

**SV**

**SV**

**SV**



EUROPEISKA KOMMISSIONEN

Bryssel xxx  
SEK(2010) xxx

**KOMMISSIONENS ARBETSDOKUMENT**  
**SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSPANALYSEN**

**Följedokument till**

**förslaget till**

**EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING**  
**OM BLANKNING OCH VISSA ASPEKTER AV KREDITSWAPPAR**

## 1. PROBLEMDEFINITION

När finanskrisen kulminerade hösten 2008 antog behöriga myndigheter i Förenta staterna och i flera EU-medlemsstater extraordinära åtgärder för att begränsa eller förbjuda blankning i vissa eller alla aktier. De handlade av oro för att blankning i en tid av betydande finansiell instabilitet skulle förvärra den nedåtgående prisspiralen för aktier, särskilt i finansiella institutioner, på ett sätt som till sist skulle kunna hota institutionernas bärkraft och skapa systemrisk. De åtgärder som medlemsstaterna antog varierade eftersom Europeiska unionen saknar ett särskilt regelverk för att hantera frågor som gäller blankning.

I mars 2010 framförde en del regeringar farhågor om den roll som derivattransaktioner, särskilt creditswappar, kunde spela i samband med priserna på grekiska statsobligationer. Ett antal medlemsstater antog tillfälliga eller permanenta restriktioner på nationell nivå för blankning och creditswappar.

Blankning är en operation som innebär att en säljare säljer ett värdepapper som säljaren inte äger i avsikt att köpa tillbaka ett identiskt värdepapper vid en senare tidpunkt för att då kunna leverera värdepapperet. Blankningar kan delas upp i två typer: blankningar med täckning där säljaren har avtalat om att låna värdepapper före försäljningen och ”naken” blankning där säljaren inte har lånat värdepapper när blankningen sker. Förutom blankning på kontantmarknader kan också en kort nettoposition åstadkommas med hjälp av derivat, om dessa handlas på börser eller på OTC-marknaden.

En creditswapp är ett derivat som fungerar som en form av försäkring mot risken för att ett företag eller en regering inställer betalningarna. I utbyte mot en årspremie skyddar säljaren köparen av creditswappen mot risken för kreditförlust för en given referensentitet. Om referensentiteten leder till förlust ska skyddssäljaren betala köparen det nominella värdet av instrumentet i utbyte mot den fysiska leveransen av referensinstrumentet, men avvecklingen kan också ske kontant.

### 1.1. Risken för negativa prisspiraler

Blankning kan leda till en mer effektiv prisbildning genom att förhindra att priserna på värdepapper avspeglar enbart de mest optimistiska investerarnas åsikter. Men särskilt på förlustmarknader utan finansiellt förtroende finns det risk för att blankning skapar intrycket att det finns större efterfrågan på marknaden än vad som faktiskt är fallet och därigenom ger incitament till andra att sälja (”flockbeteende”). Detta kan leda till stark prispress på värdepapper. Risker för att negativa prisspiraler blir självuppfyllande, vilket kan leda till marknadsstörningar och även till systemrisk, är den främsta anledningen till tillsynsmyndigheternas farhågor när det gäller blankning.

Förutom blankning på kontantmarknader kan derivattransaktioner som creditswappar även användas för att säkra en kort position. Att köpa en creditswapp utan att ha ett underliggande försäkringsbart intresse (”nakna” creditswappar) motsvarar ekonomiskt en blankning av en obligation, eftersom köparen gör en vinst om priset på creditswappen stiger. Flera regeringar och tillsynsmyndigheter i Europa har uttryckt oro över creditswappar och deras samspel med obligationsmarknaderna och

befarat att creditswappar kan leda till felaktig prissättning på obligationsmarknaderna och därigenom till högre finansieringskostnader för regeringarna.

## **1.2. Risken för utebliven avveckling i samband med naken blankning**

Risken för att blankare inte klarar att leverera aktierna till köparna på avvecklingsdagen samt risken för ökad prisvolatilitet är de huvudrisker som vissa tillsynsmyndigheter förknippar med naken blankning. Uppgifterna om uteblivna avvecklingar är mycket begränsade men tyder på låga nivåer i Europa. Majoriteten av tillsynsmyndigheterna sade antingen att de hade liten erfarenhet av naken blankning eller relaterade avvecklingsproblem, eller att riskerna var begränsade och kunde stävjas genom avvecklingsdisciplin. Vissa tillsynsmyndigheter såg dock risker för utebliven avveckling samt större risk för prisvolatilitet med nakna blankningar som borde åtgärdas. Dessa tillsynsmyndigheter framförde oro över att nakna blankningar i extremfall kan leda till ett enormt tryck på aktiepriserna, vilken kan hota det finansiella systemets stabilitet. Detta beror på att nakna blankningar gör det möjligt för säljare att i princip sälja ett obegränsat antal aktier under en mycket kort tidsperiod eftersom de inte först behöver låna eller lokalisera aktierna.

## **1.3. Bristande insyn**

I de flesta EU-medlemsstaterna finns det för närvarande inga informationskrav för blankningar eller creditswappstransaktioner. Dessa medlemsstater har således ingen direkt tillgång till uppgifter om korta positioner som innehas inom deras jurisdiktioner. Till följd av finanskrisen har dock ett antal medlemsstater infört olika informationskrav för blankningar. Tillsynsmyndigheterna har framfört oro över att bristen på insyn gör det svårt för dem att upptäcka ackumulering av positioner som kan få konsekvenser för marknadsstabiliteten. Ett krav på anmälan till tillsynsmyndigheterna skulle göra det lättare för myndigheterna att upptäcka när detta inträffar så att de kan förhindra aggressiva strategier som kan medföra marknadsstörningar.

Det finns också risk för informationsasymmetrier mellan informerade blankare och andra sämre informerade marknadsaktörer. Ett offentliggörande till marknaden ger information till andra marknadsaktörer om de prisrörelser som blankarna förväntar sig, vilket kan förbättra effektiviteten i prisbildningen. Öppenhet för marknaden skulle också göra att mer information om investerarnas uppfattningar om ett visst värdepapper blir tillgänglig för alla investerare.

Farhågor har också framförts av vissa tillsynsmyndigheter om att spekulerare pressar ned priserna på statsobligationer genom att använda creditswappar. Det som tillsynsmyndigheterna oroar sig över är att i avsaknad av information om transaktioner i derivat och statsobligationer blir det svårare för dem att upptäcka ackumulering av positioner som kan leda till finansiell instabilitet samt tänkbart marknadsmissbruk.

## **1.4. Regleringsarbitrage och ökade kostnader för att följa regelverket**

De fragmenterade reaktionerna från medlemsstaterna på frågor som gäller blankning lämnar utrymme för regleringsarbitrage. Investerare kan försöka kringgå restriktionerna i en jurisdiktion genom att genomföra transaktionerna i andra jurisdiktioner. Den splittrade lagstiftningen kan också leda till att marknadsaktörerna

får ökade kostnader för att följa regelverket. Detta gäller särskilt aktörer som är verksamma på flera marknader och som måste inrätta skilda system för att uppfylla krav som varierar mellan medlemsstaterna.

## 2. HUVUDSCENARIOT OCH SUBSIDIARITET

Om inga åtgärder vidtas på EU-nivå är det sannolikt att de ovannämnda problemen kvarstår utan en samordnad insats och att de återkommer i framtiden. Europeiska kommissionen anser att de lösningar som föreslås överensstämmer med subsidiaritetsprincipen. För det första därför att det finns en verklig risk för att de nationella reaktionerna på blankning och kreditwappar kringgås i avsaknad av åtgärder på EU-nivå. För det andra är icke samordnade åtgärder mer kostsamma för marknadsaktörerna. Slutligen omfattas vissa aspekter av frågan redan delvis av EU:s regelverk, bland annat: direktivet om marknadsmissbruk, transparensdirektivet och direktivet om marknader för finansiella instrument. Följaktligen torde ett förslag om blankning och dessa befintliga rättsakter komplettera varandra.

## 3. MÅL

Mot bakgrund av ovanstående risk- och problemanalys är de allmänna målen för lagstiftningsförslaget om blankning att minska riskerna för finansiell instabilitet, systemriskerna och riskerna för marknadsintegriteten av blankning och förhindra marknadsfragmentering för att därigenom öka den inre marknadens effektivitet.

För att uppnå dessa allmänna mål behöver följande mer specifika politiska mål uppnås:

- (1) Minska riskerna för negativa prisspiraler som uppkommer från korta positioner (inklusive sådana som erhålls via kreditwappar).
- (2) Öka öppenheten om korta positioner (inklusive sådana som erhållits via kreditwappar).
- (3) Minska avvecklingsrisken i samband med nakna blankningar.
- (4) Minska omfattningen av regleringsarbitrage och kostnaderna för att följa regelverket.

## 4. POLITISKA ALTERNATIV

De politiska alternativen grupperas efter de operativa mål som härleds från ovannämnda specifika mål.

### 4.1. Politiska alternativ för att se till att tillsynsmyndigheterna har klara befogenheter att begränsa eller förbjuda blankning eller kreditwappar på förlustmarknader

- (1) Alternativ 1 – inte vidta några åtgärder på EU-nivå.

- (2) Alternativ 2 – införa befogenheter för nationella behöriga myndigheter att tillfälligt begränsa blankning av finansiella instrument som tas upp till handel på en organiserad marknad vars pris har fallit med en angiven kvantitativ tröskel, t.ex. 10 procent ("börsstopp").
- (3) Alternativ 3 – införa en regel som förbjuder blankning av finansiella instrument som handlas på en organiserad marknad förutom till ett pris över det senaste handlade priset på instrumentet, eller det senaste handlade priset om det priset var högre än priset under föregående handel (en uppgångsregel).
- (4) Alternativ 4 – införa ett förbud mot "nakna" kreditswappar (dvs. ingåendet av kreditswappsavtal utan att ha några underliggande försäkringsintressen). Förenligt med 2 och 3.
- (5) Alternativ 5 – bevilja nationella behöriga myndigheter befogenheter att tillfälligt begränsa eller förbjuda blankning i vissa eller alla finansiella instrument eller kreditswappstransaktioner under exceptionella omständigheter med samordning av ESMA i enlighet med artikel 6a.5 i förordning ??/EG om inrättandet av ESMA och utan att det inskränker ESMA:s befogenheter enligt artikel 10 i den här förordningen. Förenligt med 2, 3 och 4.
- (6) Alternativ 6 – införa ett permanent förbud mot blankning av alla finansiella instrument som kan blankas. Förenligt med 4.
- (7) Alternativ 7 – införa permanenta restriktioner eller förbud mot kreditswappar. Förenligt med 2, 3 och 6.

#### **4.2. Politiska alternativ för att se till att tillsynsmyndigheter och marknader får information om korta positioner (inklusive via kreditswappar).**

- (1) Alternativ 1 – inte vidta några åtgärder på EU-nivå.
- (2) Alternativ 2 – införa ett system för flaggning av blankningstransaktioner så att tillsynsmyndigheterna kan identifiera vilka transaktioner som är "långa" och vilka som är "korta".
- (3) Alternativ 3 – anmälan av korta positioner till tillsynsmyndigheten. Förenligt med 2.
- (4) Alternativ 4 – offentliggörande av korta positioner. Förenligt med 2 och 3.
- (5) Alternativ 5 – aggregerat offentliggörande av korta positioner (dvs. investerarnas enskilda korta positioner offentliggörs inte). Förenligt med 2, 3 och 4.
- (6) Alternativ 6 – offentliggörande av betydande enskilda korta nettositioner. Förenligt med 2, 3 och 4.
- (7) Alternativ 7 – undantag från informationskravet för marketmakerfunktioner och vissa primära marknadsoperationer. Förenligt med 2–6.

#### **4.3. Politiska alternativ för att se till att handelsplatsen uppfyller vissa krav och för att förstärka avvecklingsdisciplinen**

- (1) Alternativ 1 – inte vidta några åtgärder på EU-nivå.
- (2) Alternativ 2 – införa ett krav att före en blankning måste en person ha lånat aktien, ingått ett avtal om att låna aktien eller andra avtal som säkerställer att han kommer att kunna låna aktien vid avvecklingstidpunkten (lokaliseringsregel).
- (3) Alternativ 3 – införa EU-regler om avvecklingsdisciplin som beivrar att personer träffar avtal om blankning utan att leverera värdepapperen, med uppköpsförfaranden och böter vid utebliven avveckling. Förenligt med 2.
- (4) Alternativ 4 – införa ett förbud mot naken blankning.
- (5) Alternativ 5 – undantag för marketmakerfunktioner och vissa primära marknadsoperationer. Förenligt med 2, 3 och 4.

#### **4.4. Politiska alternativ för att trygga en samordnad reaktion bland EU-medlemsstaterna på blankning och kreditswappar**

Detta mål bör uppnås genom de ovannämnda tre kategorierna av målalternativ. Dessutom bör valet av rättsligt instrument också ha som mål att trygga samordnade nationella reaktioner.

### **5. UTVÄRDERING OCH JÄMFÖRELSE AV ALTERNATIV**

De olika politiska alternativen testades mot kriterierna för effektivitet och ändamålsenlighet i att uppnå de berörda målen. Jämförelsen av politiska alternativ leder till följande slutsatser:

- *Klara befogenheter*: det föredragna alternativet är en kombination av alternativ 5 (befogenheter i nödsituationer) och alternativ 2 (börsstopp). En kombination av de båda alternativen skulle ge tillsynsmyndigheten medel att införa ett kortsiktigt förbud mot blankning på organiserade marknader vid ett betydande prisfall samt möjlighet att införa ett tillfälligt men längre förbud även för derivat under exceptionella omständigheter.
- *Insyn*: det föredragna alternativet är en kombination av alternativen 2, 3, 4, 6 och 7. Genom att kombinera alternativen 3 och 4 skulle målet om insyn för både tillsynsmyndigheter och marknad uppfyllas helt. Dessutom skulle en högre tröskel för offentliggörande till marknaden dämpa effekterna på likviditeten samtidigt som man ser till att tillsynsmyndigheterna får de uppgifter som de behöver. Alternativ 6 (enskild anmälan) bör ingå i det föredragna alternativet eftersom det uppfyller målen mer fullständigt genom att ge marknaden mer detaljerad insyn. Alternativ 2 (flaggning) skulle mycket effektivt komplettera offentliggörandet genom att ge tillsynsmyndigheterna information i realtid om alla korta positioner och därmed fånga positionsförändringarna från dag till dag och hjälpa tillsynsmyndigheterna i tillsynen. Alternativ 7 slutligen (med undantag för marketmakerfunktionen och primära marknadsoperationer) skulle trygga att de

berörda aktiviteternas viktiga funktion att tillhandahålla likviditet också skulle kunna fortsätta, vilket skulle dämpa eventuella konsekvenser på likviditeten av öppenheten.

- *Avvecklingsdisciplin*: det föredragna alternativet är en kombination av alternativen 2, 3 och 5. Om alternativen 2 och 3 kombineras, förstärks avvecklingsdisciplinen av kraven på handelsplatsen samt av uppköpsförfaranden och böter, och därmed skulle motsvarande operativa mål mycket effektivt uppnås. Genom att kombinera alternativ 5 med alternativ 2 och 3 skulle de eventuella negativa konsekvenserna på likviditeten dämpas genom ett harmoniserat undantag för marketmakerfunktionen, och det skulle även minska risken för regleringsarbitrage och kostnaderna för att följa ett regelverk med olika undantag inom EU.
- *Samordnad insats*: ett samarbete i andra former än genom lagstiftning avvisas eftersom det inte skulle ge en tillräcklig effektiv lösning på okoordinerade nationella åtgärder som lämnar utrymme för regleringsarbitrage och leder till högre kostnader för att följa regelverket. En förordning är att föredra framför ett direktiv eftersom en förordning är omedelbart tillämplig, vilket garanterar enhetliga regler inom hela EU och att de som berörs av förordningens bestämmelser omedelbart omfattas av dem.

## 6. KONSEKVENSER AV DE FÖREDRAGNA ALTERNATIVEN

	Konsekvenser för berörda	Effektivitet	Ändamålsenlighet
<b>Alternativ 2 + 5</b> (börstopp och befogenheter under exceptionella omständigheter)	(+++) tillsynsmyndigheter får befogenheter att förbjuda blankning/kreditswappar under exceptionella omständigheter och på kort sikt  (+++) emittenters aktiepris kan stödjas genom ett tillfälligt förbud mot blankning på förlustmarknader  (0) regeringar: minskad volatilitet på marknaden för statsobligationer men risk för negativa effekter på likviditeten  (- -) finansiella institutioner kan tillfälligt förhindras att blanka och få ökade kostnader för att följa regelverket	(+++) Mål 1 uppfylls helt (+++) Mål 4 uppfylls helt (+++) undviker onödigt negativa effekter på marknadseffektiviteten	(-) minskade kostnader för att följa regelverket tack vare en samordnad EU-strategi; eventuellt temporära effekter på likviditeten
<b>Alternativ 2+ 3 + 4 +6 + 7</b> (flaggning, anmälan till tillsynsmyndighet och offentliggörande till marknaden av enskilda korta nettpositioner med undantag för marknadsgaranter och vissa primära marknadsaktörer)	(+++) tillsynsmyndigheter: full insyn om korta positioner (+++) emittenter: tillgång till uppgifter om betydande korta positioner och full fördel av den likviditet som marknadsgaranterna tillhandahåller  (+++) enskilda investerare: informationsasymmetrier undanröjs och den likviditet som tillhandahålls av marknadsgaranterna bibehålls  (+++) regeringar: likviditeten för statsobligationer försämras inte  (-) finansiella institutioner: kostnaden för att följa regelverket minskar sannolikt blankning för att undvika offentliggörande, men marketmakerfunktionen kan fortsätta	(+++) Mål 2: uppfylls helt (+++) Mål 4: uppfylls helt (++) begränsar onödigt negativa effekter på marknadseffektiviteten	(-) löpande kostnader för att följa regelverket; konsekvenser för marknadslikviditeten dämpas av trösklar och undantag
<b>Alternativ 2+3+5</b> (lokaliseringsregel och	(+++) tillsynsmyndigheter: kan beivra naken blankning (+++) emittenter: antalet blankade	(++) Målet att minska avvecklingsrisken uppnås genom regler på	(-) vissa löpande kostnader för att följa regelverket även om

<b>avvecklingsdisciplin med undantag för marknadsgaranter och primära marknadsaktörer)</b>	<i>aktier får inte överskrida antalet emitterade eller tillgängliga för lån, likviditeten påverkas inte på grund av undantaget för marknadsgaranterna (+++) regeringar: antalet blankade statsobligationer kan inte överskrida antalet emitterade eller tillgängliga för lån, likviditeten påverkas inte på grund av undantaget för marknadsgaranterna (+ ) vissa finansiella institutioner kan vara tvungna att anpassa sina system för efterlevnad av regelverket, men undantag för marketmakerfunktionen</i>	<i>handelsplatsen och avvecklingsdisciplin (+++) Mål 4: uppfylls helt (+) Bidrar till att minska risken för negativa prisspiraler</i>	<i>många redan tillämpar lokaliseringsregeln; konsekvenser för likviditeten dämpas av undantaget för marknadsgaranterna</i>
--	---	---	---

## 7. TILLSYN OCH UTVÄRDERING

Kommissionen kommer att övervaka hur medlemsstaterna tillämpar de föreslagna ändringarna i lagstiftningsinitiativet om blankning. Utvärderingen av lagstiftningsåtgärden kan äga rum tre till fem år efter ikraftträdandet i samband med en rapport till rådet och parlamentet om lämpligheten av rapporterings- och offentliggörandetrösklarna.