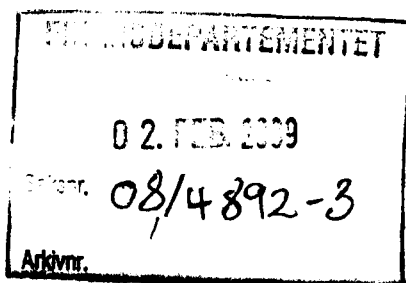


Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO



KREDITILSYNET
The Financial Supervisory Authority of Norway

UNNTATT OFFENTLIGHET
Offvl. § 15 første ledd første punktum

Opphevet

Saksbehandler: Ineke Arnstad
Dir. tlf.: 22 93 99 97
Vår referanse: 08/11684
Deres referanse: 08/4892 FM AaN
Arkivkode: 409
Dato: 30.01.2009

VURDERINGER I FORBINDELSE MED SHORTSALG

1. Innledning

Kredittilsynet viser til Finansdepartementets brev datert 26. september 2008 og brev datert 9. januar 2009, samt telefonsamtale 13. januar 2009 der fristen for svar ble forskjøvet. I de nevnte brevene ber Finansdepartementet om at Kredittilsynet redegjør for situasjonen i land hvor forbud mot, eller andre tiltak knyttet til shortsalg er innført. Kredittilsynet ble også bedt om å vurdere om forbud mot shortsalg i andre land vil kunne føre til økt shortsalg i Norge, og vurdere om det er behov for norske tiltak eller regelendringer knyttet til shortsalg både ut fra hensynet til institusjonene under tilsyn og ut fra hensynet til verdipapirmarkedet, samt utarbeide forslag til eventuelle tiltak.

Kredittilsynet foreslår at forbudet mot å foreta udekket shortsalg utvides fra å gjelde bare verdipapirforetak, til også å gjelde investorer. Det foreslås også at overtredelser av forbudet kan sanksjoneres med vinningsavståelse eller straff. Videre foreslås det at Kredittilsynet gis adgang til å pålegge et midlertidig forbud mot shortsalg, så vel dekket som udekket. Det midlertidige forbudet kan også omfatte derivatkontrakter med tilsvarende virkning på kursen som et ordinært shortsalg.

Det har vært vurdert om det bør innføres et fullstendig permanent forbud mot shortsalg, det vil si også dekket shortsalg. Kredittilsynet legger til grunn at anledningen til dekket shortsalg bør videreføres inntil det internasjonalt eller nasjonalt er gjennomført mer omfattende utredninger som eventuelt definerer et behov for et totalforbud. Kredittilsynet understreker at de norske krav om tilgang til de finansielle instrumenter (dekning) hele tiden har bidratt til et vesentlig mindre omfang av shortsalg i Norge enn det en har sett i andre markeder.

I det følgende omtales shortposisjoner generelt, dernest gis en oversikt over tiltak som ble gjennomført av Norge og en rekke andre land under den finansielle uroen høsten 2008, samt spørsmål omkring et fullstendig forbud mot shortsalg. Videre behandles gjeldende rett og forslag til nye bestemmelser.

KREDITILSYNET side 1 av 11

2. Generelt om shortposisjoner

En shortposisjon innebærer at investoren vil tjene på at kursen på et bestemt finansielt instrument faller. Det går et viktig skille mellom dekket og udekket shortsalg. Udekket shortsalg kan gi leveringsproblemer i oppgjøret og åpner opp for uheldig kurspåvirkning.

En shortposisjon kan investoren innta på forskjellige måter. Kredittilsynet mener at det systematisk må skilles mellom:

- 1) Salg av finansielle instrumenter selger ikke eier (shortsalg) hvor det er forutsatt at selger skal levere.
- 2) Shortposisjon gjennom et derivat med fysisk oppgjør uten å eie underliggende. For eksempel hvor investoren har utstedt en kjøpsopsjon eller solgt på termin og hvor det skal foretas en levering av det underliggende finansielle instrumentet
- 3) Shortposisjon gjennom et derivat med finansielt oppgjør uten å eie underliggende. For eksempel hvor investoren har solgt en kjøpsopsjon eller salg på termin, uten leveringsforpliktelse kun en forpliktelse til finansielt oppgjør. Normalt påløper imidlertid en potensiell leveringsforpliktelse når det handles standardiserte derivater (dvs via et børsnotert derivatmarked med en oppgjørssentral). Ved OTC-kontrakter eller privatforhandlede avtaler kan det avtales uten levering, det vil si med utelukkende finansielt oppgjør.

Fellestrekket ved første posisjon og annen posisjon er at avtalen munner ut i et krav om levering av det solgte finansielle instrumentet. Særtrekket ved tredje posisjon er at avtalen munner ut i et krav om finansielt oppgjør. Særtrekket ved første posisjon er at det er salg av underliggende innenfor normal oppgjørsperiode (T+3).

Fellestrekket mellom annen og tredje posisjon er at det er derivatposisjoner. For samtlige posisjoner medfører en kursoppgang et tap for investoren som har inntatt shortposisjon. I prinsippet kan en shortposisjon medføre et ubegrenset tap, fordi det teoretisk sett ikke er noen grense for hvor høyt verdien av et finansielt instrument kan gå. Derfor er denne risikoen særskilt regulert når det gjelder verdipapirforetakene med krav om tilgang til de finansielle instrumentene (dekket shortsalg), og krav om betryggende sikkerhet ved derivathandel.

Salg av finansielle instrumenter, dvs posisjon 1, er regulert i verdipapirhandelloven (vphl) § 10-4, både når det gjelder verdipapirforetaks mellommannshandel og handel for egen regning. Vphl § 10-4, lyder:

- (1) *Ved salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier, må foretaket ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.*
- (2) *Verdipapirforetak kan bare formidle og utføre ordre om salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet.*

For derivatposisjoner, det vil si posisjon 2 og 3, er disse regulert i vphl § 10-6, både når det gjelder verdipapirforetaks mellommannshandel og egenhandel. Vphl § 10-6, lyder :

- (1) *Ved formidling av og handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 4, skal verdipapirforetak påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om sikkerhetsstillelse.*
- (2) *Ved handel som foretas under medvirkning av norsk eller utenlandsk oppgjørssentral som driver virksomhet som nevnt i § 2-6, skal verdipapirforetak påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som den oppgjørssentralen krever.*
- (3) *Første ledd gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel for egen regning.*

Det første hovedproblemet når det gjelder shortposisjoner generelt, og fysisk salg spesielt, oppstår ved salg av finansielle instrumenter selgeren ikke eier, nemlig om leveringsforpliktelsen kan oppfylles. Leveringsforpliktelsen er regulert gjennom at gjeldende bestemmelse i § 10-4 krever at verdipapirforetaket skal påse at investoren har dekning. Denne problemstillingen kom på spissen i Opticom-saken og i Tandberg Data-saken (se nedenfor under omtale av saken).

For det annet er det en problemstilling om hvilke short-posisjoner som kan påvirke kursene. Et spørsmål er om derivat-posisjoner med rent finansielt oppgjør, hvor ikke underliggende anvendes som sikkerhetsstillelse, kan ha direkte kurspåvirkende effekt. I prinsippet eksisterer en direkte relasjon mellom derivatet og underliggende. Denne opererer uavhengig av om man leverer eller ikke. Investorer kan uttrykke et syn på fremtiden både i spot-markedet og i futures/termin/opsjonsmarkedene. Det eksisterer også arbitrasjerelasjoner (matematiske sammenhenger) som tilsier at prisene i markedet for fremtidig levering påvirker prisene for levering i spotmarkedet.

Et viktig skille går som nevnt innledningsvis mellom dekket og udekket shortsalg. Selger er dekket dersom han har sikker tilgang de finansielle instrumentene på leveringstidspunktet. Slik sikkerhet etableres vanligvis gjennom innlån av det finansielle instrumentet. Det kan også sikres tilgang på andre måter. Udekket shortsalg innebærer med andre ord at selger ikke har tilgang til de finansielle instrumentene på leveringstidspunktet. Skillet har betydning i to henseende. For det første innebærer tilgang (dekning) at oppgjørsrisikoen og leveringsrisikoen minsker relativt med hvor sikker tilgangen er. For det annet innebærer omkostningene med å sikre seg tilgang (dekning) at det blir dyrere å selge short enn hvor posisjonen er udekket. Dette siste momentet medfører en reduksjon i omfanget av shorthandel i forhold til om det hadde vært åpent for udekket shorthandel, som ikke medfører nevnte kostnader.

Følgende tabell kan gi en oversikt:

		dekket shortsalg	udekket shortsalg
spot			
derivat	standardisert		
	ikke standardisert		

For fysisk salg er skillet mellom dekket og udekket shortsalg særlig viktig i relasjon til leveringsrisikoen. Imidlertid ikke så mye i relasjon til kriseforsterkende effekter. For derivater skiller man mellom standardiserte (oppgjør-sentral) og ikke-standardiserte (OTC, terminmarkedet). For standardiserte derivater er problemstillingen dekket/udekket mindre relevant. Fordi de fleste kontrakter ikke går til levering, men stenges før forfall. Dette gjelder for alle indeksprodukter. For ikke standardiserte derivater er problemstillingen relevant i de tilfeller disse går til fysisk levering, som de ofte gjør (men ikke alltid, dette avhenger av marked).

Det vanlige organiserte shortsalg (dekket) er med etablert låneordning og terminering av shortposisjonen om tre eller seks eller ni måneder etc. Man må skille mellom shortsalg gjort i det fysiske markedet og shortsalg gjort i derivatkontrakter. Prisutviklingen i disse to markedene henger sammen. Shortsalg i derivat-markedet kan også forsterke en prisnedgang. I det følgende vil Kredittilsynet omhandle betydningen av noen av de her nevnte forhold i den utstrekning de har betydning for valg av fremtidig regulering.

Dersom utsteder av opsjonen i det standardiserte opsjonsmarkedet ikke har stengt kontrakten før forfall og den på forfallstidspunktet er "in the money" (med gevinst for opsjonskjøper), går kontrakten til fysisk levering. Det normale er imidlertid at kontrakten stenges i god tid før forfall og at det foretas et kontantoppgjør. I indekskontrakter er det alltid kontantoppgjør. I

"futuresmarkedet" stenges også de fleste kontrakter før forfall. Dersom kontrakten ikke stenges før forfall går den til fysisk levering. Her er det igjen et unntak for indeksprodukter. Kredittilsynet antar at det ikke er vanlig i Norge med "futureskontrakter" på enkeltpapir. I OTC-markedet for opsjoner antas det også at det vanlige er kontantoppgjør og at det heller ikke er uvanlig at kontraktene stenges før forfall. Noen terminmarkeder forutsetter normalt levering, for eksempel valutamarkedet. Den spesifikke risikoen med leveringsplikt er at den som skal levere kan komme i en "short-skvis". Det betyr at investoren ikke får tak i verdipapiret til en rimelig pris. Det kan i noen tilfeller komme av at noen har "cornered the market", dvs kjøpt opp så mange papirer at short-selger ikke får kjøpt inn papirer til dekning av shortposisjonen. Dette er en form for markedsmanipulasjon.

Videre har det særlig vært pekt på tre mulige konsekvenser av shortsalg:

- 1 En forstyrrende virkning på den alminnelige kursutviklingen i markedene som sådan med den effekt at andre forhold enn reelt tilbud og etterspørsel påvirker prisdannelsen. Denne innvendingen kan man imidlertid også reise mot long-posisjoner. For eksempel hevdes det at den boblen vi har sett i markedene er et direkte resultat av "selvforsterkende" kjøp. Og at short-muligheten kan virke disiplinerende i forhold til boble-dannelse.
- 2 Muligheter for å manipulere prisdannelsen for enkeltaksjer og andre finansielle instrumenter,
- 3 Økt risiko i oppgjøret ved at solgte aksjer ikke kan leveres dersom shortposisjoner ikke kan dekkes inn ved kjøp eller lån.

Når det gjelder faren for en forstyrrende virkning på den alminnelige kursutviklingen, vil problemet for likvide aksjer først kunne oppstå dersom det foregår omfattende shortsalg. Det er mulig at dette problemet reduseres noe så lenge det stilles krav om at shortsalg skal foregå på dekket basis. Imidlertid er kostnaden ved å låne verdipapirer normalt forholdsvis lav, og vesentlig mindre enn potensiell gevinst i et fallende marked. Faren for manipulasjon av enkeltaksjer eller andre finansielle instrumenter er til stede også i det norske markedet. Forbudet mot prismanipulasjon i vphl § 3-8 er imidlertid ment å forebygge dette.

Økt risiko for manglende evne til levering av aksjer i forbindelse med verdipapiroppgjøret er imidlertid etter Kredittilsynets vurdering et reelt problem. Dette har blant annet materialisert seg i forbindelse med omfattende shortsalg av Opticomaksjen i 2006 og Tandberg Data aksjen 2008, hvor kjøpere ikke fikk levert kjøpte aksjer, og hvor investorer som foretok udekket shortsalg ikke kunne levere aksjer i oppgjøret. Verdipapirforetakene som er ansvarlig ovenfor sine kunder for riktig levering og oppgjør, vil i slike situasjoner kunne komme i en vanskelig situasjon dersom de ikke evner å fremskaffe aksjer som skal leveres. Dette vil kunne resultere i at det må foretas kjøp i et marked hvor tilbudet er svært begrenset og hvor kursen følgelig vil kunne bli presset høyt opp, såkalt shortskvis.

3. Shortposisjoner og den finansielle uroen høsten 2008 – Tiltak

Under uroen høsten 2008 ble det observert at internasjonale finansaktører gjennom omfattende udekkede shortsalg presset ned kursene på utsatte børsnoterte finansinstitusjoner. Dette var mulig fordi deler av markedet opptrådte panisk og irrasjonelt. Finansinstitusjonenes tilgang på finansiering var presset, og kursfallet på deres utstedelser virket selvforsterkende på finansieringsbehovet, verdien på sikkerheter og tilgangen på finansiering. På grunn av finansinstitusjonenes avhengighet av markedene for å inneha tillit og tilgang på likviditet, var slike salg egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet i den aktuelle markedssituasjonen.

Under den finansielle uroen høsten 2008 grep reguleringsmyndigheter i en rekke land inn mot så vel dekket som udekket shortsalg i bestemte finansielle instrumenter, fordi de la til grunn en antakelse om at shortsalgene forsterket kursnedgangen og bidro til en forverring av situasjonen.

USA, Storbritannia og Irland var 18. september 2008 først ute med å innføre et midlertidig forbud mot shortsalg av finansaksjer. 19. september fulgte Tyskland og Frankrike etter. Senere har blant andre Australia (21. september), Italia (1. oktober), Nederland (5. oktober) og Danmark (13. oktober) innført slike forbud.

I dagene før 8. oktober 2008, ble det reist spørsmål om hvorvidt slike salg også foregikk i norske børsnoterte finansinstitusjoner, og om internasjonale aktører med shortsalg strategier ville gå inn i det norske markedet etter hvert som andre markeder ble lukket. Kredittilsynets undersøkelser i disse dagene kunne ikke utelukke at det forekom shortsalg i visse papirer utstedt av norske finansinstitusjoner på Oslo Børs. Som tidligere nevnt, innførte Kredittilsynet restriksjoner på shortsalg 8. oktober 2008. Undersøkelser Kredittilsynet gjennomførte av handler i perioden 9. – 27. oktober 2008 ga ingen klare indikasjoner på shortsalg i norske finansaksjer.

Den 8. oktober 2008 opphevet USA det midlertidige forbudet på bakgrunn av kongressens vedtak 3. oktober 2008 om godkjenning av den finansielle krisepakken. I USA er udekket shortsalg i utgangspunktet tillatt, men som en delvis videreføring av det midlertidige totalforbudet har SEC innført et midlertidig forbud mot udekket shortsalg. Forbudet varer fram til 31. juli 2009.

Storbritannia og Irland opphevet det midlertidige forbudet 16. januar 2009, også her med visse forbehold. Frem til 30. juni 2009 må alle aktører som oppretter en netto shortposisjon på 0,25% eller mer av de utestående aksjene i britiske finansinstitusjoner, melde fra om dette til myndighetene. Det samme gjelder dersom en rapporteringspliktig posisjon økes eller reduseres med 0,1 prosentpoeng eller mer.

I Australia omfattet det midlertidige forbudet i utgangspunktet alle noterte aksjer, men fra 19. november 2008 kun aksjer i finansinstitusjoner. Etter 19. november 2008 er det likevel rapporteringsplikt for dekket shortsalg av andre aksjer enn finansaksjer på ubestemt tid.

Utvalgte land som har innført forbud mot dekket shortsalg av finansaksjer:

Land	Ikrafttredelsesdato	Opphevelsesdato
USA	18. september 2008	8. oktober 2008
Storbritannia	18. september 2008	16. januar 2009
Irland	18. september 2008	16. januar 2009
		Antatt opphevelsesdato
Tyskland	19. september 2008	31. mars 2009
Frankrike	19. september 2008	Ikke bestemt
Australia	21. september 2008	27. januar 2009
Italia (alle aksjer)	1. oktober 2008	31. januar 2009
Nederland	5. oktober 2008	28. februar 2009
Norge	8. oktober 2008	Ikke bestemt
Danmark	13. oktober 2008	Ikke bestemt

Dokumentasjonen om erfaringene med myndighetsinngrep høsten 2008 som Kredittilsynet så langt har oversikt over, viser at det hefter betydelig usikkerhet så langt gjelder spørsmål om

betydningen av disse inngrepene. Kredittilsynet har mottatt en rapport¹ utarbeidet på oppdrag av internasjonale investormiljøer, datert 30. november, offentliggjort 17. desember 2008. Hovedfunnene i rapporten er oppsummert slik:

- 1) Man finner ingen sterk støtte for at innføring av restriksjoner på shortsalg i UK eller andre steder har endret mønsteret for aksjeavkastningen. Aksjer som var gjenstand for restriksjoner "oppførte" seg nokså likt i forhold til hvordan de "oppførte" seg før innføringen av restriksjonene og i forhold til "oppførselen" til aksjer som ikke var underlagt restriksjonene.*
- 2) Ved å sammenligne adferd på tvers av land hvor restriksjonenes innhold varierte, fant man ikke noe systematisk mønster konsistent med forventet effekt av ny regulering*
- 3) Man fant heller ingen tegn på den forventede innvirkning av innstrammingene. Autokorrelasjons-koeffisienten og kvaliteten av relevante statistikker er noe lavere i perioden forut for restriksjonene.*
- 4) Regresjonsanalysene viser at enhver endring i nøkkelstatistikk hovedsakelig er drevet av sektorvis innflytelse, framfor restriksjoner på shortsalg. Det er oppdaget enkelte systematiske endringer i adferd omkring finansielle sektors aksjer, men det kunne ikke identifiseres sterke bevis for systematisk innvirkning av restriksjonene.*

Kredittilsynet legger til grunn at det ennå er for tidlig, hvis det i det hele tatt er mulig, å foreta en mer eksakt evaluering av restriksjonene på shortsalg. Systematisk er det vanskelig å isolere de ulike elementene som til sammen bestemmer en kursutvikling. Imidlertid observerer Kredittilsynet at store markeder som USA, UK og Tyskland beholder restriksjonene på shortsalg helt eller delvis, eventuelt avviker dem med forebehold.

4. Spørsmål om forbud mot shortsalg

Det har vært vurdert om det bør innføres et fullstendig forbud mot shortsalg, det vil si også dekket shortsalg. Kredittilsynet legger til grunn at anledningen til dekket shortsalg bør videreføres inntil det internasjonalt eller nasjonalt er gjennomført mer omfattende utredninger som eventuelt definerer et behov for et totalforbud. Kredittilsynet understreker at de norske krav om tilgang til de finansielle instrumenter (dekning) hele tiden har bidratt til et vesentlig mindre omfang av shortsalg i Norge enn det en har sett i andre markeder.

I henhold til finans teori og markedspraksis gir adgangen til shortsalg en anledning for markedsaktører til å gi signaler om hvilken vei de mener at kursutviklingen i de enkelte papirer skal gå. Markedsaktører peker i denne sammenheng på at shortsalg kan være et reelt alternativ til å selge aksjer dersom man mener aksjen er overpriset. Det vil inngå som et nyttig instrument særlig for større porteføljeinvestorer. Dersom en aksje ut fra tekniske forhold vurderes som overpriset, vil shortsalg således kunne bidra til å korrigere prisen. I større målestokk vil dette kunne bidra til å motvirke prisbobler i enkeltaksjer eller grupper av aksjer. Det kan heller ikke utelukkes at shortsalg kan motvirke forsøk på å manipulere opp priser på enkeltinstrumenter. I tillegg gir shortsalg mulighet for å tjene penger i nedgangstider, bidrar til likviditet og kan benyttes som sikringsinstrument. Det bør også tas med i vurderingen at totalforbud ikke forekommer i andre mer utviklede markeder. Totalforbud i Norge vil virke konkurransevridende til ulempe for norske aktører og markeds plasser. I tillegg vil forbud mot shortsalg ikke være overensstemmende med at det nå er åpnet for Spesialfond. Shortposisjoner er en del av slike fonds strategier.

¹ "The impact of Short sales Restrictions", Ian W. Marsh and Norman Niemer

I ekstremt volatile perioder kan et forbud mot shortsalg forsterke volatiliteten fordi aktører med negativt markedssyn ikke får "handlet ut" sine forventninger. Markedet får således ikke priset inn disse aktørenes aggregerte markedsforventninger effektivt og resultatet av dette kan bli plutselige og kraftige svingninger etter hvert som all negativ informasjon tilkommer markedet.

Eksempler på andre tiltak som kan være aktuelle i forbindelse med shortsalg er meldeplikt for shortsalg (eksempelvis slik UK og Irland har innført i britiske finansinstitusjoner se over i punkt 3) og shortsalg-register. Imidlertid er disse tiltakene deler av de temporære shortsalgrestriksjonene og ikke permanente tiltak. Det er Kredittilsynets vurdering at slike tiltak ikke bør innføres som permanente tiltak nå, men at man bør avvente hva som blir resultatet av prosessen som pågår internasjonalt for tiden med evaluering og mulige regleverksendringer når det gjelder shortsalg. I etterkant av Opticomsaken på oppdrag fra Finansdepartementet vurderte Kredittilsynet hensiktsmessigheten av shortsalgregister. Kredittilsynet vurderte det da slik at det ikke var hensiktsmessig på grunn av kostnader, pålitelighet og praktisk gjennomføring. Kredittilsynet vurderer ikke dette spørsmålet annerledes i dag, men utelukker ikke at dette kan vurderes på nytt i lys av internasjonal og nasjonal utvikling.

Det gjøres oppmerksom på at shortsalg ikke er regulert i MiFID jf Ot. prp. nr 34 side 156 (pkt. 7.12.7 "udekket shortsalg") hvor det fremgår at forhold som omhandler salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier, faller utenfor MiFIDs virkeområde.

5. Nærmere om gjeldende rett

Som nevnt innledningsvis fremgår den eneste direkte regulering av shortsalg (shortposisjon 1) av verdipapirhandeloven § 10-4, som lyder:

- (1) Ved salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier, må foretaket ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.*
- (2) Verdipapirforetak kan bare formidle og utføre ordre om salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet.*

Bestemmelsen retter seg mot verdipapirforetakene og ikke mot investor. Bestemmelsens første ledd stiller krav til dekning (tilgang til de finansielle instrumentene) ved verdipapirforetakenes egenhandel, mens annet ledd stiller krav om at verdipapirforetakene skal påse at kunden har dekning når verdipapirforetakene opptrer som mellommenn (ved utførelse av ordre).

Formålet med bestemmelsen er å eliminere verdipapirforetakenes leveringsrisiko. Vphl. § 10-4 er et rammevilkår for å sikre verdipapirforetak mot den leveringsrisiko som er forbundet med shortsalg. Bestemmelsens virkeområde er videre begrenset til salg av finansielle instrumenter med fysisk oppgjør, ikke shortposisjon som følger av en derivatkontrakt. Pliktsubjekter i henhold til bestemmelsen er avgrenset til verdipapirforetak som yter investeringstjenester i Norge, herunder grenseoverskridende. Bestemmelsen omfatter derfor ikke verdipapirforetak som handler i Norge, men utelukkende yter tjenester til investorer i utlandet.

Kredittilsynet ser ikke bort fra at kravet om dekning har dempet volumet av shortsalg. Kravet om dekning medfører noe høyere kostnader for verdipapirforetakene og investor. Kostnadene øker formodentlig i takt med økt risiko for problemer knyttet til rettidig levering. Tilsvarende kan kostnadene øke ved risiko for kursøkning ved finansielt oppgjør.

Utover bestemmelsen i vphl § 10-4 kommer som nevnt § 10-6 om betryggende sikkerhet ved derivathandel til anvendelse. Disse bestemmelsene er avgrenset til bare å omfatte verdipapirforetakene som direkte pliktsubjekter. Utover disse bestemmelsene, kan bestemmelser i

loven kapittel 3 komme til anvendelse. Bestemmelsene omfatter alle typer shortposisjoner hvor enhver, herunder investor, er pliktsubjekt. Shortsalg kan følgelig være brudd på § 3-9 om urimelige forretningsmetoder og § 3-8 om forbudet mot kursmanipulasjon. Imidlertid er det ingen direkte regulering av shortsalg i kapittel 3.

I det følgende velger Kredittilsynet systematisk å skille mellom innføring av krav om dekket shortsalg for investorer og midlertidig forbud mot shortsalg i det hele tatt. Videre vurderes krav om dekket shortsalg på investornivå først (punkt 6. 1), dernest hjemmel for midlertidig forbud (punkt 6. 2).

6. Kredittilsynets vurdering

6. 1 Forslag til ny bestemmelse, § 3-14, krav om dekket shortsalg for investorer

6. 1. 2 Forslag

På bakgrunn av vurderingen som fremgår nedenfor foreslår Kredittilsynet en ny bestemmelse som omfatter enhver som selger finansielle instrumenter selger ikke eier:

Ny §3-14 Salg av finansielle instrumenter selger ikke eier

Ved salg av finansielle instrumenter selger ikke eier, må selger ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.

6. 1. 3 Vurdering

Blant annet på grunnlag av erfaringer fra Opticom-saken i 2005 og TAD-saken i 2008 ser Kredittilsynet at det foreligger gode grunner for å innføre en ny bestemmelse der personkretsen og virkeområdet til shortsalg-bestemmelsen i vphl § 10-4 utvides til å gjelde alle som selger finansielle instrumenter de ikke eier. Gjeldende bestemmelse i vphl § 10-4 første ledd omhandler som tidligere nevnt bare verdipapirforetakene.

Etter Kredittilsynets erfaring har et forbud mot udekket shortsalg mot verdipapirforetakene i vphl § 10-4 likevel ikke vist seg tilstrekkelig egnet til å forhindre udekket shortsalg i markedet. Det vises eksempelvis til sak vedrørende udekket shortsalg i Tandberg Data ASA. Saken ble avsluttet med kritikk til de involverte verdipapirforetakene. Denne saken tydeliggjorde at investor er den nærmeste til å forhindre udekket shortsalg, ved å sikre seg i forhold til rettidig levering. Saken viste videre at verdipapirforetakenes manglende oversikt over kundens ulike posisjoner i andre deler av markedet, medfører at foretakene kan villedes.

Det vil således være hensiktsmessig at det nedfelles et tydelig forbud mot udekket shortsalg i det generelle adferdskapittelet i verdipapirhandelloven. Et forbud nedfelt i verdipapirhandelloven kapittel 3 rettet mot enhver vil for det første omfatte og likebehandle innlendinger og utlendinger så langt de handler i Norge. For det annet pålegges plikten direkte på den som tar initiativet til salget og som dermed normalt er nærmest til å ha oversikt. For det tredje vil det medføre en likebehandling av investorer med hensyn til kostnader, da alle blir underlagt samme krav til dekning. I tillegg vil det bedre forutsigbarheten for investorer i verdipapirmarkedet. Det er Kredittilsynets mening at en slik bestemmelse vil styrke tilliten til verdipapirmarkedet, særlig sett i lys av seinere tids hendelser og reaksjoner fra markedsaktører. Dette innebærer at alle investorer, både privatpersoner og foretak, vil omfattes av forbudet mot udekket shortsalg. Eventuell sanksjonering av denne type adferd nødvendiggjør også en klar forbudsbestemmelse. Bestemmelsen er begrenset til salg (shortposisjon 1) ikke inngåelse av derivatkontrakter (shortposisjon 2) og 3)). Kredittilsynet antar at forbudet ikke vil ha noen merkbar effekt på investorenes interesse for å investere i det norske markedet.

For å effektivisere adferdsbestemmelsene i vphl § 3-14, er det nødvendig å kunne sanksjonere brudd på bestemmelsene. Det følger av vphl § 17-2 første ledd at brudd på § 10-4 første ledd kan medføre vinningsavståelse. I henhold vphl § 17-3 annet ledd nr 1 kan forsettlig eller uaktsom overtredelse også medføre straff. Det vil være naturlig at også overtredelse av ny vphl § 3-14 ilegges tilsvarende sanksjoner.

Forslaget til nye bestemmelser som nevnt ovenfor innebærer således at verdipapirhandelloven får en forbudsbestemmelse mot udekket shortsalg som innebærer at man kan *sanksjonere* investorer som har handlet udekket. Dette vil etter Kredittilsynets vurdering innebære en betydelig effektivisering av forbudet mot udekket shortsalg.

Ny vphl § 3-14 vil etter sin ordlyd også omfatte shortsalg verdipapirforetakene foretar som ledd i sin egenhandel. For å unngå dobbeltregulering av lovens krav til verdipapirforetakenes dekning ved shortsalg, foreslås det at vphl § 10-4 (1) oppheves. På denne måten vil kravet om dekning ved shortsalg være samlet i en bestemmelse (vphl § 3-14), som gjelder for enhver. Følgelig vil nåværende vphl § 10-4 (2) etter lovendringen bli vphl § 10-4 (1).

6. 2 Forslag til ny bestemmelse vphl § 17-5, midlertidig forbud mot shortsalg

6. 2. 3 Bakgrunn/ utenlandsk rett

Kredittilsynets beslutning om å legge et midlertidig forbud mot shortsalg av enkelte finansaksjer 8. oktober 2008, ble hjemlet i vphl § 3-9 første ledd.

Kredittilsynets vurdering i henhold til beslutning i pressemelding nr. 34/2008, var at shortsalg i den aktuelle markedssituasjonen var i strid med vphl. § 3-9 første ledd som lyder:

(1) Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

Bestemmelsen setter et generelt forbud mot urimelige forretningsmetoder og omhandler følgelig ikke shortsalg spesielt. Kopi av pressemeldingen følger som vedlegg.

UK og Tyskland innførte i likhet med Norge midlertidig forbud mot shortsalg. Forbudet i disse to landene var hjemlet i de respektive lands verdipapirlovgivning, som gir en generell hjemmel for å innføre midlertidige bestemmelser eller gjøre midlertidige inngrep i verdipapirmarkedene.

UK hjemlet forbudet i "The Financial Services and Markets Act § 119". Bestemmelsen gir FSA (britiske tilsynsmyndigheter) fullmakt til å utstede "codes" (kan sammenlignes med rundskriv) der det spesifiseres hva som anses som markedsmissbruk.

Tyskland hjemlet det midlertidige forbudet i "Wertpapierhandelsgesetz § 4". Bestemmelsen innebærer at BaFin (tyske tilsynsmyndigheter) kan treffe nødvendige vedtak for å forebygge eller avskjære en utvikling i retning av mindre velfungerende verdipapirmarkeder. BaFin legger til grunn at bestemmelsen er en slags blankofullmakt til inngrep i verdipapirmarkedene og at den utgjør adekvat lovhjemmel for det midlertidige forbudet.

På bakgrunn av manglende hjemmel for et midlertidig forbud i dansk verdipapirlovgivning, vedtok Folketinget i Danmark etter en hastebeslutning en ny bestemmelse i den danske verdipapirhandelloven § 39 b, som lyder: "*Finanstilsynet kan fastsette regler om forbud mod short sælling af aktier.*" Med hjemmel i denne bestemmelsen ble det etter en "hastehøring" innført en forskrift (*Bekendtgørelse om short-selling*) som forbød shortsalg. Forskriften må følgelig oppheves for at det midlertidige forbudet i Danmark skal opphøre.

6. 2. 4 Forslag

På bakgrunn av vurderingen nedenfor foreslår Kredittilsynet en ny hjemmel for å midlertidig forby shortsalg under markedsforhold hvor slike salg kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet.

Ny § 17-5 Midlertidig forbud mot salg av finansielle instrumenter som selger ikke eier

Kredittilsynet kan midlertidig forby salg av finansielle instrumenter selger ikke eier, under markedsforhold hvor slike salg kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet. Forbudet kan i tillegg omfatte inngåelse av derivatkontrakter med virkninger som nevnt i første punktum.

6. 2. 5 Vurdering

I forbindelse med Kredittilsynets vurdering av hjemmelsgrunnlag i forbindelse med forbudet 8. oktober 2008, ble det vurdert hvorvidt bestemmelsen om god forretningsskikk for verdipapirforetakene vphl § 10-11 første ledd kunne anvendes. Etter en gjennomgang fant man likevel at bestemmelsen ikke favnet vidt nok, fordi den ikke omfatter utenlandske verdipapirforetak som yter grenseoverskridende tjenester jf vphl § 9-26. Vphl § 3-9 var imidlertid egnet i denne sammenheng, fordi den både omfatter verdipapirforetak og investorer. Videre begrenses ikke anvendelsen av lovbestemmelsen i forhold til grenseoverskridende tjenesteyting.

Det er likevel Kredittilsynets vurdering at det rettslige grunnlaget for det midlertidige forbudet mot shortsalg i vphl § 3-9 første ledd reiser en del tolknings- og subsumsjonsspørsmål. Det er på det rene at shorthandel er en "forretningsmetode ved handel i finansielle instrumenter". Spørsmålet er hva som skal til for at det skal ansees *urimelig*. Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er nødvendig å påvise en subjektivt klanderverdig handling, men tilstrekkelig å påvise en urimelig effekt.

Ordlyden i § 3-9 første ledd legger opp til en konkret vurdering av situasjonen i markedet. I ovennevnte sak ble det observert uvanlige markedsbevegelser med særskilt store kursutslag, særlig i enkelte finansaksjer. Etter Kredittilsynets vurdering hadde kursutslagene ikke grunnlag i den faktiske situasjonen i selskapene. Kredittilsynet mente derfor at shortsalg i de aktuelle aksjene sammenholdt med den rådende markedssituasjonen, ville kunne innebære en urimelig forretningsmetode. En problemstilling ved hjemmelsbruken er videre at shortsalg anses som urimelig forretningsmetode, uten at det på forhånd er vurdert om det konkrete tilfellet isolert sett ansees å oppfylle lovens kriterier. Tvert imot er vurderingen som er lagt til grunn at ethvert shortsalg anses som urimelig forretningsmetode. Imidlertid vil en uttalelse fra myndighetene slik som pressemeldingen datert 8. oktober, gi aktørene nødvendig forutsigbarhet mht hva som anses urimelig.

Etter Kredittilsynets vurdering vil en ny bestemmelse i § 17-5 gi en klar hjemmel, tydeliggjøre Kredittilsynets kompetanse og myndighetsansvar, og forenkle saksbehandlingen ved fremtidige vurderinger. Generelt vil også et midlertidig forbud mot shortsalg sikre en umiddelbar effekt i markedet. Dette i motsetning til de rene straffe- og sanksjonsbestemmelsene som primært har en preventiv effekt og kommer i ettertid. Bestemmelsen vil omfatte enhver som selger i det norske markedet. Også en som inntar en finansiell posisjon som innebærer at vedkommende må levere underliggende eller stille underliggende som sikkerhet, vil kunne omfattes av bestemmelsen. Slik omfatter bestemmelsen også inngåelse av derivatkontrakter som medfører shortposisjon som har eller antas å ha kurspåvirkende effekt.

Ny § 17-5 gir Kredittilsynet adgang til å ilegge midlertidig forbud under særlige markedsforhold. Vurderingstema i bestemmelsen er hvorvidt markedsforholdene kan medføre at shortsalg *"kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet"*. Erfaringene fra finanskrisen og aktørenes tilnærming og forbindelser til markedene for finansielle instrumenter, viser at under spesiell uro opphører normale markedsmekanismer å fungere. I slike faser oppstår rom for særlig skadelig kurspåvirkning. Finansinstitusjonenes avhengighet av verdipapirmarkedene viser seg å være kritisk, og framtrer på ulike måter. Oppsummert er det slik at kursene på deres utstedelser under gitte forhold kan være det forhold som medfører at de kommer i en situasjon hvor de ikke klarer å møte sine forpliktelser.

Kredittilsynet ser særlig for seg situasjoner hvor større hedgefond går inn med store udekkede posisjoner for å drive kursene nedover og således påføre større kursfall enn det forholdene ellers tilsier. Kredittilsynets inngripen vil kunne være nødvendig for å sikre tilliten til prisfastsettelsen i markedet.

6. Administrative og økonomiske konsekvenser

Lovendringene kan kreve noe merarbeid i forhold til oppfølgingen av de nye bestemmelsene.

For Kredittilsynet


Bjørn Skogstad Aamo
kredittilsynsdirektør


Eystein Kleven
seksjonsleder

Vedlegg;

- Pressemelding
- Lovforslag

LOVFORSLAG

I lov av 29. juni 2007, nr. 75 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

Ny §3-14 Salg av finansielle instrumenter selger ikke eier

Ved salg av finansielle instrumenter selger ikke eier, må selger ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.

§10-4 Salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket eller kunden ikke eier

Første ledd strykes da det anses som erstattet av § 3-14 og nåværende § 10-4 (2) blir 10-4 (1)

Ny kapitteloverskrift i kapittel 17

Kapittel 17. Forbud og sanksjoner

Ny §17-2

§ 3-14 og § 17-5 tilføyes i første ledd og § 10-4 første ledd strykes

Ny § 17-3

§ 3-14 og § 17-5 tilføyes i annet ledd nr 1.

Ny § 17-5 Midlertidig forbud mot salg av finansielle instrumenter som selger ikke eier

Kredittilsynet kan midlertidig forby salg av finansielle instrumenter selger ikke eier, under markedsforhold hvor slike salg kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet. Forbudet kan i tillegg omfatte inngåelse av derivatkontrakter med virkninger som nevnt i første punktum.