



Förordning om blankning och kreditswappar

Finansdepartementet

2010-10-25

Dokumentbeteckning

KOM(2010) 482

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om blankning och vissa aspekter av kreditswappar

Sammanfattning

Förslaget syftar till att 1) öka transparensen beträffande korta positioner i finansiella instrument, 2) begränsa avvecklingsproblem och andra risker förknippade med naken blankning, 3) försäkra att behöriga myndigheter har befogenheter att under krissituationer vidta åtgärder för att minska stabilitetsrisker och upprätthålla tillit till marknaden och 4) under krissituationer försäkra samarbete behöriga myndigheter emellan samt mellan behöriga myndigheter och Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA).

Beträffande korta positioner som relaterar till aktier och statspapper införs anmälningskrav. Det innebär att innehav av korta positioner vid en viss nivå ska anmälas till behörig myndighet och, beträffande aktier, offentliggöras. I syfte att öka genomlysningen av korta positioner införs också ett krav på att säljorder som är blankningar ska markeras som sådana på handelsplatsen (flaggningskrav). S.k. naken blankning blir i princip förbjuden genom att det krävs att säljaren åtminstone har lokaliserat aktier för lån innan en transaktion genomförs. Ovanstående krav gäller dock inte för marknadsgaranter (market maker-funktionen) och vid primärmarknadsoperationer.

I syfte att minska riskerna för avvecklingsproblem införs även harmoniserade bestämmelser om uppköpsförfaranden och avgifter vid sen leverans av aktier eller statspapper.

Finansiella instrument vars huvudsakliga handelsplats är utanför EU omfattas inte av något av nu nämnda krav.

Harmoniserade regler införs beträffande behöriga myndigheters befogenhet att tillfälligt förbjuda eller begränsa blankning eller annan handel med finansiella instrument vid exceptionella omständigheter. Krav ställs på de behöriga myndigheterna att meddela varandra och ESMA om planerade åtgärder. Även ESMA ges befogenhet att besluta om begränsningar i vissa situationer.

Regeringen ser positivt på förslaget att införa en harmoniserad reglering av blankningsbestämmelser. Regeringen är också positiv till ökad koordinering mellan medlemsstater i tider av finansiell oro. Det är dock viktigt att eftersträva en balanserad och ändamålsenlig reglering. Alltför kostnadskrävande krav på marknadens aktörer när det gäller anmälningar bör inte införas utan att nyttan av informationen klargörs. Ett generellt förbud mot naken blankning är alltför långtgående. Beträffande ESMA anser regeringen att myndigheten endast bör ha en koordinerande roll.

1 Förslaget

1.1 Ärendets bakgrund

Under finanskrisen 2008 införde flera EU-länder åtgärder som i varierande grad begränsade blankning av aktier i finansiella företag. Vissa medlemsländer införde även anmälningskrav beträffande innehav av korta positioner.¹ Åtgärderna infördes på grund av en oro att blankning förstärkte de nedåtgående priserna på aktier och att den nedgången beträffande finansiella företag kunde skapa systemrisk. Under våren 2010 uttryckte vissa medlemsstater även oro över att handeln med creditswappar bidrog till en omotiverad nedgång i priserna på grekiska statspapper. Mot den bakgrunden beslöt kommissionen att en reglering avseende blankning och creditswappar skulle ingå i dess arbetsprogram för 2010.²

Efter förfrågan från kommissionen publicerade ESME (European Securities Markets Expert Group) i mars 2009 en rapport om blankning.³ Medlemsstaternas finansiella tillsynsmyndigheter, genom Committee of European Securities Regulators (CESR), föreslog ett tvåskiktsförfarande för anmälan av korta positioner i aktier till behöriga myndigheter och till allmänheten.⁴ Kommissionen genomförde under tiden den 14 juni 2010 till den 10 juli 2010 en öppen konsultation om blankning där deltagarna kunde

¹ En redogörelse för de åtgärder medlemsstaternas antog finns i kommissionens konsekvensanalys, SEC(2010) 1055. Se http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_impact_assessment_en.pdf.

² Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt regionkommittén, KOM(2010) 135 slutlig. Se http://ec.europa.eu/atwork/programmes/docs/cwp2010_sv.pdf.

³ Se http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_20090319_en.pdf

⁴ CESR/10-088. Se <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6487>.

Det nu aktuella förordningsförslaget presenterades den 15 september 2010.

1.2 Förslagets innehåll

Tillämpningsområde

Förslaget omfattar finansiella instrument som är upptagna till handel på en handelsplats inom EU (även när sådana instrument handlas utanför en handelsplats), derivat som avser sådana instrument, räntebärande papper som har ställts ut av en medlemsstat eller av EU (statspapper) samt derivat som avser sådana papper.

Anmälningsskrav

Anmälningsskraven gäller s.k. korta nettopositioner i aktier, statspapper och kreditswappar som relaterar till statspapper. Korta positioner beskrivs som ett resultat av blankning i en aktie eller ett statspapper. Även en transaktion som skapar eller avser ett annat finansiellt instrument kan resultera i att en person har en kort position, om en effekt av transaktionen är att personen ges en ekonomisk fördel om värdet på aktien eller statspappret sjunker. En kort nettoposition är en kort position minus den långa position som innehas i samma aktie eller statspapper. Vid beräkningen av en position i statspapper ska även ingå eventuella kreditswappar. För kreditswappar gäller även att s.k. nakna positioner (positioner utan täckning) ska anmälas. En naken position i en kreditswapp beskrivs som ett innehav av en kreditswapp där ändamålet med kreditswappen inte är att skydda mot den kreditrisk som är förknippad med emittenten till referenstillgången (ett statspapper), eller en annan tillgång där priset har en hög korrelation med priset på statspappret. Kommissionen ska genom delegerade akter specificera när en kreditswappstransaktion anses vara ett skydd mot en kreditrisk.

Den som innehar en kort nettoposition i en aktie ska anmäla positionen till behörig myndighet när innehavet motsvarar ett värde på minst 0,2 % av det emitterande aktiekapitalet i berört bolag och därefter för varje ytterligare 0,1 %. När värdet överstiger 0,5 % av det emitterade aktiekapitalet och vid varje ytterligare 0,1 % ska positionen offentliggöras. Kommissionen kan modifiera trösklarna. Vidare ska handelsplatserna införa procedurer som ser till att personer flaggar säljordrar som blankningar när de blankar aktien.

Korta positioner i statspapper och kreditswappar ska anmälas endast till de behöriga myndigheterna. I förslaget ges kommissionen befogenhet att bestämma trösklarna för anmälan.

⁵ På kommissionens hemsida finns konsultationsdokumentet m.m. Se http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/short_selling_en.htm.

En anmälan ska bl.a. innehålla uppgifter om innehavarens identitet och storleken på positionen. Beräkningen ska ske vid midnatt den handelsdag då positionen innehas och den ska anmälas eller offentliggöras senast kl. 15.30 nästföljande handelsdag. Information ska offentliggöras så att den snabbt och på ett icke-diskriminerande sätt blir tillgänglig för allmänheten. Kommissionen ges befogenheter att specificera vilka uppgifter anmälningar ska innehålla samt på vilket sätt informationen ska offentliggöras.

De behöriga myndigheterna ska varje kvartal tillhandahålla ESMA information i sammanfattad form om anmälda korta nettopositioner i aktier, statspapper och creditswappar. ESMA kan begära ytterligare information av de behöriga myndigheterna.

Naken blankning

Förslaget innebär att naken blankning av aktier och statspapper förbjuds genom att den som säljer måste ha 1) lånat underliggande instrument, 2) avtalat med någon om att låna instrumentet, eller 3) ha en överenskommelse med en tredje part som innebär att den tredje parten bekräftar att instrumentet har lokaliserats och reserverats för lån ("locate-regeln").

Uppköpsförfaranden och avgifter vid utebliven leverans

Handelsplatser ska se till att det finns uppköpsförfaranden (s.k. buy-in procedures) som innebär att handelsplatsen eller den centrala motpart (*central counterparty*; CCP) som tillhandahåller avvecklingstjänster på handelsplatsen köper in aktier eller statspapper ifall en avtalspart inte levererar aktier inom viss tid, alternativt kompenserar den drabbade parten ekonomiskt. Handelsplatsen ska även se till att den som inte levererar betalar avgifter för varje dag som avvecklingen uteblir samt att det finns möjlighet att förbjuda en medlem i handelsplatsen från att fortsätta blanka så länge som personen underlåter att avveckla en transaktion som uppkommit genom blankning.

Undantag

Kraven på anmälan, begränsningar av naken blankning samt kraven vid avveckling gäller inte för instrument vars huvudsakliga handelsplats är utanför EU. Den behöriga myndigheten för aktien ifråga ska i vart fall vartannat år bestämma om aktiens huvudsakliga handelsplats är utanför EU. ESMA ska publicera listor över sådana aktier.

Undantag från kraven på anmälan och begränsningar på naken blankning ges även för marknadsgaranter och primärmarknadsoperationer. Undantaget beträffande marknadsgaranter gäller för värdepappersföretag och vissa försäkringsbolag när de lägger bindande köp- och säljbud av jämförbar storlek till konkurrenskraftiga priser eller när de inom ramen för sin ordinarie verksamhet agerar för att fullgöra order som initierats av kunder och säkrar positioner som uppkommer genom genomförandet av sådana order. Undantaget beträffande primärmarknadsoperationer gäller den som är godkänd återförsäljare enligt ett avtal med en emittent av statspapper, när

personen handlar som uppdragsgivare för ett finansiellt instrument avseende primär- eller sekundärmarknadsoperationer i statspappret.

Den som avser att använda sig av ett undantag måste meddela behörig myndighet om detta. Myndigheten i fråga kan förbjuda en person från att använda sig av undantaget om den anser att personen inte är berättigad till detta.

Tillsynsmyndigheternas och ESMA:s befogenheter att vidta krisåtgärder

Behöriga myndigheter kan vid en krissituation – när negativa händelser eller förhållanden inträffat som utgör ett allvarligt hot mot den finansiella stabiliteten eller marknadsförtroendet – dels bestämma lägre trösklar för anmälan, dels införa förbud eller begränsningar beträffande finansiella transaktioner. Restriktioner ska gälla i tre månader i taget.

Vidare finns en bestämmelse om en s.k. circuit breaker som innebär att de behöriga myndigheterna vid ett prisfall på en aktie på minst 10% på en dag kan begränsa eller förbjuda handeln i aktien. Begränsningen ska gälla i högst en dag. Ett sådant handelsstopp kan införas även beträffande andra finansiella instrument än aktier, men där ska kommissionen bestämma vilket värdefall som ska ge befogenheten.

När en behörig myndighet överväger att införa begränsningar enligt ovan ska andra behöriga myndigheter och ESMA informeras. De behöriga myndigheterna kan då välja att införa samma begränsningar i syfte att hjälpa den initiativtagande myndigheten. ESMA ska inom 24 timmar uttala sig om huruvida myndigheten anser att den föreslagna åtgärden är nödvändig eller inte. En myndighet som väljer att införa begränsningar i strid med ESMA:s ställningstagande ska motivera varför.

Även ESMA ges befogenheter att i krissituationer kräva anmälan och offentliggörande vid lägre trösklar samt förbjuda eller begränsa transaktioner i finansiella instrument. En förutsättning är att behöriga myndigheter inte har vidtagit nödvändiga åtgärder.

Kommissionen ska anta bestämmelser som specificerar vilka kriterier och faktorer som ska beaktas när behöriga myndigheter och ESMA avgör huruvida situationen är sådan att tillfälliga åtgärder kan vidtas.

Samarbete med tredje land

Behöriga myndigheter ska ingå samarbetsavtal med myndigheter i tredje land angående utbyte av information, fullgörandet av förpliktelser enligt förordningen i tredje land och om att myndigheter i tredje land ska vidta liknande åtgärder som de som vidtas av behöriga myndigheterna i en krissituation. ESMA ska samordna utarbetandet av samarbetsavtal.

Sanktioner m.m.

Förordningen ställer som krav att behöriga myndigheter ska ha vissa befogenheter för att kunna utöva sina funktioner enligt förordningen. Bland annat ska myndigheterna kunna genomföra platsundersökningar och begära

1.3 Gällande svenska regler och förslagets effekt på dessa

I Sverige finns ingen reglering av blankning. Även s.k. naken blankning är möjlig så länge det som säljs finns att leverera vid avvecklingstidpunkten.

Eftersom bestämmelserna ges formen av en förordning ska reglerna inte genomföras i svensk rätt utan gäller ändå. Som ovan nämnts ställer dock förordningen krav på att behöriga myndigheter ska ha vissa övervaknings- och utredningsbefogenheter för utförandet av sina uppgifter. Befogenheterna motsvarar bl.a. de som finns i direktiv 2003/6/EG (marknadssmissbruksdirektivet). En lagändring krävs för att samma typ av åtgärder ska kunna användas även när det gäller blankning. Vidare måste införas bestämmelser om sanktioner mot den som bryter mot bestämmelserna i förordningen. Finansinspektionen måste utses till behörig myndighet. Vissa andra bestämmelser kan också behöva införas.

1.4 Budgetära konsekvenser / Konsekvensanalys

Kommissionen har gjort en konsekvensanalys, dokument SEC(2010) 1055. I den redovisas uppskattade kostnader för berörda företag och behöriga myndigheter. Kostnader för unionens budget redovisas inte. Viss kostnad på EU-nivå kan förväntas eftersom ESMA ska ta emot information samt koordinera de behöriga myndigheternas åtgärder enligt förordningen. I det fall åtgärden leder till ökade utgifter på EU-budgeten skall ökningen av den svenska EU-avgiften finansieras med en motsvarande minskning på berört utgiftsområden på statsbudgeten. Kostnaderna för berörda företag kommer framför allt att bestå i kostnader för anpassning av IT-system så att anmälningsskyldigheten kan iakttas. Företagen kommer även att ha kostnader varje år för att uppfylla anmälningskraven. De årliga kostnaderna uppskattas för svensk del till knappt 8 000 euro, uppdelat på ca 300 företag.

Ovanstående torde inte innebära mer än försumbara konsekvenser för intäktssidan av statsbudgeten. Kostnaderna för det något utökade tillsynsansvar som ges till Finansinspektionen ska hanteras inom befintliga ramar. Mer indirekta kostnadskonsekvenser av förordningen t.ex. på grund av minskad likviditet eller effektivitet i finansiella transaktioner är inte möjliga att förutse.

2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Blankningsaktiviteter är viktiga för de finansiella marknaderna. De tillför likviditet och effektiviserar. Det finns inte belägg för att de restriktioner som vidtagits av medlemsstater i samband med den finansiella krisen har haft avsedd effekt – tvärtom anser akademisk expertis att de har haft negativ effekt.⁶ Det är därför viktigt att en harmoniserad reglering på området är balanserad och ändamålsenlig.

När det gäller anmälningsskraven är regeringen positiv till att korta nettopositioner anmäls till behöriga myndigheter. Sådan information är värdefull för att avgöra om blankning i en krissituation kan tänkas bidra till alltför snabba prisnedgångar. Regeringen är dock tveksam till nyttan av att allmänheten ges information om korta positioner och särskilt i individualiserad form. Kravet på offentliggörande kan leda till att investerare ser en risk för att de inte ska kunna köpa tillbaka aktier till rimliga villkor och att de därför i stället undviker att ta positioner som måste offentliggöras. Offentliggörande kan vidare leda till att fler börjar sälja aktien i fråga, särskilt om de ser att vissa investerare tror på ett prisfall. Beträffande flaggning av korta ordrar konstaterar regeringen att CESR i sin rapport övervägde detta och valde mellan ett anmälningssystem och ett flaggningssystem. CESR ansåg att flaggningssystemet var för dyrt att införa. Regeringen instämmer i den ståndpunkten och anser att det bör räcka med ett av systemen.

Regeringen har inte sett något behov av att generellt förbjuda naken blankning. En sådan åtgärd borde begränsas till krissituationer. Lokaliseringskravet beträffande aktier är i allt fall för snävt utformat.

Beträffande uppköpsförfaranden anser regeringen att sådana bör övervägas i ett annat sammanhang, eftersom avvecklingsproblem inte i första hand har med blankning att göra.

Regeringen ser positivt på ökad koordinering mellan medlemsstater i krissituationer och att behöriga myndigheter ges möjlighet att hjälpa varandra när en myndighet har beslutat om restriktioner. Regeringen anser dock inte att ESMA ska kunna besluta om krisåtgärder att gälla i medlemsstater som inte anser dem befogade. Frågan blir särskilt viktig när det gäller ESMA:s möjlighet att ta beslut om begränsningar i blankningstransaktioner i statspapper eftersom detta kan påverka kostnader för statlig upplåning.

⁶ För en sammanfattning av undersökningar på området, se ESME Position on Short Selling, 19 March 2009.

Medlemsstaterna är positiva till en harmonisering på området. Vissa medlemsstater anser dock att förordningen går för långt i vissa avseenden. Under de inledande förhandlingarna har det framkommit att flera medlemsstater motsätter sig flaggningskrav och anser att restriktionerna avseende naken blankning är för vida. Även ESMA:s roll har ifrågasatts, särskilt i relation till statspapper.

2.3 Institutionernas ståndpunkter

Europaparlamentet förväntas inta en ståndpunkt under hösten.

2.4 Remissinstansernas ståndpunkter

Förordningsförslaget har inte remitterats. En referensgrupp har bildats med representanter från bl.a. Riksbanken, Riksgälden, Finansinspektionen, Fondbolagens förening och NASDAQ/OMX. Synpunkter som har framförts från medlemmarna i referensgruppen är bl.a. att ett flaggningskrav är olämpligt bl.a. därför att det kan bidra till att blankning i stället sker utanför handelsplatser, att trösklarna för anmälan respektive offentliggörande är för låga, att offentliggörande av korta positioner bör ske i aggregerad form och att bestämmelserna avseende naken blankning är alltför restriktiva. Vissa har även ifrågasatt ESMA:s befogenhet att besluta om olika åtgärder under krissituation.

3 Förslagets förutsättningar

3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Förslaget bygger på artikel 114 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, som är den rättsliga grunden för antagandet av åtgärder som syftar till att fullborda den inre marknaden för finansiella tjänster. Beslut fattas enligt det ordinarie lagstiftningsförfarandet i artikel 294, dvs. Europaparlamentet är medbeslutande. Rådet beslutar med kvalificerad majoritet.

Genom förordningen ges kommissionen genomförandebefogenheter i enlighet med Lamfalussymodellen. Kommissionen kommer därvid att biträdas av den europeiska värdepapperskommittén. Kommissionen ska anta åtgärderna enligt det föreskrivande förfarandet i beslut 1999/468/EG. Vissa av förordningens bestämmelser ska specificeras i s.k. tekniska standarder, vilka antas i enlighet med den nyligen förhandlade ESMA-förordningen.

Enligt subsidiaritetsprincipen ska lagstiftningsåtgärder på gemenskapsnivå endast tillgripas när de eftersträvade målen inte kan uppnås i tillräcklig utsträckning av medlemsstaterna på egen hand. Åtgärder ska vidare, enligt proportionalitetsprincipen, inte gå utöver vad som är nödvändigt för att uppnå de eftersträvade målen.

I motiveringen till förslaget anger kommissionen följande. Blankning av ett finansiellt instrument kan ske var som helst där instrumentet är noterat, eller över disk, och även på andra marknader än primärmarknaden för den berörda emittenten. Många marknader är dessutom gränsöverskridande eller internationella. I avsaknad av åtgärder på EU-nivå finns det därför en verklig risk för att nationella ingripanden i fråga om blankningar och creditswappar kringgås eller blir ineffektiva. 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 särskilda system för att uppfylla krav som varierar mellan medlemsstaterna. Mot den bakgrunden anser kommissionen att det enligt subsidiaritets- och proportionalitetsprinciperna förefaller lämpligt med EU-åtgärder.

Regeringen delar väsentligen kommissionens uppfattning. Det finns behov av harmonisering på området och behov av koordinering mellan medlemsstaterna i krissituationer. Nationella restriktioner riskerar att bli ineffektiva om handel i stället kan ske i andra medlemsstater. Att medlemsstaterna inför egna bestämmelser om flaggningskrav, anmälan till tillsynsmyndigheter, krav på vissa lånearrangemang vid blankning m.m. försvårar för marknadsaktörer som måste anpassa sig till olika typer av regler. Även marknaden för statspapper och creditswappar är gränsöverskridande. När det gäller anmälningskrav har dock kommissionen förutskickat att det kan bli fråga om att bestämma olika trösklar för olika medlemsstaters statspapper. I den delen avser regeringen att fråga kommissionen om inte medlemsstaterna är bäst lämpade att besluta om eventuella trösklar.

4 Övrigt

4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Förordningsförslaget har behandlats vid två möten i rådsarbetsgrupp, den 6 och den 20 oktober 2010. Nästa möte planeras till den 24 november. Frankrike och Tyskland önskar att förordningen ska kunna träda i kraft mycket snart. Även Europaparlamentet önskar en snabb handläggning, med omröstning i parlamentet planerad till den 7 februari 2011.

Blankning: Försäljning av ett värdepapper som försäljaren inte äger. Försäljaren lånar vanligtvis värdepappret för att köpa tillbaka samma typ av värdepapper vid ett senare tillfälle. Om värdepappret under lånetiden sjunker i värde har den som blankar gjort en vinst.

Naken blankning: Försäljning av ett värdepapper som försäljaren varken äger eller har lånat. Avsikten är att låna värdepappret efter försäljningen men före det att leverans ska ske. Alternativt kan försäljaren köpa tillbaka värdepappret och på så sätt inte ha några aktier utestående för leverans.

Kreditswapp: En typ av derivat där köparen mot en avgift blir försäkrad mot kreditförluster i exempelvis en obligation. Säljaren av kreditswappen får en periodisk avgift men får betala ersättning till köparen motsvarande kreditförlusten om utgivaren av obligationen ställer in betalningarna.