



Bruxelles, den 13.12.2013  
COM(2013) 885 final

**RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET**  
**om evaluering af forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af**  
**credit default swaps**

(EØS-relevant tekst)

# RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

## om evaluering af forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps

(EØS-relevant tekst)

### 1. INDLEDNING

Denne rapport til Europa-Parlamentet og Rådet (i det følgende benævnt "**rapporten**") indeholder evalueringen af forordningen om short selling og visse aspekter af credit default swaps (EU) nr. 236/2012 (i det følgende benævnt "**forordningen om short selling**"). Europa-Kommissionen skal i henhold til artikel 45 i grundforordningen om short selling forelægge en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om det hensigtsmæssige i og virkningen af visse bestemmelser i forordningen om short selling. Denne rapport dækker de punkter, der er nævnt i artikel 45 i forordningen om short selling.

Rapporten blev udarbejdet på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder og ESMA. Den 22. oktober 2012 gav Kommissionen formelt mandat til ESMA til at foretage en kvantitativ analyse af de disponible oplysninger om short selling og en høring af de kompetente myndigheder og markedsdeltagere. På grundlag af dette arbejde udstedte ESMA sin tekniske rådgivning om evalueringen af forordningen om short selling den 3. juni 2013 (i det følgende benævnt **ESMA's rapport**).<sup>1</sup>

### 2. HENSIGTSMÆSSIGHEDEN I FORBINDELSE MED PROCEDURERNE FOR MEDDELELSE OG OFFENTLIGGØRELSE

#### 2.1. Meddelelse og offentliggørelse af betydelige korte nettopositioner i aktier

I henhold til ESMA's konklusioner var der mellem 1. november 2012 og 28. februar 2013 12 603 meddelelser, der blev indberettet til de kompetente myndigheder om 970 forskellige aktier i 18 medlemsstater. Det kan især anføres, at 74 % af disse meddelelser befandt sig inden for tærskelværdien på 0,2 % og 0,5 %; de øvrige 26 % lå over 0,5 % og blev derfor offentliggjort. I denne periode foretog kun få indehavere short selling af et stort antal aktier, og 75 % af indehaverne foretog short selling af syv forskellige aktier eller derunder. Porteføljerne af korte positioner var ret koncentrerede, da ti enheder besad mere end 28 % af alle de positioner, der var blevet rapporteret i perioden (ESMA's rapport, punkt 17 og 19).

ESMA er af den opfattelse, at de nuværende tærskler i forordningen om short selling er velegnet til på den ene side at give anvendelige oplysninger til kompetente myndigheder og markedet og på den anden side at udgøre en rimelig byrde for investorerne for så vidt angår overholdelse. ESMA er af den opfattelse, at de nuværende tærskler og trin, i henhold til hvilke der skal rapporteres, er hensigtsmæssige for aktier, og derfor bør forblive uændrede (ESMA's rapport, punkt 31 og 32).

Kommissionen er enig i ESMA's konklusion om, at tærsklerne for meddelelse og offentliggørelse af betydelige nettopositioner i aktier synes at være velafvejede og passende, og ser på nuværende tidspunkt ingen afgørende beviser for, at det er nødvendigt at ændre disse eller den nuværende metode til beregning af korte nettopositioner i aktier.

---

<sup>1</sup> Endelig rapport. ESMA's tekniske rådgivning om evaluering af forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps. ESMA/2013/614.

## **2.2. Rapportering af betydelige korte nettopositioner i statsobligationer og meddelelse om udækkede positioner i credit default swaps på statsobligationer**

Mellem 1. november 2012 og 28. februar 2013 konstaterede ESMA, at kun et begrænset antal meddelelser (148) gik til kompetente myndigheder om 13 statslige enheder i 11 medlemsstater. Der var 26 indehavere, der indberettede 39 korte positioner, for hvilke der fandt 109 ændringer sted i perioden (ESMA's rapport, punkt 50 og 51).

ESMA er af den opfattelse, at det meget lave antal meddelelser, der er modtaget på statsobligationer, sammenlignet med antallet af indkomne meddelelser om aktier kan betyde, at tærsklen var sat for højt, eller kan tilskrives anvendelsen af en metode, der var tilpasset varigheden i forbindelse med denne rapportering. ESMA anser den nominelle metode for mere hensigtsmæssig end den metode, der var tilpasset varigheden, for beregningen af korte nettopositioner i statsobligationer. ESMA mener, at hvis den metode, der var tilpasset varigheden, bevares, vil det være nødvendigt at tage de oprindelige tærskler op til fornyet revision i overensstemmelse dermed. ESMA foreslår også at skifte til én årlig revision i stedet for de nuværende kvartalsvise revisioner (ESMA's rapport, punkt 52 og 57-59).

Kommissionen noterer sig det relativt lave niveau af meddelelse om short selling i statsobligationer i forhold til antallet af indkomne meddelelser på aktier samt fordele og ulemper for både den metode, der er tilpasset varigheden, og den nominelle metode. I betragtning af den begrænsede tid, der er gået siden anvendelsen af forordningen om short selling og de deraf følgende manglende oplysninger, finder Kommissionen, at der på nuværende tidspunkt ikke er afgørende beviser, som berettiger revisioner af forordningen om short selling på dette område.

## **3. VIRKNINGEN AF INDIVIDUELLE OPLYSNINGSKRAV**

ESMA rapporterer, at 224 indehavere offentliggjorde 1 090 korte positioner vedrørende 427 aktier, hvor hovedparten af oplysningerne kom fra Det Forenede Kongerige efterfulgt af Frankrig og Sverige. Blandt de 3 508 meddelelser, der blev offentliggjort af disse 224 indehavere, var 90 % fra indehavere med bopæl i Det Forenede Kongerige eller USA, og de ti største indehavere udgjorde 37,5 % af de offentliggjorte meddelelser (ESMA's rapport, s. 60-62).

Kompetente myndigheder anså de enkelte tærskler for rapportering for at være passende, men de modtog forskellige synspunkter fra markedsdeltagerne. ESMA bemærkede også, at markedsdeltagerne kan søge at undgå at overskride tærsklen for meddelelse og således forblive under tærskelen på 0,5 % for at hindre offentliggørelse af oplysninger om short selling. (ESMA's rapport, punkt 22 og 29).

Med hensyn til den generelle indvirkning af forordningen konstaterer ESMA, at der generelt var et lille fald i volatiliteten af EU's værdipapirer i forhold til amerikanske værdipapirer. Der var blandede følger for likviditeten, og prisfastsættelsen ser ud til at være gået tilbage i forhold til perioden forud for forordningens ikrafttrædelse. Men ESMA gør opmærksom på, at analysen bør fortolkes med fornøden omhu i betragtning af den knappe tid, de empiriske grænser og vanskelighederne ved at identificere forordningens særlige virkninger (ESMA's rapport, punkt 10-11).

Som nævnt i afsnit 2.1, anbefales der i ESMA's rapport ingen ændringer af tærsklerne i forbindelse med offentliggørelse. Kommissionen er enig med ESMA i, at det ikke er nødvendigt med ændringer til de individuelle oplysningskrav.

#### **4. HENSIGTSMÆSSIGHEDEN AF DIREKTE, CENTRALISERET RAPPORTERING TIL ESMA**

De fleste kompetente myndigheder ville foretrække ikke at indføre en centraliseret rapporteringsmekanisme og foretrækker at fastholde de nuværende ordninger (ESMA's rapport, punkt 64). De fremfører, at en centraliseret EU-dækkende rapporteringsmekanisme potentielt kan gøre den nationale overvågning og håndhævelse vanskeligere og mindre effektiv. Derimod støtter og anerkender et mindretal af kompetente myndigheder og nogle markedsdeltagere fordelene ved en centraliseret rapporteringsmekanisme (ESMA's rapport, punkt 62 og 64). ESMA anbefaler ikke ændringer til forordningen om short selling og gennemførelsesbestemmelserne hertil vedrørende rapporteringsmekanismen (ESMA's rapport, punkt 66).

I lyset af ovenstående mener Kommissionen, at det nuværende system for rapportering på nationalt plan fungerer godt, og at centraliseret direkte rapportering på nuværende tidspunkt ikke synes at give betydelige fordele.

#### **5. BEGRÆNSNINGER PÅ OG KRAV TIL UDÆKKET SHORT SELLING I AKTIER, STATS-OBLIGATIONER OG CREDIT DEFAULT SWAPS PÅ STATSOBLIGATIONER**

##### **5.1. Begrænsninger på udækket short selling af aktier og statsobligationer**

ESMA har evalueret anvendelsen af begrænsningerne på udækket short selling ved at vurdere virkningen for værdipapirlångivning og antallet af forfejlede afviklinger. ESMA rapporterer, at aktiviteten på markedet for værdipapirlångivning har været lavere siden ikrafttrædelsen af forordningen om short selling, selv om den er steget let siden januar 2013. ESMA påpeger dog, at der ikke findes lovpligtige oplysninger om værdipapirlångivning, så denne analyse er måske ikke tilstrækkelig omfattende.

Begrænsningerne forventes at begrænse antallet af forfejlede afviklinger. Faktisk rapporterer ESMA, at antallet af forfejlede afviklinger tilsyneladende er faldet siden forordningens ikrafttræden, hvilket bekræftes af færre forfejlede afviklinger i forbindelse med europæiske aktier på grundlag af mængder og værdi, hvor de gennemsnitlige forfejlede afviklinger faldt med henholdsvis 0,5 og 1 procentpoint (ESMA's rapport, punkt 77). ESMA konkluderer, at anvendelsen af forordningen om short selling blev efterfulgt af en forbedring af afviklingsdisciplinen (ESMA's rapport, s. 21-23. Jf. også afsnit 5.3).

I betragtning af ovennævnte empiriske data mener ESMA, at det på dette stadium ikke er berettiget med væsentlige ændringer inden for dette område. ESMA foreslår imidlertid nogle ændringer til artikel 12 og 13 i forordningen om short selling for at gøre det muligt for sælgerne at opnå de bekræftelser, der er nødvendige for at gennemføre en aftale om short selling, hos parterne i den samme juridiske enhed, forudsat at disse parter har opfyldt de nødvendige betingelser, såvel som nogle forbedringer i Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) nr. 827/2012 (ESMA's rapport, punkt 83-85).

Kommissionen er enig med ESMA's konklusioner om, at det på dette stadium ikke er nødvendigt med større ændringer i forordningen om short selling inden for dette område.

##### **5.2. Begrænsninger på og krav til udækkede credit default swap-transaktioner på statsobligationer**

ESMA måler virkningerne af forbuddet mod udækkede credit default swaps på betingelserne for statslig låntagning gennem CDS-spreads og renter på statsobligationer og har konstateret et lille fald i medlemsstaternes CDS-spreads på statsobligationer efter indførelsen af forbuddet mod udækkede credit default swap-transaktioner på statsobligationer. Det blev konstateret, at virkningen af forbuddet førte til en reduktion på ca. 26 basispoint i CDS-spreadet (ESMA's

rapport, punkt 100). ESMA konkluderede, at som helhed syntes ikrafttrædelsen af forordningen om short selling ikke at have haft en afgørende indflydelse på aktiviteterne på et marked for credit default swaps på statsobligationer med undtagelse af indekserne for credit default swaps på statsobligationer, hvor der var blevet registreret et brat fald. ESMA påpeger, at der tilsyneladende ikke var nævneværdige negative virkninger på EU's marked for statsgæld. Der har dog været et fald i aktiviteten i forbindelse med credit default swaps på statsobligationer i nogle få medlemsstater og i indekser for credit default swaps på statsobligationer (ESMA's rapport, punkt 112).

Generelt ser ESMA ikke nogen afgørende beviser, som berettiger større ændringer i bestemmelserne i forordningen om short selling vedrørende credit default swaps i denne fase, da det kan være for tidligt at drage endegyldige konklusioner (ESMA's rapport punkt 112).

Kommissionen er af den opfattelse, at der kun var tale om en meget kort periode, hvor der blev gjort erfaringer med virkningen af forordningen om short selling, som kan danne grundlag for disse konklusioner. I betragtning af ovenstående finder Kommissionen, at begrænsningerne på og kravene til udækkede credit default swap-transaktioner på statsobligationer fortsat er hensigtsmæssige.

### **5.3. Afviklingsdisciplin, herunder procedurerfordækningskøb**

Markedsdeltagerne rapporterede om en generel forbedring af afviklingsdisciplinen vedrørende aktier siden ikrafttrædelsen af forordningen om short selling. Generelt er antallet af dækningskøb såvel som forsøg på at opnå dækningskøb i hele Unionen steget med 35 % siden gennemførelsen af forordningen om short selling. Denne stigning kan imidlertid hovedsagelig henføres til en bestemt medlemsstat.

ESMA er af den opfattelse, at kravene til afviklingsdisciplin, især procedurerne for dækningskøb, kunne behandles mere hensigtsmæssigt i en enkelt horisontal retsakt (ESMA's rapport, punkt 88-91). Navnlig er ESMA af den opfattelse, at den kommende forordning om værdipapircentraler<sup>2</sup> bliver et mere effektivt værktøj med hensyn til at opstille en mere detaljeret ordning og sikre lige vilkår i anvendelsen af dækningskøb og procedurer i forbindelse med sanktioner på afviklinger.

Kommissionen er enig i, at kravene til afviklingsdisciplin, især procedurerne for dækningskøb, kunne behandles mere hensigtsmæssigt i den kommende forordning om værdipapircentraler, forudsat at der opnås en mere omfattende horisontal tilgang.

### **5.4. Andre aspekter vedrørende begrænsninger**

Baseret på feedback fra markedsdeltagere og kompetente myndigheder om forbedringer inden for afviklingen mener ESMA, at indførelsen af begrænsninger på udækket short selling har haft en mærkbar effekt med hensyn til at reducere forekomsten af forfejlede afviklinger inden for aktietransaktioner. Om virkningen af "lokaliseringsregelen" fremgår det af ESMA's analyse af oplysningerne om værdipapirlångivning i 2012 og den første halvdel af 2013, at aktiviteten på markedet for værdipapirlångivning har været lavere siden ikrafttrædelsen af forordningen om short selling, selv om den igen er gået frem siden januar 2013.

Samlet set er ESMA af den opfattelse, at det på dette stadium ikke er berettiget med væsentlige ændringer inden for dette område. ESMA foreslår imidlertid nogle mindre ændringer i detaljerne i artikel 12 og 13 i forordningen om short selling (f.eks. tilladelse til interne udlån frem for at tillade tredjeparter) for at sørge for "lokalisering" og tage

---

<sup>2</sup> Kommissionens forslag (COM (2012) 73 endelig) af 7. marts 2012 til en forordning om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler (CSD'er) samt om ændring af direktiv 98/26/EF er nu til behandling i Europa-Parlamentet og Rådet.

definitionen af likvide aktier med henblik på lokaliseringsordninger op til revision på et senere tidspunkt (ESMA's rapport, punkt 83).

Kommissionen er enig i ESMA's konklusion om, at begrænsningernes virkemåde samt krav til gennemsigtigheden i forbindelse med korte nettopositioner og udækket short selling ikke på dette stadium viser tegn på, at der er alvorlige mangler i forordningen om short selling, eller at den fungerer dårligt på dette område.

## **6. MARKET MAKING-FRITAGELSENS VIRKEMÅDE I HENHOLD TIL FORORDNINGEN OM SHORT SELLING**

Anvendelsen af "market making-fritagelsen" i henhold til forordningen om short selling er knyttet til håndhævelsen af forpligtelserne i kapitel II og III i forordningen om short selling og derfor til den vurdering, der er foretaget i denne rapport. ESMA-retningslinjerne for market making-fritagelsen er blevet anvendt siden april 2013.

ESMA rapporterer, at de fleste kompetente myndigheder fandt, at fritagelsen vil gøre det muligt at stille likviditet til rådighed uden at tillade omgåelse, men nogle mente, at det kunne føre til et fald i den likviditet, der stilles til rådighed. Markedsdeltagerne udtrykte bekymring over, at det begrænsede anvendelsesområde for fritagelsen begrænsede deres mulighed for at tilbyde "OTC-market making" i instrumenter, f.eks. renteswaps og unoterede derivater (ESMA's rapport, punkt 140-144).

Kompetente myndigheder anså generelt proceduren i forbindelse med meddelelsen om, at det var hensigten at anvende fritagelsen, for at være passende, selv om en del var bekymret over en stor arbejdsbyrde. Markedsaktørerne fandt, at kravet om meddelelse vedrørende hvert enkelt instrument var besværligt og ugennemførligt. Der blev ligeledes udtrykt bekymring med hensyn til risici ved ulige vilkår som følge af forskellige myndigheders behandling i forskellige hastigheder af meddelelser om fritagelser (ESMA's rapport, punkt 145-146).

ESMA foreslår at ændre teksten til forordningen om short selling og tage market making-fritagelsen op til overvejelse og foretage visse ændringer enten i tekniske standarder eller delegerede retsakter (ESMA's rapport, punkt 149). ESMA anbefaler navnlig at genoverveje omfanget af og betingelserne for fritagelsen, samtidig med at de underliggende formål med og begrundelsen for forordningen om short selling overholdes (ESMA's rapport, punkt 152-156). Kommissionen mener imidlertid, at de bekymringer, der er udtrykt i ESMA's rapport om omfanget af og betingelserne for market making-fritagelsen kun kan vurderes ordentligt, når der er gået et passende tidsrum siden ikrafttrædelsen af forordningen om short selling, således at tilstrækkelige erfaringer med hensyn til anvendelsen af forordningen om short selling kan støtte forslag til revision.

Ifølge oversigten over overholdelse i ESMA-retningslinjerne, som blev offentliggjort den 19. juni 2013, vedrørende fritagelsen for market making-aktiviteter og aktiviteter på det primære marked i henhold til forordningen om short selling (ESMA/2013/765), har de kompetente myndigheder i fem medlemsstater forklaret, hvorfor de ikke efterkommer aspekter af retningslinjerne, ved at henvise til deres forskellige holdninger til en række spørgsmål, såsom anvendelsesområdet for de omfattede instrumenter og betingelserne for ydelse af fritagelse som "market maker".<sup>3</sup>

Kommissionen gør opmærksom på, at visse kompetente myndigheders manglende overholdelse af ESMA's retningslinjer nødvendigvis skaber en situation, hvor forordningen om short selling anvendes på meget forskellig vis, hvilket medfører ulige vilkår i hele

<sup>3</sup> Den 16. juni 2013, offentliggjorde ESMA en oversigt over overholdelse i ESMA-retningslinjerne for market making (ESMA/2013/765).

Unionen. Dertil kommer, at forskellige kriterier, der anvendes til vurdering af tidligere ydede fritagelser som "market maker", også kan føre til en divergerende anvendelse af denne fritagelse. Disse divergerende anvendelser kan således fordreje konkurrencen og formindske effektiviteten af rammeforordningen om short selling.

Kommissionen mener, at en konsekvent anvendelse af forordningen om short selling og især market making-fritagelsen i alle medlemsstater er afgørende for at sikre lige vilkår og konsekvent praksis på markedet i hele Unionen. Ulige vilkår i Unionen vil kunne underminere hovedformålet med forordningen, nemlig at sikre et velfungerende indre marked for finansielle tjenesteydelser og et højt niveau af forbruger- og investorbeskyttelse.

På denne baggrund ser Kommissionen på dette stadium ingen afgørende beviser, som berettiger revisioner af forordningen om short selling inden for dette område. Hvis Kommissionen konstaterer, at forordningen om short selling og især market making-fritagelsen anvendes på en måde, som er i strid med nævnte forordning, vil Kommissionen tage passende foranstaltninger til opfølgning heraf.

## **7. INTERVENTIONSBEFØJELSE I HENHOLD TIL FORORDNINGEN OM SHORT SELLING**

Ifølge artikel 23 i forordningen om short selling har de kompetente myndigheder ret til at træffe visse hasteforanstaltninger i tilfælde af et betydeligt prisfald på et finansielt instrument. Hidtil er denne beføjelse til midlertidigt at begrænse short selling eller på anden måde begrænse transaktioner i et finansielt instrument kun blevet udøvet af to medlemsstater (Italien og Portugal). Ifølge de tilbagemeldinger, der er indkommet fra nogle markedsdeltagere, skabte forbuddene forvirring og usikkerhed for deltagerne og havde en umiddelbar indvirkning på likviditeten og prisfastsættelseeffektiviteten. Desuden har foranstaltningen forårsaget undersøgelsesomkostninger for markedsdeltagerne, når de søger oplysninger, på grund af forskelle i indholdet og tidspunktet for offentliggørelse i løbet af handelsdagen i de berørte lande og på grund af manglende klarhed vedrørende instrumenternes omfang (ESMA's rapport punkt 190).

Kommissionen er blevet opmærksom på, at i tilfælde, hvor en kompetent myndighed indførte et midlertidigt forbud mod short selling af bestemte aktier i tilfælde af et "betydeligt prisfald", blev lignende forbud vedrørende samme aktier ikke indført af de kompetente myndigheder i andre medlemsstater, hvor de pågældende aktier også blev solgt, eller der blev vedtaget andre foranstaltninger. Dette resulterede i, at forbuddet var i kraft i nogle medlemsstater og ikke blev anvendt i andre medlemsstater. I visse andre tilfælde har selv forskellige kompetente myndigheder inden for én medlemsstat handlet forskelligt med hensyn til at afgøre, om der indføres et forbud mod short selling af en medlemsstat.

ESMA foreslår, at for at foranstaltningerne i artikel 23 kan fungere, og for at de er mindre komplicerede og mindre ressourcekrævende, bør de kompetente myndigheder for det mest relevante marked med hensyn til likviditet i forbindelse med et bestemt instrument kunne udøve deres skøn om, hvorvidt og hvornår en midlertidig foranstaltning, der skal forbyde short selling eller begrænse handelen med et bestemt instrument, er nødvendig, uden at der skal gennemføres en mekanisme baseret på tærskler for betydelige prisfald (ESMA's rapport, punkt 209).

Kommissionen er af den opfattelse, at forordningen om short selling giver de kompetente myndigheder et effektivt og fuldstændigt regelsæt med henblik på at anvende forbud mod short selling på en konsekvent og effektiv måde. De kompetente myndigheder bør derfor sikre, at der skabes en konsekvent tilgang, og at deres beføjelser anvendes effektivt på en sådan måde, at der undgås eventuelle uforenelige anvendelser af forbud mod short selling, og således medvirke til opfyldelsen af målsætningerne i forordningen om short selling. I denne

forbindelse skal de kompetente myndigheder sikre, at den procedure, der er omhandlet i artikel 26, stk. 4, i forordningen om short selling er overholdt fuldt ud, således at ESMA kan informere alle andre relevante kompetente myndigheder om et forbud, der er indført i overensstemmelse med artikel 23 i forordningen om short selling. Overholdelsen af denne procedure bør også sætte de kompetente myndigheder i stand til at vurdere, om foranstaltninger, der træffes af andre kompetente myndigheder, er indbyrdes forenelige.

Vedrørende relevansen af tærskler, der er anført i artikel 23 i forordningen om short selling og i artikel 23 i Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 918/2012, er ESMA af den opfattelse, at ikke alle de nuværende tærskler, der er fastsat for at identificere et betydeligt prisfald på alle kategorier af instrumenter, bør opretholdes, og at visse tærskler bør ændres eller ophæves (ESMA's rapport, punkt 210-211). Ifølge ESMA bør tærsklerne for erhvervs- og statsobligationer tages op til fornyet overvejelse eller fjernes, og det er ikke nødvendigt med tærskler for børsnoterede investeringsinstitutter (bortset fra ETF) eller for råvarederivater (ESMA's rapport, punkt 211).

I betragtning af de begrænsede erfaringer med anvendelsen af disse tærskler finder Kommissionen det derfor ikke nødvendigt at revidere dem eller tage tærsklerne for betydelige prisfald for investeringsinstitutter og råvarederivater op til fornyet overvejelse.

Med hensyn til nødforanstaltninger i tilfælde af ugunstige hændelser eller en ugunstig udvikling, som udgør en alvorlig trussel mod den finansielle stabilitet eller markedstilliden i henhold til artikel 18, 19, 20 og 21, i forordningen om short selling, er ESMA af den opfattelse, at bestemmelserne i forordningen om short selling generelt er nødvendige og hensigtsmæssige. Kommissionen deler denne opfattelse.

## **8. KONKLUSIONER**

Kommissionen mener, at på grundlag af de begrænsede oplysninger, der hidtil har været til rådighed, kan man sige, at forordningen om short selling har haft en positiv virkning i form af større gennemsigtighed i forbindelse med short selling, færre fejlagtige afviklinger og en forholdsvis blandet økonomisk virkning. Der er ingen afgørende beviser for en betydelig negativ virkning af forordningen om short selling i form af mindre likviditet i forbindelse med credit default swaps på statsobligationer. ESMA's rapport indeholder ikke bemærkninger om større negative økonomiske virkninger af forordningen om short selling, som efter Kommissionens mening kunne berettige en ændring af forordningen om short selling på kort sigt. Generelt viser den empiriske dokumentation, der er til rådighed, at forordningen om short selling har haft nogle gavnlige virkninger for volatiliteten, en blandet indvirkning på likviditeten og har ført til en mindre tilbagegang i forbindelse med prisfastsættelsen.

I henhold til ESMA's egne bemærkninger bør konklusionerne i rapporten tages med forsigtighed på grund af den korte tid, der var til rådighed for evalueringen, siden forordningen trådte i kraft, og den deraf følgende mangel på oplysninger. De kompetente myndigheder og markedsdeltagerne erkender, at dette korte tidsrum og vurderingen, der er udfærdiget på grundlag af de begrænsede oplysninger, gør det vanskeligt at drage præcise konklusioner om, hvorvidt målene med forordningen om short selling om at forbedre vilkårene for markedets virkemåde og sikre et højt niveau af investorbeskyttelse er nået (ESMA's rapport, punkt 12-13). Hertil kommer, at retningslinjerne for "market making", som er vedtaget af ESMA, har kun været gældende siden april 2013.

Selv om ESMA er kommet med nogle henstillinger om tilpasninger af forordningen om short selling, navnlig vedrørende lokaliseringsreglen, market making-fritagelsen og de kompetente myndigheders beføjelser til at indføre kortfristede forbud, har ESMA rådet Kommissionen til at tage sin vurdering af forordningen om short selling og dens gennemførelsesbestemmelser

op til ny vurdering på et senere tidspunkt, når flere oplysninger og mere erfaring er til rådighed. ESMA har også henledt Kommissionens opmærksomhed på de økonomiske konsekvenser, som ændringer i de lovgivningsmæssige rammer så kort tid efter ikrafttrædelsen kunne have for investorer og kompetente myndigheder. Endelig er den samlede kvantitative analyse af virkningerne af forordningen om short selling, der præsenteres i ESMA's rapport, underlagt visse forbehold, der har en væsentlig indvirkning på, hvordan virkningen af forordningen om short selling skal fortolkes. Navnlig er de af ESMA anvendte metoder i forbindelse med den tekniske vurdering af forordningen om short selling underlagt modelrisikoen og empiriske grænser.<sup>4</sup> Ifølge ESMA er der også risiko for, at analysen alligevel omfatter visse eksterne faktorer, der kan fordreje de deri anførte konklusioner.

Kommissionen er derfor af den opfattelse, at det baseret på de foreliggende oplysninger er alt for tidligt til at drage pålidelige konklusioner om forordningen om short selling, som berettiger en ændring af lovgivningen på dette stadium.<sup>5</sup> Kommissionen vil derfor fortsat overvåge anvendelsen af forordningen om short selling. For at sikre, at de retlige rammer om short selling fungerer gnidningsfrit, mener Kommissionen, at en ny vurdering af egnetheden og virkningen af forordningen om short selling, som svarer til den, der er beskrevet i artikel 45 i forordningen om short selling, kan udføres baseret på yderligere empiriske data og dokumentation, og når de kompetente myndigheder har indsamlet tilstrækkelig lovmæssig erfaring om anvendelsen af forordningen om short selling. En sådan vurdering vil kunne udarbejdes inden udgangen af 2016, dvs. tre år efter ikrafttrædelsen af forordningen om short selling. En sådan analyse af virkningerne og konsekvenserne af forordningen om short selling bør være baseret på input fra ESMA, analysen af de foreliggende data og tilbagemeldinger fra de kompetente myndigheder og markedsdeltagerne.

---

<sup>4</sup> Dette blev også understreget i ESMA's rapport punkt 8.

<sup>5</sup> I den forbindelse henvises der til den verserende sag ved EU-Domstolen i sag C-270/12, hvor Det Forenede Kongerige har ønsket annullation af artikel 28 i forordningen om short selling.