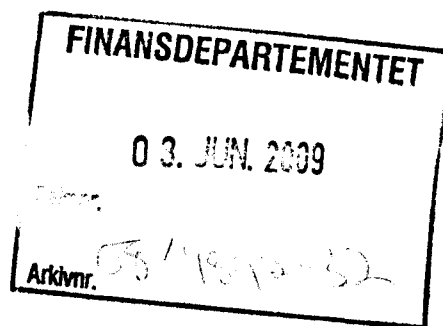




Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo



Også sendt pr. e-post til [postmottak@fin.dep.no](mailto:postmottak@fin.dep.no)

Deres ref: 08/4892  
FM MAO

Vår ref: #80821v1/th-th

Saksbehandler: Trude Hafslund  
th@jus.no T +47 22 03 50 61

26.05.2009

## Høringsuttalelse - forslag om lovendringer vedrørende shortsalg

Vi viser til departementets høringsbrev av 16. februar 2009 vedrørende ovennevnte høring.

Det er en prioritert oppgave for Advokatforeningen å drive rettspolitisk arbeid gjennom høringsuttalelser. Advokatforeningen har derfor en rekke lovutvalg inndelt etter fagområder. I våre lovutvalg sitter advokater med særskilte kunnskaper innenfor det aktuelle fagfelt og hvert lovutvalg består av advokater med ulik erfaringsbakgrunn og kompetanse innenfor fagområdet. Arbeidet i lovutvalgene er frivillig og ulønnet.

Advokatforeningen ser det som sin oppgave å være en uavhengig høringsinstans med fokus på rettssikkerhet og på kvaliteten av den foreslåtte lovgivningen.

I saker som angår advokaters rammevilkår vil imidlertid regelendringen også bli vurdert opp mot advokatbransjens interesser. Det vil i disse tilfellene bli opplyst at vi uttaler oss som en berørt bransjeorganisasjon og ikke som et uavhengig ekspertorgan. Årsaken til at vi sonderer mellom disse rollene er at vi ønsker å opprettholde og videreutvikle den troverdighet Advokatforeningen har som et uavhengig og upolitisk ekspertorgan i lovgivningsprosessen.

I den foreliggende sak uttaler Advokatforeningen seg som ekspertorgan. Saken er forelagt lovutvalget for børs- og verdipapirhandelrett. Lovutvalget består av Knut Bergo (leder), Anders Arnkværn, Kristin Normann, Susanne Munch Thore, Kim Dobrowen og Tonje Wang.

Advokatforeningen avgir følgende høringsuttalelse:

### 1. Utvidelse av forbudet mot udekket shortsalg

#### 1.1 Generelt

Advokatforeningen støtter i prinsippet forslaget i høringsnotatet hva angår forslaget til ny vphl. § 3-14, der forbudet mot udekkede shortsalg utvides til også å omfatte investorer.

Vi oppfatter ikke udekkede shortsalg som et stort problem i det norske verdipapirmarkedet, men i særskilte situasjoner kan dette medføre leveringsvansker for de involverte verdipapirforetak, hvilket Tandberg Data-saken illustrerer. I den grad forbudet mot udekket shortsalg skal opprettholdes, synes det naturlig at også investorer omfattes av forbudet, slik at det ikke kun er verdipapirforetak og verdipapirfond som er underlagt reguleringer i så måte.

## 1.2 Særlig om derivater

Det fremgår av lovforslaget at dette vil omfatte "finansielle instrumenter" generelt. Kravet til dekning for shortsalg vil i praksis kun gjelde for handelen med omsettelige verdipapirer, men kan teoretisk også gjelde verdipapirfondsandeler og sertifikater. Dette bør fremgå av lovteksten. Derimot er shortsalg av derivater ikke en aktuell problemstilling, i lys av at handel med derivater foregår ved at det etableres kontrakter, uten en etterfølgende levering av derivatet, noe som likeledes bør klargjøres i lovteksten.

Derivatkontrakter vil etter omstendighetene berettige og forplikte partene til levering av de underliggende instrumenter ved forfall (derivater med fysisk oppgjør). Spørsmålet om leveringskapasitet kan imidlertid her trygt overlates til de oppgjørssentraler som opererer disse markedene med de marginkrav mv de oppstiller. Det forekommer per i dag ikke noe organisert derivatmarked der et krav til "dekket salg" blir praktisert således at det, for derivater med fysisk oppgjør, kreves at selger har tilgang til underliggende instrument på det tidspunkt denne inngår derivatkontrakten. Et slikt forbud ville vært en åpenbar hindring for fremveksten av organiserte derivatmarkeder, ettersom det da kun ville være mulig å benytte markedene for kurssikringsformål (hedging). I den grad det kun er aktører med hedging formål som opererer i derivatmarkedene, vil markedene og likviditeten bli dramatisk forverret. I en meget tidlig fase av det svenske derivatmarkedets levetid hadde man slike reguleringer i Sverige, men de ble naturlig nok raskt opphevet.

Vi er av den oppfatning at det her er behov for en presisering med hensyn til at den nye bestemmelsen ikke er å forstå slik at den får anvendelse for investorer som engasjerer seg i derivatmarkedene, således at forbudet mot udekket shortsalg kun vil gjelde for handelen med omsettelige verdipapirer mv. i "spotmarkedene".

Bakgrunnen for dette er bl.a. at det i Norge opereres flere internasjonale derivatmarkeder i regi av Nord Pool ASA/Nord Pool Clearing ASA, IMAREX NOS og Oslo Børs/Oslo Clearing. I den grad det skapes usikkerhet knyttet til rammebetingelsene for innlendingers og utlendingers handel i disse markedene, vil dette kunne skape alvorlige vansker for de norske markedsplassene i den konkurransesituasjon som foreligger uten at det synes å være behov for en slik regulering. Vi vil på det sterkeste advare mot en regulering som kan skape usikkerhet med hensyn til at det skulle være norske legale restriksjoner som vil gjelde for deltakerne i disse markedene, som ikke oppstilles i andre relevante land. Dersom forslaget vedtas etter sin ordlyd vil en slik usikkerhet oppstå, fordi forslaget slik det er formulert gjelder "finansielle instrumenter" generelt.

## 1.3 Klargjøring av forbudets innhold

I forbindelse med utvidelse av forbudet mot udekket shortsalg er det naturlig at det også foretas en nærmere avklaring i lov eller forarbeider med hensyn til når shortsalg foreligger (jf lovens kriterium "salg av finansielle instrumenter selger ikke eier"), og hva som er tilstrekkelig "tilgang" for levering i slike situasjoner, jf også gjeldende lovs § 10-4.

Etter vårt syn er det vesentlig at det blir slått fast at det ikke er udekket shortsalg når en kunde selger verdipapirer han har kjøpt inn, men ikke har fått levert.

Advokatforeningen er ellers tvilende til om det er hjemmel i MiFID eller MAD eller annen internasjonal rett for å regulere shortsalg som utføres av utlendinger, selv om dette gjelder handel i verdipapirer notert på norsk regulert marked. Plasseringen i vphl kapittel 3 fremstår på denne bakgrunn som uheldig, ettersom kapitlet er basert på den territoriale avgrensningen i MAD, som ikke hjemler et forbud av den karakter det her er snakk om.

Vi vil i denne forbindelse anmode om at Finansdepartementet foretar en nærmere vurdering av den territoriale rekkevidden norske lovbestemmelser kan ha i forhold til utlendinger. Gitt at man måtte konkludere med at det er grunnlag for å regulere utlendingers forhold, vil vi sterkt oppfordre Finansdepartementet til å ikke la reglene gjelde for utlendinger, ut fra begrunnelsen om at en motsatt løsning vil kunne svekke det norske markedet.

## 2. Forslag til lovhjemmel for forbud mot shortsalg

Advokatforeningen er av den oppfatning at det ikke er grunnlag for en mer omfattende regulering av shortsalg, og at det på nåværende tidspunkt ikke er riktig å lovfeste en hjemmel for Kredittilsynet til å nedlegge forbud mot shortsalg.

Vi vil anbefale at man heller fremlegger dette som lovsak når det foreligger et mer bredt grunnlag for å vurdere egnetheten av et slikt direkte inngrep i prisdannelsen i markedet. Eventuelt bør det gis en forskriftshjemmel, slik at utferdigelsen av forskrift der Kredittilsynet gis hjemmel for slike inngrep, kan bli gjenstand for høring og bredere debatt på et tilfredsstillende grunnlag.

Som Kredittilsynet fremhever i høringsuttalelsen på side 6, foreligger det ingen støtte for at innføringen av restriksjoner mot shortsalg i fjor høst hadde nevneverdige virkninger med hensyn til å redusere volatiliteten i de aksjer som ble omfattet av forbudet. Rapporten det vises til, fremhever imidlertid at likviditeten ble svekket i de aktuelle aksjene, og man anbefaler at det anlegges en felles europeisk tilnærming til reguleringen.

Etter vårt syn kan fokuseringen på shortsalg fremstå som noe ensidig. Shortsalg er etter vårt syn en legitim investeringsstrategi blant flere. Det er like naturlig at prisen på en vare faller som at den stiger i et marked, basert på aktuell og forventet etterspørsel og tilbud. Den verserende økonomiske krisen har vist hvordan det har oppstått langvarige og store "verdibobler" innenfor en rekke segmenter av aktiva, uten at det har kommet nødvendige korreksjoner i markedene. Fra enkelte faglige hold blir det fremhevet at man generelt bør innstille seg på at oppgangstider vil (og bør) etterfølges av nedgangstider med hensyn til prisingen av aktiva på verdens børser, og at det her ikke minst er viktig at offentlige reguleringstiltak ikke skaper eller forsterker de markedsforstyrrelser som foreligger.

Generelt er det også grunn til å fremheve at et plutselig forbud mot shortsalg kan føre til en "long squeeze" for aktørene, og derved skape unormale markedsmekanismer. Det forhold at myndighetene gis hjemmel for slike inngrep, kan her i seg selv svekke tilliten til at markedene vil fortsette å fungere.

Slik det fremstår for oss, så har det prisfall man observerte i de amerikanske og europeiske finansaksjene i dagene frem mot de nasjonale forbud mot shortsalg høsten 2008, vist seg å være berettigede. Den internasjonale bankverden var i en reell krise høsten 2008, der statlige redningsoperasjoner var nødvendige i alle vestlige land for å sikre bankenes videre drift. Det var således klare underliggende grunner til at den vestlige verdens banker falt dramatisk på alle aksjebørser; dette var ikke "spekulantstyrte" kursfall. Det som skjedde, kan ses på under den synsvinkel at nasjonale myndigheter – for å beskytte bankene som også var under deres tilsyn – traff midlertidig tiltak med det formål å påvirke prisdannelsen i aksjemarkedene. En slik prioritering er ikke uproblematisk, spesielt sett i lys av det svake hjemmelsgrunnlaget som forelå og den langvarighet det norske forbudet har hatt.

Ikke minst i lys av dokumentasjonen om de usikre erfaringer fra myndighetsinngrep i Norge og sammenlignbare land høsten 2008, er det etter vårt syn ingen betryggende ordning at Kredittilsynet gis en blankofullmakt til å innføre nye forbud mot shortsalg. Denne type inngrep

mot særskilte investeringsstrategier er i strid med de legislative hensyn som er toneangivende i tilsynet med finansmarkedet, og kan altså bidra til forsterkede skjevheter i prisdannelsen og dermed lavere beskyttelsesgrad for aktørene som agerer ut fra kursene i aksjemarkedene. En diskresjonær fullmakt til Kredittilsynet vil også gå på bekostning av forutberegnelighet for aktørene, noe som er sentralt i verdipapirmarkedet.

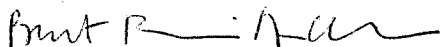
Forbudshjemmelen reiser også særlige spørsmål med hensyn til norske regulerte markeders konkurransevilkår, hvor det er særdeles viktig at de norske reglene ikke avviker fra det som følger av de europeiske direktivene.

Når det spesielt gjelder hjemmelen for å forby derivatkontrakter med finansielt oppgjør, så vil vi sterkt anbefale at man ikke gir Kredittilsynet lovhjemmel for å la et forbud få en slik rekkevidde. Spesielt i en situasjon der man forbyr shortsalg i det fysiske spotmarkedet, er det grunn til å la prisdannelsen i de kontantavregnede derivatmarkedene være fri. Hva angår de mer tekniske detaljer vil vi også peke på betydningen av at "hedging" salg må gå klar av et forbud.

Vi konstaterer ellers at det ikke foreslås nye regler om rapportering av shortsalg. Dette er noe oppsiktsvekkende i lys av det fokus man har hatt på dette i andre markeder. Vi vil stille spørsmål ved om ikke dette er en mer hensiktsmessig tilnærming enn hjemmel for diskresjonære forbud fra Kredittilsynet.

Vår generelle anbefaling er at det i denne fase ikke fremmes forslag om en generell hjemmel for forbud mot shortsalg, men at man heller avventer en utvikling på EØS-plan, hvorpå det bør foretas en bredere vurdering av tematikken, mest hensiktsmessig i et lovutvalg der også sentrale institusjoner i markedet er deltakere.

Vennlig hilsen



Berit Reiss-Andersen  
leder



Merete Smith  
generalsekretær