

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Oslo, 12. mai 2009
Deres ref.: 08/4892 FM MAO

Høring – Forslag om lovendringer vedrørende shortsalg

Etter at Finansdepartementet 26. september 2008 anmodet Kredittilsynet om å vurdere eventuelle tiltak overfor shortsalg, har Kredittilsynet i brev av 30. januar 2009 foretatt en slik vurdering og fremmet forslag om endringer i lov av 29. juni 2007, nr. 75 om verdipapirhandel.

Den Norske Aktuarforening er i hovedsak enig i Kredittilsynets argumentasjon og støtter forslagene til lovendringer. Vi vil i det følgende gi noen merknader til forslagene ut fra et aktuarielt ståsted.

1. Udekket shortsalg

Udekket shortsalg innebærer i teorien at et ubegrenset antall verdipapirer kan selges, noe som kan medføre risiko for at selger ikke kan levere verdipapirene ved oppgjør og for et massivt negativt kurspress. Den Norske Aktuarforening støtter et generelt forbud mot udekket shortsalg. Erfaringene fra finanskrisen høsten 2008 har vist at et slikt forbud både er riktig og nødvendig av hensyn til den finansielle stabilitet og markedets integritet. Vi mener også at erfaringer fra Norge viser at det ikke er tilstrekkelig at forbudet bare gjelder verdipapirforetak, men også bør omfatte investorer. Vi er enig i at dette innebærer en nødvendig effektivisering av forbudet mot udekket shortsalg.

Den Norske Aktuarforening vil dessuten advare mot den risiko som ville oppstått dersom udekket shortsalg var forbudt i konkurrerende markeder, men var tillatt i Norge.

2. Dekket shortsalg

Dekket shortsalg innebærer at selger sikrer seg tilgang på verdipapirer (f. eks. ved lån) før disse selges. Den Norske Aktuarforening støtter at adgangen til dekket shortsalg videreføres. Vi kan ikke se at det foreligger grunnlag for et totalforbud mot all shortsalg. Derimot kan vi se mange gode grunner for å opprettholde adgangen til dekket shortsalg.

De fleste institusjonelle investorer er etter sine mandater begrenset til kun å kjøpe long, dvs. være eksponert for kursoppgang. Shortselgeres tilgang på å låne aksjer er begrenset fordi det er relativt få long-investorer som låner ut aksjer. Shortselgere kan dessuten kun shorte et

begrenset antall aksjer fordi utlåner av aksjene normalt vil foreta en kredittvurdering og kreve sikkerhet for utlånet. Vi antar derfor at utvalget av potensielle kjøpere av aksjer er betydelig

større enn utvalget av potensielle shortseltgere. Det er derfor rimelig å anta at dekket shortsalg har en relativt begrenset påvirkning på aksjekursene i forhold til f.eks. tvangssalg av høyt gearede long posisjoner.

Den Norske Aktuarforening vil videre påpeke at ethvert shortsalg innebærer en forpliktelse til å kjøpe i fremtiden, noe som på sikt tilfører likviditet og kursstøtte.

Ettersom en betydelig del av shortsalg i aksjemarkedet gjøres for å hedge risiko, antar vi at markedsvolatiliteten vil øke som følge av lavere likviditet og høyere bid-ask spreader, hvis slike salg ikke var tillatt.

Oslo Børs er opptatt av god likviditet fordi det bidrar til korrekt prising. Et virkemiddel for å oppnå god likviditet er et velfungerende lånemarked, noe som derfor er et krav til aksjer som inngår i OBX-indeksen. Et velfungerende lånemarked er en forutsetning for at market-makers i aksjederivater skal kunne stille priser til kunder, fordi de er avhengige av å hedge markedsrisikoen i sine lange posisjoner ved å selge aksjen short. Shortsalg inngår også i ulike arbitrasjestrategier. Shortsalg foretas derfor ikke nødvendigvis ut fra et ensidig negativt markedssyn, men benyttes også til risikosikring og arbitrasje.

Forskning utført av Securities and Futures Commission (SFC) viser at shortsalg tilfører likviditet i aksjemarkedet gjennom økt markedseffisiens og lavere bid-ask spreader¹. Ifølge bransjeorganisasjonen International Securities Lending Association (ISLA) viser akademisk forskning at shortseltgere bidrar til økt markedseffisiens². I den øvre delen av kursbildet ser vi dette utelukkende som en fordel hvor shortsalg for eksempel kan virke disiplinerende på prisbobler. Vi er imidlertid mer opptatt av nedsiderisikoen, men ser for oss begrensede negative kursutslag under normale markedsforhold. Den Norske Aktuarforening mener at denne risikoen er akseptabel gitt at Kredittilsynet kan innføre midlertidig forbud mot shortsalg under særskilte markedsforhold.

3. Midlertidig forbud mot all shortsalg

Den Norske Aktuarforening støtter forslaget om en ny hjemmel for å midlertidig forby all shortsalg under markedsforhold hvor slike salg kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet.

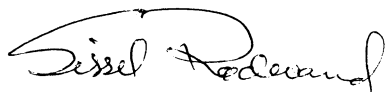
Midlertidige forbud mot shortsalg ble innført under finanskrisen høsten 2008, men markedseffekten av slike restriksjoner er dog uklar noe Kredittilsynet selv påpeker i brevet. Forskning fra SFC viser at slike restriksjoner ikke nødvendigvis gir lavere volatilitet i aksjemarkedet. Vi mener likevel at et midlertidig forbud mot shortsalg kan ha en positiv signaleffekt når markedene opptrer irrasjonelt. Særlig for finansinstitusjoner ser vi at et slikt forbud kan ha positiv betydning under særskilte markedsforhold, fordi finansinstitusjoner er spesielt viktige for økonomien. Vi mener derfor det er riktig at Kredittilsynet gis adgang til å pålegge et slikt midlertidig forbud.

¹ Research Paper No. 44: How short-selling activity affects liquidity of the Hong Kong stock market, Securities And Futures Commission, 17 April 2009.

² Securities Lending: Your Questions Answered, International Securities Lending Association.

Den Norske Aktuarforening vil også her advare mot den risiko som ville oppstått dersom et midlertidig forbud mot shortsalg ble innført i konkurrerende markeder, men ikke i Norge.

Med vennlig hilsen
Den Norske Aktuarforening



Sissel Rødevand
Formann

Den Norske Aktuarforening (DNA) er en frittstående, uavhengig profesjonsforening som er åpen for alle som har aktuarutdannelse eller tilsvarende kvalifikasjoner. Foreningens formål er å fremme utøvelsen av aktuarfaget og medlemmenes felles interesser. De aller fleste aktuarer som arbeider med forsikringsfaglige spørsmål, er medlemmer av foreningen.