



Finansdepartementet  
Finansmarkedsavdelingen  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

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

Deres ref: 08/4892 FM MAO

Oslo, 18. mai 2009

## HØRING – FORSLAG OM LOVENDRINGER VEDRØRENDE SHORTSALG

### 1. Bakgrunn

Norske Finansanalytikers Forening (NFF) viser til brev fra Finansdepartementet av 16. februar d.å. angående ovennevnte sak. Foreningens styre har drøftet forslaget til lovendringer.

NFF er i all hovedsak enig i den virkelighetsbeskrivelsen og de vurderinger som er gitt i Kredittilsynets brev av 30. januar d.å., men har kommentarer knyttet til de konkrete forslag til lovendringer som er lagt frem.

### 2. Dekket shortsalg

NFF er i hovedsak enig i de vurderinger Kredittilsynet gir i forbindelse med dekket shortsalg, og vi slutter oss til konklusjonen om at slikt salg bør være tillatt. Etter NFFs vurdering er det ikke på noen måte tilstrekkelig dokumentert at dekket shortsalg har ført til uordnede forhold på markedsplassene for verdipapirer, og herunder bidratt til feilaktig prising. Som Kredittilsynet også påpeker, er det også høyst uklart om shortsalg-forbudene som ble innført internasjonalt i fjor høst bidro til mer ordnede forhold på markedsplassene.

Det er ikke slik at markedsplassen for verdipapirer er tillagt et særlig ansvar for å holde verdien på verdipapirer *oppe*, selv om det ikke minst i urolige tider kan være aktører som hevder dette. Når man gjennom lovregler eller lignende vurderer å innføre tiltak som gjør verdipapirhandelen mindre smidig og/eller dyrere, må det kreves omfattende dokumentasjon både på at den rådende tilstand utgjør et samfunnsmessig problem, og på at tiltakene vil avhjelpe problemet. Etter NFFs vurdering ville et forbud mot dekket shortsalg ikke innfri noen av disse vilkårene, og vi er derfor enig i Kredittilsynets konklusjon om at dette må være tillatt.

NFF vil peke på at det også i forbindelse med dekket shortsalg til tider kan tenkes å oppstå markedsforstyrrelser som følge av at shorts selger gjerne har ulik tidshorison på sin salgsforpliktelse og på sin løpende inndekning av denne forpliktelsen. Eksempelvis kan man tenke seg en investor som har foretatt et dekket shortsalg i Frontline med oppgjør om tre måneder, men satser på at inndekningen av denne "terminposisjonen" skal skje ved å låne inn Frontline-aksjer fra dag til dag. Hvis vedkommende som låner ut disse aksjene til shorts selger en dag ikke lenger ønsker å låne ut aksjene, kan det oppstå betydelig "kursstøy" i det shorts selger raskt må vende seg til andre aksjeeiere for å dekke inn sin shortposisjon. I et begrenset verdipapirmarked som det norske, kan dette være et reelt problem. Hvis det var mulig for shorts selger å låne inn aksjer for hele perioden frem til oppgjør for shorts salget, hadde denne risikoen blitt fjernet.

### 3. Midlertidig forbud mot shorts salg

Etter NFFs oppfatning har man i Kredittilsynets brev ikke argumentert overbevisende for behovet for en adgang til et midlertidig forbud mot shorts salg. Man nøyer seg med å vise til at slike forbud ble innført for finansaksjer i en rekke land under markedsuroen i fjor høst.

Som Kredittilsynet selv skriver tidligere i sitt brev, bygget disse midlertidige forbudene på en antagelse om at investorer "opptrådte panisk og irrasjonelt", og at "shortsalgene forsterket kursnedgangen og bidro til en forverring av situasjonen". Kredittilsynet sier imidlertid om sine undersøkelser av hendelsene i oktober i fjor at de "ga ingen klare indikasjoner på shorts salg i norske finansinstitusjoner". Når det gjelder effekten av det midlertidige forbudet "er det ennå for tidlig, hvis det i det hele tatt er mulig, å foreta en mer eksakt evaluering av restriksjonene på shorts salg".

Forbudene som den gang ble innført, kom på plass i løpet av meget kort tid, og i en meget opphetet situasjon. Etter NFFs skjønn er det ikke behov for en bestemmelse som den som foreslås. For det første er det langt fra opplagt at man trenger adgang til et slikt forbud for å rette opp for handlingene til "paniske og irrasjonelle" markedsaktører. Kan man godtgjøre at investorene den gang opptrådte irrasjonelt? Tvert imot vil enkelte kunne hevde at kursutviklingen i den påfølgende tid viste at investorene et langt stykke på vei hadde god grunn til å redusere kursene på finansaksjer. For det andre har man i det norske markedet heller ingen klare indikasjoner på at det i høst faktisk foregikk omfattende shorts salg av finansaksjer. For det tredje påpeker man at virkningen av de midlertidige forbudene ikke kan dokumenteres. Når man verken kan dokumentere at problemet var reelt – som følge av at investorene hadde irrasjonelle vurderinger og handlet etter disse - eller at tiltaket i form av midlertidige handleforbud virket, fremstår det som temmelig uklart for NFF hvorfor man ønsker adgangen til å innføre slike midlertidige forbud. Når man vil innføre en slik adgang til å regulere prisstillelsen i verdipapirmarkedene, er det etter NFFs syn ikke en tilstrekkelig god begrunnelse at "andre har det", eller "det kan være kjekt å ha denne muligheten".

For NFF fremstår det imidlertid ikke bare som uklart hva som samlet sett er de positive samfunnsmessige effekter av å ha adgang til å ilegge et midlertidig forbud mot shorts salg. Det kan ikke utelukkes at det finnes direkte skadelige følger av å innføre



slike handleforbud, og disse må etter vårt skjønn drøftes og veies opp mot eventuelle positive effekter før man kan ha grunnlag for å innføre en slik adgang.

Når verdipapirmarkedene anses å være ute av balanse, er det mulig å stanse handelen i medhold av børsloven § 39 - for handelen på børsen som helhet eller for de enkeltaksjer som måtte være berørt i medhold av samme lovs § 25. Dette er etter NFFs vurdering et kraftig virkemiddel, og et virkemiddel som er tilstrekkelig sterkt til å møte den type situasjoner det her er tale om.

Vennlig hilsen  
Norske Finansanalytikers Forening



Guri Angell-Hansen  
Adm. direktør