrækkelig relevant information.

Desuden er det helt centralt for Finansrådet og Børsmæglerforeningen, at der ikke kræves identitet mellem det shortede værdipapir og det lånte/reserverede værdipapir. Ønsket er i stedet en tilstrækkelig grad af korrelation, da det fortsat skal være muligt at hedge i bred forstand. F.eks. ved afdekning af en position i danske statsobligationer ved salg af tyske statsobligationer.

Afslutningsvis er Finansrådet og Børsmæglerforeningen bekymrede for konsekvenserne ved, at en kommerciel handelsplads får bemyndigelse til at forhindre et medlem af den pågældende handelsplads i at indgå yderligere short selling positioner, såfremt det pågældende medlem ikke afvikler tidligere indgåede short selling positioner på den pågældende handelsplads.

Nationalbanken påpeger, at Kommissionen lægger op til at undtage primary dealere fra forslaget. I den anledning bemærker Nationalbanken, at primary dealere er et mere snævert begreb end market makers. Market makers kan have et behov for at benytte short selling og bør derfor undtages. Herudover

ønsker Nationalbanken, at afdækning af eksponering af et lands statspapir, med short selling af statspapirer udstedt af et andet land, undtages fra forslaget.

Desuden mener Nationalbanken, at regulering i forslaget, der vanskeliggør brugen af CDS og derved reducerer muligheden for at afdække modpartsrisiko, ikke skal være en del af Kommissionens forslag.

6. Forhandlingssituationen

De fleste medlemslande er enige i formålet med forordningen om at indføre harmoniserede regler på EU-plan for at forbedre gennemsigtigheden og reducere risici i forhold til short selling og credit default swaps. På nuværende tidspunkt har der været afholdt to møder i rådsregi.

Flere lande er ikke overbeviste om, at der er et dokumenteret behov for så omfattende regulering af short selling og CDS'er, som Kommissionen foreslår. Dette gælder i særdeleshed i forhold til ESMA's mulighed for at gribe ind overfor short selling, hvilket flere lande finder udelukkende skal være et nationalt anliggende. Mange lande er endvidere skeptiske overfor, at statsgæld skal omfattes af reglerne. Andre lande mener, at den foreslåede regulering af short selling og CDS'er er nødvendig for at stabilisere de finansielle markeder.

7. Foreløbig dansk holdning

Regeringen støtter generelt, at der indføres fælles europæisk regulering af short selling.

Regeringen finder dog, at der ikke på nuværende tidspunkt er dokumenteret behov for de omfattende krav til offentliggørelse og så vidtgående begrænsninger på anvendelse af CDS'er og af naked short selling til risikoafdækning, som er indeholdt i forslaget. Sådanne begrænsninger kan resultere i risiko for mindre likviditet på markederne og unødvendigt store administrative byrder for erhvervslivet.

Fra dansk side støttes og arbejdes der videre for, at der etableres en generel fast minimumsgrænse for størrelsen af transaktioner, som skal offentliggøres. Danmark arbejder for, at grænserne for offentliggørelse forhøjes.

Danmark arbejder for, at det fastholdes, at market making undtages fra reguleringen.

Danmark arbejder for en præcisering i betragtningerne (præamblen) af, at realkreditobligationer ikke er omfattet af reguleringen.

8. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser

De nationale regler om short selling skal ophæves, når forordningen træder i kraft. Der skal samtidig indføres regler for sanktioner mv. Forordningen vil også medføre et øget ressourcebehov for Finanstilsynet til brug for overvågning af reglernes overholdelse. Det er normal praksis, at sådanne omkostninger finansieres af de finansielle virksomheder under tilsyn

9. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Kommissionen lægger vægt på, at forslaget vil fremme den finansielle stabilitet, idet short selling og CDS'er ifølge Kommissionen kan medvirke til at øge presset på aktiekurserne i nedgangsperioder og dermed være medvirkende til at skabe systemiske risici. Der foreligger imidlertid ikke nærmere dokumentation for effekten på finansiell stabilitet af oplysningskrav eller forbud vedr. short selling og CDS'er.

Kommissionen lægger vægt på, at der skal være tale om et balanceret udspil, således at fordelene ved short selling ikke overses, for eksempel at short selling kan medvirke til at skabe likviditet og kan indgå i strategier for hedging og risikostyring, som i sig selv kan understøtte finansiell stabilitet.

10. Administrative og økonomiske konsekvenser for erhvervslivet

Kommissionen stiller nye rapporteringskrav for at sikre, at myndighederne og markedet får tilstrækkelig information om korte positioner. Kommissionen har estimeret, at engangsomkostningen for hele EU i form af nye rapporteringssystemer er i størrelsesordenen 137 millioner euro. Løbende omkostninger estimeres til 13,7 millioner euro om året. Omkostningsniveauet er estimeret for aktier, men for obligationer vil det være på et tilsvarende niveau.

11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europeudvalg

Forslaget har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europeudvalg.