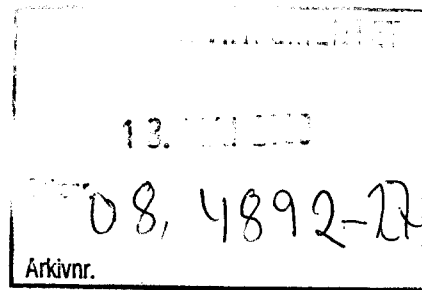


Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Pb. 8008 Dep
0030 OSLO



Deres ref: 08/4892 FM MAO

vår ref: short/SL/rdw

Dato: 14.5.2009

Høring – forslag om lovendringer vedrørende "shortsalg"

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev av 16. februar 2009 med høringsnotat fra Kredittilsynet av 30. januar 2009. Oslo Børs høringsuttalelse bygger i noen grad på vår vurdering til Kredittilsynet om opphevelse av det midlertidige forbudet mot shortsalg av 13. mars 2009. Oslo Clearing ASA har gitt innspill og sluttet seg til at høringsuttalelsen avgis på vegne av begge selskaper.

Oslo Børs støtter forslaget om utvidelse av kravet om dekket shortsalg til også å omfatte investorer. Vi er imidlertid skeptiske til forslaget om en generell forbudshjemmel for midlertidig forbud mot shortsalg da andre og mindre inngripende tiltak kan være mer egnede.

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

Forslaget betyr en utvidelse av bestemmelsen fra og gjelde verdipapirforetak til også å omfatte investorer.

Oslo Børs mener denne tydeliggjøringen er naturlig og vil støtte forslaget. Vi tillater oss likevel å peke på at bestemmelsen ikke vil kunne hindre udekket shortsalg i norske papirer på mindre regulerte markeder i utlandet. Utviklingen av fragmentert handel i verdipapir handlet på Oslo Børs er derfor problematisk for nedslagsområdet for bestemmelsen også på dette området, som nevnt nedenfor om ny vphl § 17-5. Erfaringsmessig har uttrykket "dekket" medført problemer i praksis og en ber om at tilstrekkelig veiledning gis markedsaktørene.

Behovet for ny bestemmelse, vphl. § 17-5, midlertidig forbud mot shortsalg

I det turbulente finansmarkedet høsten 2008 og med mange land som innførte shortsalg restriksjoner var innføringen av forbud en naturlig innfallsvinkel også for norske myndigheter. I lys av erfaringen vi har gjort er det imidlertid flere uheldige sider ved Kredittilsynets pressemelding av 8. oktober 2008. I tillegg til at hjemmelen for forbud fremstod som tvilsom, var rekkevidden i tid og rom utydelig. Dette medførte en rekke akutte problemstillinger som måtte løses av aktørene.

Det er derfor prisverdig at hjemmelsspørsmålet nå utredes og er gjenstand for vurdering.

De erfaringene som er gjort internasjonalt gir også grunn til å vurdere om shortsalg i for stor grad har vært tema for regulering enn det har vært grunnlag for.

Short salg bidrar til å øke børsmarkeders likviditet. Det medfører en mer effektiv prisdannelse, muliggjør hedging og annen risikohåndtering, og bidrar med dette til å dempe volatilitet. Markedsaktører ser på shortsalg som et viktig verktøy for å stabilisere markedene. Disse trekk er bredt anerkjent av myndigheter og i akademien. Nylig har flere institusjoner bl.a. IOSCO Technical Committee¹, SEC² og ECB³ anerkjent den positive effekten av shortsalg.

Forbud mot shortsalg har vært diskutert i flere internasjonale fora for børsmarkeder siste halvår. De fleste land som har innført dette har begrenset forbudet til finanssektoren. Forbudene avviker ellers noe på detaljnivå fra land til land. Markedsaktørene har stilt spørsmål ved tiltakene fra innføringen, fordi man har vært usikre på om de ville fungere etter sin hensikt. Generelt har det vært vanskelig for markedene å se at forbudene i den form de ble gitt har redusert prisvolatilitet eller prisfall.

De shortsalgforbud som regelmessig er innført i en rekke markeder er begrunnet i en situasjon som må kunne betegnes som dramatisk for finanssektoren. Diskusjonene vi har deltatt i internasjonalt har først og fremst konsentrert seg rundt spørsmålet om hvor lenge det er saklig grunn for opprettholdelse og i hvilken grad forbudene har hatt ønsket virkning.

I løpet av høsten og vinteren er det gjennomført en rekke studier i flere markeder som indikerer at shortsalgforbud ikke har hatt den ønskede virkningen i verdipapirmarkeder. Derimot viser resultatene at shortsalgforbud kan medføre dårligere markedskvalitet, blant annet økt volatilitet og økte spredder (intervallet mellom beste kjøper og selger). Videre er det påpekt at tiltakene ikke får den ønskede effekt fordi de ikke omfatter alle instrumenter (f.eks. indexfutures og -options), gjelder kun for regulerte markeder, og at OTC handel faller utenfor.

Resultatet er derfor at forbudene kan ha virket konkurransevridende i disfavør av regulerte markeder. En av disse studiene er utført av Londons Cass Business School⁴. Videre har Capital Market Cooperative Research Centre Limited utført en studie for London Stock Exchange⁵. Resultatene i disse undersøkelsene støttes av tilsvarende fra flere andre land, bl.a. annet Tyskland og Canada.

Vi er kjent med at det i løpet av høsten og vinteren 2008 – 2009 også er gjort undersøkelser i andre lands børsmarkeder m.h.t. misbruk av shortsalg før shortsalgforbudene ble innført, samt også i forhold til mulig misbruk etter forbudets innførsel. Det er så langt vi vet ikke funnet noe mønster - verken før eller etter innføringen av shortsalgforbud - som indikerer at dette har skjedd i noe større omfang enn hva som omtales som normalt (et visst antall slike saker har eksistert også før finanskrisen).

¹ <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20081113/04.pdf>

² <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm>

³ <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecconsultationhedgeseurosystemen.pdf>

⁴ "The Impact of Short Sales Restrictions" by Ian W. Marsh and Norman Niemer, 30 November 2008

⁵ "The Effect of Short-selling Restrictions on Liquidity: Evidence from the London Stock Exchange" by Capital Markets Cooperative Research Centre Limited, 19 December 2008

Den Europeiske børsføderasjon (FESE) har den 4. mai 2009 avgitt uttalelse til IOSCO der det er konsensus hos de ledende markedsplasser i EU området om at effekten av shortsalgforbud i de respektive markeder, til tross for de beste intensjoner, i praksis har vist seg å fungere diskriminerende og ineffektivt⁶.

Vi kan derfor ikke konstatere om shortsalgforbud fungerer etter hensikten. Shortsalg av finansielle instrumenter i nedgangstider vil etter sitt vesen fremstå som takknemlige mål for myndigheters ønske om å vise handlekraft, men innføring av forbud kan presumptivt ha et like stort potensial til å ytterligere skade et marked, som det vil kunne bidra til stabilisering av en krise i det samme.

Vårt anliggende er at man nå har erfart at det ikke er fornuftig å forstyrre naturlig markedsutvikling. Statens ønske om å gripe inn i handel og med det påvirke prisme mekanismen vil forrykke balansen mellom kjøper og selger, kan tenkes velbegrunnet, særlig der aksjekursenes fall utnyttes ekstremt, men om hensikten er å forebygge manipulasjon av kursdannelse i markedet er slik adferd som kjent allerede straffbar etter andre bestemmelser i vphl.

Det synes klart at den foreslåtte endring tar sikte på å regulere markedet i svært alvorlige situasjoner, der hele eller deler av Norsk samfunnsøkonomi er ute av kontroll. Noen land har funnet å dekke ett slikt uvanlig reguleringsbehov ved å innhente midlertidig lovhjemmel for innføring av forbud, slik bl.a. Danmark har gjort.

En registreringsordning eller meldeplikt for shortsalg er ikke foreløpig fremmet som forslag fra Kredittilsynet, bl.a. under henvisning til kostnader, pålitelighet og praktisk gjennomføring av en registreringsplikt. Man ønsker også å avvente internasjonal utvikling på området. Oslo Børs har tidligere støttet opprettelsen av ett slikt register. Flere andre land har dette, og informasjonsverdien verdsettes av investorer. Oslo Børs tror også at slik registrering ville kunne bidra forebyggende i markedet og med det svekke behovet for en forbudshjemmel.

Etter dette er Oslo Børs i tvil om en forbudshjemmel er nødvendig og egnet som tiltak, i det et forbud representerer ett betydelig inngrep i handelen og har usikre konsekvenser.

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

I den utstrekning en utvidelse av vphl finnes nødvendig er Oslo Børs enig i at Kredittilsynet har behov for hjemmel i lov ved innføring av midlertidig forbud mot shortsalg.

Begrensning i adgang til shortsalg i finansielle instrumenter kan også omfatte derivater. Oslo Børs antar at det vil gjelde unntak for market makere med kvoteringsforpliktelser i derivatmarkedet og ved warranter. Market makere er likviditetsgarantister med avtale om å stille kontinuerlige kjøps- og salgskurser i opsjoner og terminer. For å sikre og justere sine derivatposisjoner er de avhengige av å kunne selge short, og et forbud uten unntak for market makere vil føre til at meglerhusene ikke vil kunne sikre sine posisjoner og dermed øke risikoen betraktelig. Dette vil også føre til at market makere ikke vil kunne oppfylle sine forpliktelser i derivatserier som omfattes av et forbud, noe som vil føre til at investorer ikke vil kunne stenge eller justere sine posisjoner

⁶ Federation of European securities exchanges, sammenslutning av 42 Europeiske børser der Oslo Børs inngår

Behov for unntak vil også gjelde indeksprodukter der aksjer med forbud mot shortsalg inngår. Dette gjelder i første rekke opsjoner, terminer og ETFer (børsfond) på OBX-indeksen. Dette er produkter som blant annet brukes til å justere risiko for aksjeporteføljer og et forbud mot shortsalg av slike produkter kan få mer vidtrekkende konsekvenser enn tiltenkt.

For Oslo Børs er det derfor viktig at det blir presisert hva et eventuelt forbud gjelder. Oslo Børs mener siste ledd i lovforslaget bør gjelde inngåelse av en netto short posisjon, det vil si short termin (forward), short call, long put eller kombinasjoner med samme effekt. Det bør gjøres unntak fra forbudet for stengning av derivatposisjoner og tilfeller der investor allerede eier underliggende aksje. Et eksempel på sistnevnte er kjøp av put som forsikring mot kursfall på aksjer man allerede eier, en såkalt Protective Put-strategi. Opsjonsstrategier der en shortposisjon er dekket av en annen long posisjon (for eksempel Bulls spread) bør også unntas fra et forbud, da dette ikke er en netto short posisjon, og dermed ikke kan sies å ha "*(..) virkninger som nevnt i første punktum.*"

Som det vil fremgå vil vurderingene være svært kompliserte og en nær kommunikasjon med markedsaktørene er en viktig forutsetning før utløsning av ett shortsalg forbud. Et forbud i et marked vil ha virkninger i et annet. Internasjonalt samarbeid om innføring må være avgjørende i vurderingen for å unngå konkurransevridning og tap av likviditet fra en markeds plass til en annen.

Når et forbud skal kunne iverksettes er viktig i forbindelse med regelens forutberegnelighet. Som nevnt vil ett forbud mot short salg etter vår mening kun måtte relatere seg til helt ekstreme situasjoner i markedet⁷. Når en slik situasjon foreligger vil være gjenstand for skjønn.

I praksis vil vi være bekymret over den manglende forutberegnelighet i forslaget til utforming av den nye bestemmelsen som relaterer seg til hvilke omstendigheter som kan utløse bruk og hvor lenge en kan anta at ett forbud vil kunne vare.

I vurderingen av omfanget i tid bør regelen utformes slik at en sikrer en konkret vurdering av hvilken effekt et forbud har. Det midlertidige forbudet mot shortsalg i finansaksjer er etter hva vi forstår fortsatt gjeldende i Norge uten at en umiddelbart kan fastslå noe positiv resultat av reguleringen. Etter dette bør den foreslåtte hjemmel kun åpne for tidsbegrenset forbud der man sikrer en løpende kontroll av forbudets faktiske virkning.

I tillegg til en mer konkret vurdering av tidsrom mener Oslo Børs at den foreslåtte utvidelsen av regelverket også bør ta hensyn til og begrense skjønnsutøvelsen.

Det er viktig at markeds plassene konsulteres. Markedets integritet vil være vanskelig å definere i en krise, og mange av markedsaktørene vil kunne legge vekt på forskjellige aspekt ved kursfall. For noen vil kursfall i instrumenter alltid være negativt, for andre kan dette representere en riktig og naturlig utvikling. Det er dette spennet som representerer prisdannelsens dynamikk og styrke. I forlengelsen av dette bemerkes at bestemmelsen derfor bør begrenses til å gjelde den finansielle stabilitet.

⁷ "Public Comment on Regulation of Short Selling" brev fra World Federation of Exchanges til IOSCO 7.mai.2009

Etter vår mening vil det være hensiktsmessig å begrense innføringen av forbud til situasjoner i markedet der shorthandel faktisk og åpenbart vil forstyrre den finansielle stabilitet. Oslo Børs mener at et teoretisk potensial til det samme, kan være relevant i vurderingen, men ikke alene være tilstrekkelig til å utløse så strenge begrensninger på handel i verdipapirmarkedet som ett forbud vil innebære.

Forslaget til ny vphl § 17-5 synes begrenset til forbud mot salg av finansielle instrumenter *selger* ikke eier. En er usikker på om dette er tilsiktet, særlig i forbindelse med utvidelsen av rettssubjektene i nye vphl §§ 3-14 jfr. 10.4. I alvorlige krisesituasjoner der bestemmelsen eventuelt vil bli aktualisert antar en at også verdipapirforetakenes aktsomhet bør skjerpes. En harmonisering mellom regimene bør derfor vurderes.

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Sverre Lilleng
direktør



Rasmus Woxholt
seniorrådgiver