

SHORTHANDEL

Kandidatnummer:
Leveringsfrist: 1.april 2009

Til sammen 17478 ord

12.03.2009

Innholdsfortegnelse

1.1 Innledning	3
1.1.1 Rettshistorisk utvikling	3
1.1.2 Verdipapirhandelloven	4
1.1.3 Opsjoner og terminer - verdipapirhandelloven	6
1.1.4 Opsjoner og terminer - aksjefondloven	7
1.1.5 Implementering av UCITS-direktivet	8
1.2.1 Verdipapirhandelloven endres i 1996 - åpner for formidling av dekket shortsalg	9
1.2.2 Ny verdipapirhandellov i 1997 - særlig om markedsmanipulasjon	11
1.2.3 Verdipapirfondloven endres i 2001	13
1.2.4 Verdipapirfondloven endres i 2003	14
1.2.5 Kredittilsynets høringsnotat med utkast til forskriftsendring etter § 4-11	15
1.2.6 Verdipapirhandelloven endres i 2005 - markedsmissbruksdirektivet	18
1.2.7 Ny verdipapirhandellov i 2007	19
1.2.8 Derivatforskriften endres - åpner for visse typer shorthandel	19
1.3 Spesialfond	19
1.4 Oppsummering - norsk rettstilstand før Kredittilsynets forbud	23
1.5 Innføring av midlertidig forbud mot shortsalg av finansaksjer høsten 2008	23
2.1.1 Hensyn bak regler om shorthandel generelt, og shorthandel med finansaksjer spesielt	24
2.1.2 Argumentet om at shorthandel kan føre til kunstig lave kurser	24
2.1.3 Argumentet om å forby shorthandel for å hindre at tilliten til finansinstitusjoner undergraves	25
2.1.4 Shorthandel og faren for konkurser i finanssektoren	26
2.1.5 Argumentet om at shorthandel kan benyttes til å manipulere markedet	26

2.1.6 Shorthandel, manipulering og konkurs generelt	28
2.1.7 Hensynet til forutberegnelighet	29
2.2.1 Representerer shorthandleren en beskyttelsesverdig interesse?	29
2.2.1.1 Likviditet og riktigere prising	30
2.2.1.2 Shorthandel som spekulasjonsinstrument	31
2.2.1.3 Shorthandel som disiplinerende element, og som redskap for aksjonærmakt	32
2.2.1.4 Langsiktige og kortsiktige investeringer	33
2.2.2 Oppsummering - representerer shorthandleren en beskyttelsesverdig interesse?	34
3.1.1 Innføringen av midlertidig forbud mot shortsalg høsten 2008	35
3.1.2 Begrunnelsen i Kredittilsynets melding	35
3.1.3 Utvidelsen av forbudet - grunnfondsbevis	36
3.1.4 Kredittilsynets valg av virkemiddel	37
3.1.5 Rettspraksis - verdipapirhandelloven § 3-8	38
3.1.6 Betydningen av DnbNors situasjon	39
4.1 Oppsummering - shorthandel i norsk rett	41
<u>2</u> <u>LITTERATURLISTE</u>	<u>46</u>
<u>3</u> <u>LISTER OVER TABELLER OG FIGURER M V</u>	<u>46</u>

1.1 Innledning

Å selge short vil si å selge et verdipapir man ikke eier. Før levering av verdipapiret må den som selger short kjøpe verdipapiret i markedet. Dersom kursen på verdipapiret da er lavere enn det var på salgstidspunktet, vil differansen utgjøre shorthandlerens gevinst. Årsaken til at en aktør ønsker å selge short er vanligvis en tro på at kursen på verdipapiret vil bli lavere i perioden mellom salgstidspunkt og levering. For å gjennomføre en dekket shorthandel må shorthandleren låne inn verdipapiret. Det betyr at en som eier det aktuelle verdipapiret låner det ut til shorthandleren mot betaling. I tillegg må han stille sikkerhet for lånet, normalt gjøres dette enten i form av andre verdipapirer eller kontanter. En forutsetning for at dekket shorthandel skal kunne finne sted er altså at det finnes andre aktører som har både lovmessig adgang til, og vilje til, å låne ut det aktuelle verdipapiret. Hvis den som selger short ikke har lånt inn verdipapiret kalles det en udekket shorthandel. Det er ikke tillatt i Norge. Den viktigste årsaken til at det skilles mellom dekket og udekket shorthandel er ønsket om å sikre kjøperen rettidig levering. Dersom en shorthandler selger seg short i en aksje kurs 100 kroner uten å ha dekning, og aksjen deretter stiger til 2000 kroner før leveringstidspunkt, kan det godt være at shorts selgeren ikke har penger til å kjøpe inn aksjen, og dermed ikke makter å oppfylle sine forpliktelser overfor kjøperen.

Shorthandel er en investeringsmetode som har fått mye oppmerksomhet i forbindelse med den globale finanskrisen som begynte i 2008. I denne oppgaven vil jeg først gjøre rede for den rettshistoriske utviklingen for shorthandel i norsk rett. Reglene for shorthandel er blitt gjenstand for omfattende revisjoner de siste tiårene. Ved disse endringene har shorthandel tidvis blitt behandlet i stor utstrekning i lovforarbeider. Behandlingen av den rettshistoriske utviklingen todelt målsetning. For det første er det ønskelig å vise hva slags hensyn som har ligget til grunn for den lovmessige utvikling. For det andre har mange av synspunktene som kommer frem i forarbeidene interesse i kraft av sin argumentasjonsverdi. I den andre delen av oppgaven vil argumenter knyttet til shorthandels konsekvenser bli drøftet. Til slutt vil Kredittilsynets innføring av et midlertidig forbud mot shorthandel i visse finansielle verdipapirer bli behandlet. Det vil der bli gjort en konkret vurdering av hvorvidt forbudet var berettiget og hensiktsmessig.

1.1.1 Rettshistorisk utvikling

En av de viktigste forutsetningene for at en kapitalistisk økonomi skal kunne fungere tilfredsstillende er at dens ulike markeder virker slik at de bidrar til å utnytte landets ressurser på en best mulig måte, og derved bidrar til økt verdiskapning og økonomisk vekst. Markedet for

verdipapirer og andre finansielle instrumenter har vært av varierende betydning for den norske økonomien gjennom det siste århundret. Fra 1980-tallet og frem til idag har dette markedets absolutte omfang i Norge økt vesentlig[i], det samme kan sies om dets betydning for landets økonomi. Spørsmål knyttet til i hvilken grad et marked bør reguleres for å fungere tilfredsstillende besvares svært ulikt, avhengig av politisk ståsted og økonomisk grunnsyn. Norge har siden «Midlertidig lov om fonds- og aktiemæglere» fra 1918 [ii] hatt en spesifikk lovregulering av verdipapirromsetningen. Utviklingen av lovverket de siste tretti årene er basert på det grunnleggende syn at markedet må kontrolleres for å virke optimalt. Hvor mye kontroll som behøves, og hvordan denne skal utformes, har vært gjenstand for adskillig diskusjon.

Når den rettshistoriske bakgrunnen til dagens rettslige regulering av shorthandel skal behandles, reiser dette flere problemstillinger knyttet til hvor man bør begynne og hvilken vekt som bør legges på de forskjellige tidsperiodene. Avgrensningsspørsmålene er også mange. Den rettslige reguleringen av verdipapirromsetning grenser mot kjøps- og avtalerett, og også mot forbrukerrett. Tilsynet med at reglene overholdes kan behandles fra et offentligrettslig ståsted, og har klare berøringspunkter med forvaltningsretten. Dersom reglene likevel ikke skulle bli overholdt, kan det medføre sanksjoner av strafferettslig karakter.

1.1.2 Verdipapirhandelloven

Jeg har funnet det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i lov om verdipapirhandel (lov av 14. juni 1985 nr 61) og lov om verdipapirfond[iii] (lov av 12. juni 1981 nr 52).

Kapitalmarkedsutvalget ble nedsatt i 1966 under ledelse av Erling Selvig. Bakgrunnen var at man ønsket større aktivitet i verdipapirmarkedet.[iv] Utvalget leverte sin første innstilling i 1968. Senere leverte utvalget en utredning som lå til grunn for lov om aksjeemisjoner av 1974[v]. Denne loven ble av utvalget ansett som en midlertidig løsning på et problemområde («uryddige» emisjonsprosesser), som på sett og vis utgjorde en del av et større problemkompleks (aksjemarkedets spilleregler generelt). Innstilling nr II ble lagt frem av utvalget i 1978[vi]. Denne innstillingen er tillagt adskillig vekt i de senere forarbeidene til verdipapirloven. Under en generell drøftelse av såkalte «spekulasjonsforretninger», finner vi i odelstingsproposisjonens pkt 3.10.1 også synspunkter på adgangen til å handle på termin, og dermed også på adgangen til å shorte [vii] Dersom en selger og en kjøper gjør en aksjehandel med avtalt levering senere enn vanlig

oppgjørstid, er dette per definisjon en terminforretning. Dette var en type transaksjoner det etter gjeldende rett ikke var tillatt for fondsmeglere å formidle.^[viii] Departementet antok imidlertid at terminforretninger avtalt mellom to parter ville være bindende for partene. Faren for at en selger skulle selge aksjer han ikke faktisk eide (dvs. shorthandel) med avtalt levering lengre frem i tid, ble av departementet fremhevet som et tungt argument mot å tillate lengre oppgjørsfrist, dvs. en terminforretning.^[ix] Til tross for dette ville man ikke utelukke at terminhandel burde kunne tillates på et senere tidspunkt dersom det norske verdipapirmarkedet da skulle ha modnet tilstrekkelig. Verdipapirhandellovens § 54 fjerde ledd første setning inneholdt derfor hjemmel for at lengste oppgjørstid skulle fastsettes ved forskrift. Andre setning forbød fondsmeglerforetak å formidle avtaler med lengre oppgjørstid enn fastsatt i forskrift. Lovgiverne overlot på denne måte til den utøvende makt å bestemme hvorvidt terminforretninger skulle tillates. Ved siden av denne spesifikke regelen var det også en generell regel i § 20 som forbød fondsmeglere å opptre i strid med god meglerskikk. Formidling av terminkontrakter ble ansett for å være «utilbørlig» og i strid med god meglerskikk.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven inneholder også mer generelle vurderinger av det de omtaler som «spekulasjonsforretninger». Spekulasjon defineres ved tidsperspektivet til den handlende. Såvel utvalget som departementet fremhever potensielt gunstige markedsmessige virkninger av spekulasjonsforretninger. Spekulasjon kan føre til økt aktivitet og omsetning, noe som igjen kan føre til forbedret likviditet. Økt likviditet, blir det fremhevet, vil normalt bidra til «et sikrere grunnlag for kursfastsettelsen»^[x] dvs. at verdipapiret formodes å bli riktigere priset. Antagelsen om at spekulasjon kan bidra til «å avdempe heftige kursbevegelser» er spesielt interessant.^[xi] Resonnementet var at i en situasjon med raskt stigende kurs på en aksje, så ville mangelen på likviditet presse kursen ytterligere. Vanlige langsiktige aksjonærer ville i en slik situasjon forventes og bare holde sine aksjer unna markedet i påvente av at kursen skulle stige ytterligere. Kortsiktige investorer ville imidlertid kunne forventes å ha et ønske om å låse inn en mindre gevinst tidligere, og på den måte avhjelpe problemet med at kursen ble presset enda mer opp som følge av en likviditetsskvis. Mekanismen ville forventes å virke på samme måte i en situasjon med en raskt fallende kurs, men da med motsatt fortegn. Hvilke markedsmessige konsekvenser som må forventes å følge av ulike aktørers bruk av forskjellige finansielle instrumenter og strategier er et spørsmål som har stått sentralt ved senere revisjoner av lovverket. Man var her tidlig ute med å påpeke en viktig side ved kortsiktige investeringer.

Ved siden av § 54 om oppgjørstid og § 20 om god meglerskikk inneholdt også verdipapirloven ytterligere en regel som skal behandles nærmere her, det er § 1-4. Første ledd er et krav om at god forretningsskikk skal følges. Dette var først og fremst myntet på markedsføringen av verdipapirer.[\[xii\]](#)

Andre ledd lød: «Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen». Andre ledd var ment å favne videre enn første ledd. Bestemmelsen gjaldt ikke bare verdipapirforetaket (og andre involvert i markedsføring av en aksje), men alle som medvirker i en verdipapirhandel. I forarbeidene heter det at bestemmelsen særlig var ment å få betydning for kjøperen og selgeren i en handel.[\[xiii\]](#)

Det ble altså ansett å være i strid med lovens § 20 om god meglerskikk, dersom et verdipapirforetak formidlet en terminkontrakt. Likevel ble en avtale om en slik forretning antatt å være bindende for partene. Det kan være at en slik avtale likevel ville bli rammet av § 1-4 annet ledd. Hva som faktisk var gjeldende rett er ikke innlysende.

En type private aktører som etter verdipapirhandelloven kunne ha solgt aksjer de ikke eide på avtaletidspunktet var aksjefond. I lov om aksjefond fra 1981 (senere verdipapirfond) fantes det heller ikke noe slikt forbud. Som tidligere omtalt ville det stride mot god meglerskikk for et verdipapirforetak å formidle slike salg. Det norske markedet hadde heller ikke noen etablert ordning for utlån av verdipapirer slik at shortsalg kunne skje med dekning. Aksjefond som ønsket å selge short måtte derfor selv sørge for avtale med en annen privat aktør om innlån av aksjer, dersom fondet ønsket at handelen skulle være dekket. Deretter måtte det gjennomføre selve handelen med en annen privat aktør, uten at handelen gikk gjennom noe verdipapirforetak. Hvorvidt slike handler faktisk fant sted, er svært vanskelig å etterprøve, men det kan nok legges til grunn at omfanget må ha vært svært lite.

1.1.3 Opsjoner og terminer - verdipapirhandelloven

I 1989 ble verdipapirhandelloven endret ved at den fikk tilføyd nye regler om handel i opsjoner og terminer.[\[xiv\]](#) Endringene representerte en milepæl i utviklingen av det norske verdipapirmarkedet ved at det ble lagt til rette for bruk av mer sofistikerte finansielle instrumenter. Disse endringene er interessante i seg selv ettersom de markerer en lovmessig utvikling i liberaløkonomisk retning. Vi har tidligere sett at handel med terminer kan være en måte å handle short på. Senere skal vi se at også opsjoner kan benyttes for å profitere på fallende kurser. Endringsloven innebar at det ble gjort

tilføyelser til flere paragrafer i verdipapirhandelloven, slik at disse også omfattet opsjoner og terminer. [\[xv\]](#) Det ble også lagt til ny § 11a og § 11b. I § 11a ble det gitt en generell forskriftshjemmel til å bestemme hvilke opsjoner som skulle handles, hvor de skulle handles og hvordan denne handelen skulle foregå. Tilsvarende ble gitt for handel med terminer i § 11b, men vi ser av forarbeidene at det hovedsaklig fokuseres på handel med opsjoner. [\[xvi\]](#)

Odelstingsproposisjon nr 78 (1987-1988) inneholder drøftelser av hvilke virkninger opsjonshandel kan forventes å føre med seg. Vi skal se nærmere på noen av disse argumentene, da disse kan være relevante i den senere mer spesifikke drøftelsen av shorthandel. For det første fremheves det at handel med opsjoner kan gjøre det enklere for aktørene i markedet å styre risikoen på sin portefølje.

Opsjonen kan da brukes som en type forsikring. [\[xvii\]](#) For eksempel kan en med aksjer i et selskap som er sårbart for høyere aluminiumspriser redusere sin risiko ved å kjøpe kjøpsopsjoner på aksjer i Hydro, som normalt vil tjene på høyere aluminiumspris. Dette kan gi en samfunnsmessig gevinst ved at fordelingen av risiko i økonomien blir mer effektiv. [\[xviii\]](#) Mot dette ble det innvendt at «ukyndig bruk» av et komplisert instrument som opsjoner kunne medføre en betydelig tapsrisiko for den enkelte aktør. Man kunne risikere at den positive effekten av bedre risikofordeling i økonomien forsvant dersom omfanget av «ukyndig bruk» var for stort. [\[xix\]](#)

For det andre ble opsjonshandelens virkninger på makroøkonomien vurdert. Et opsjonsmarked ble hevdet å kunne forsterke konjunktursvinginger. Bruk av opsjoner kan gjøre at kursen på aksjer stiger for raskt og for mye i oppgangstider og visa versa. Konsekvensen av sterkere konjunktursvingninger ville være at makroøkonomisk styring ble vanskeliggjort. Mot dette ble det fremhevet at bruk av opsjoner også kunne føre til en jevnere kursutvikling på aksjer. Nettoeffekten av disse mekanismene ble vurdert som usikker. For det tredje ble det antatt at bruk av opsjoner i aksjemarkedet kunne øke likviditeten for den underliggende aksje, og dermed den totale likviditeten i markedet.

1.1.4 Opsjoner og terminer - aksjefondloven

Endringen i verdipapirhandelloven ble ikke etterfulgt av noen umiddelbar endring i aksjefondloven. Lovens § 4-4 regulerte hvilke plasseringsalternativer som sto til aksjefonds disposisjon. Reglene i paragrafen var uttømmende, og verken opsjoner eller terminer var nevnt. Året etter at verdipapirhandellovens regler om opsjoner ble endret, sendte Kredittilsynet brev ut til alle aksje- og

obligasjonsfond der de presiserte at fondene ikke kunne plassere midler i opsjoner.[\[xx\]](#) Fondene klaget sin nød til departementet. De argumenterte med at det nyopprettede norske opsjonsmarkedet ville bli styrket av fondenes inntreden og at det også ville være positivt for de underliggende aksjene. Det ble også vist til at fond i Sverige og Danmark kunne handle opsjoner. Året etter ble aksjefondloven endret.[\[xxi\]](#) Det er interessant å merke seg fra odelstingsproposisjonen at hverken Kredittilsynet eller departementet reiser noen innvendinger knyttet til hvilke følger handel med opsjoner og derivater kan få for fondenes soliditet.[\[xxii\]](#)

Lovforslaget gikk uforandret gjennom finanskomiteen, uten at komiteen knyttet spesielle merknader til at fond skulle få adgang til å plassere i opsjoner og terminer.[\[xxiii\]](#) Aksjefondlovens § 4-4 ble ved endringsloven tilføyd nytt pkt nr 5 og 6. Punkt nr 6 ga rett til å plassere i bankinnskudd, mens punkt nr 5 lød: "opsjoner og terminer på verdipapirer som noteres på børs eller som blir regelmessig notert på annen betryggende måte".

1.1.5 Implementering av UCITS-direktivet[\[xxiv\]](#)

UCITS-direktivet som skulle samordne europeisk lovgivning om «kollektive investeringer», kom i 1985, og er senere endret ved flere anledninger. Etter at Norge inngikk EØS-avtalen skulle direktivet implementeres i norsk lovgivning. Dette ble gjennomført ved en endringslov til lov om aksjefond og visse andre lover i 1993.[\[xxv\]](#) Artikkel 42 i UCITS-direktivet lød: «Neither: -an investment company, nor -a management company or depository acting on behalf of a unit trust may carry out uncovered sales of transferable securities.» Det var ikke åpenbart hvilken betydning som skulle legges i begrepet «uncovered», Kredittilsynet utarbeidet et høringsnotat hvor det ble foreslått at dette skulle gjennomføres ved at ny § 4-9 første ledd i aksjefondloven skulle lyde: «Forvaltningsselskapet kan ikke oppta lån for regning av et verdipapirfond, pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser, pantsette verdipapirfondets eiendeler eller selge verdipapirer og andre finansielle instrument uten dekning.» Kredittilsynet forutsatte at aksjefond ikke kunne selge verdipapirer de ikke eide og heller ikke verdipapirer de hadde lånt.[\[xxvi\]](#)

Både Norges Bank og departementet mente at en mer innskrenkende tolkning av «uncovered» måtte legges til grunn. Departementet mente at artikkelen ikke var ment å regulere eierforholdet, men å sikre at selgers leveringsplikt ble overholdt. Denne leveringsplikten kunne også sikres ved at fondet

hadde lånt inn verdipapirene. Det ville imidlertid ikke påvirke fondets økonomiske risiko ved salget, ettersom den økonomiske risikoen ved salg av lånte verdipapirer vil være akkurat den samme som ved salg av verdipapirer fondet ikke eier.[\[xxvii\]](#) Forskjellen blir bare hvilken motpart fondet har risikoen mot, långiveren eller kjøperen. Av den grunn foreslo departementet å endre «selge verdipapirer uten dekning» i siste setning av § 4-9 første ledd til «selge verdipapirer som fondet ikke eier». Paragrafen ville således innebære en strengere regel enn hva som fulgte av artikkel 42 i UCITS-direktivet, noe det er adgang til ettersom direktivet setter et minimumskrav til regulering. Departementet foreslo videre å legge til en forskriftshjemmel for unntak fra bestemmelsen om shorthandel i § 4-9 første ledd. Finanskomiteen ønsket imidlertid ikke noen slik unntakshjemmel.[\[xxviii\]](#) Aksjefondlovens § 4-9 første ledd siste setning ble således lydende: «Forvaltningsselskapet kan ikke selge verdipapirer fondet ikke eier».

1.2.1 Verdipapirhandelloven endres i 1996 – åpner for formidling av dekket shortsalg

Omsetningen på den norske børsen økte dramatisk i siste halvdel av 1980-tallet og på begynnelsen av 1990-tallet. Mens det i 1983 ble innrapportert til Oslo Børs en omsetning av børsnoterte aksjer for 7 milliarder kroner, var det tilsvarende tallet for 1993 124 milliarder kroner. [\[xxix\]](#)

Verdipapirhandellovutvalget ble nedsatt i 1994 og leverte i 1995 sin utredning om investeringsforetak, NOU 1995:1. Utvalget mente at kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven ikke lengre burde hindre at et foretak kunne formidle dekket shortsalg. I utredningen blir tidligere nevnte argumenter om at shorthandel kan gi riktigere prising, hindre markedsskvis som følge av at selgerne trekker seg unna og bedre likviditet fremført. Hensynet til market-makerrollen blir også trukket frem. En market-maker er et verdipapirforetak som har forpliktet seg til å stille toveis priser, dvs. både en kjøpskurs og en salgskurs, på et verdipapir. Verdipapirhandellovutvalget argumenterte for at en market-maker må kunne selge seg short for å kunne utøve sin funksjon tilfredsstillende. En market-maker som først må ut i markedet for å kjøpe inn aksjer før han skal kunne gjennomføre et salg, vil fungere mindre effektivt enn en som når som helst kan selge, for deretter å kjøpe inn aksjen senere. Velfungerende market-makere ble antatt å bedre likviditeten i markedet, noe utvalget mente var særlig viktig i et lite marked som det norske.[\[xxx\]](#)

Utvalget drøfter også hvorvidt short-handel kan ha en selvforsterkende effekt. Tanken er at i en situasjon hvor kursen faller, kan shorthandel bidra til å forsterke denne utviklingen ytterligere ved at shorthandelen i seg selv gir et negativt signal til markedet. Utvalget stiller seg imidlertid skeptisk til holdbarheten av dette resonnementet. Et argument om at shorthandel skulle favorisere velinformerte

investorer ble også imøtegått av utvalget. Begrunnelsen tør fortone seg innlysende; en investor med bedre informasjon enn resten av markedet vil alltid ha en klar fordel. Det kan neppe være noen prinsipiell forskjell på om en kjøper av en aksje sitter inne med positiv informasjon om selskapet eller om en shorthandler (eller annen selger) sitter inne med negativ informasjon.

Et annet argument som fremmes er at ettersom private aktører allerede kunne inngå avtaler om shortsalg, burde de også kunne benytte verdipapirforetak til å formidle slike handler. Utvalget ønsket å overlate til markedsaktørene selv om de ønsket å handle short, og til verdipapirforetakene om de ønsket å formidle slike. Forutsetningen var likevel at shorthandelen var dekket.

Departementet var enig i dette. Fra departementets side ble det lagt vekt på at man ønsket å beskytte verdipapirforetakene mot oppgjørsrisiko. Med oppgjørsrisiko menes her risikoen for at en kunde selger aksjer han ikke eier og at kursen deretter stiger så mye at kunden ikke er i stand til å kjøpe inn aksjene og dermed misligholder sin forpliktelse overfor verdipapirforetaket. [xxxix] For å kunne formidle et shortsalg ble det satt som vilkår at foretaket forvisset seg om at kunden hadde sikker tilgang til verdipapiret allerede på avtaletidspunktet. Kunden måtte gjerne selge verdipapirer han bare hadde lånt dersom disse sto inne på VPS-kontoen og var båndlagt. Dette synspunktet ble imidlertid kritisert i teorien. Knut Bergo argumenterer i "Børs- og verdipapirrett" for at det bør være tilstrekkelig dersom verdipapirene står inne på en VPS-konto der verdipapirforetaket er eneste kontofører. [xxxix] En kjøpsopsjon eller en lånerettighet (ikke plikt) ble imidlertid ikke vurdert som tilstrekkelig til at vilkåret om at foretaket skulle være «sikret rettidig levering» var oppfylt. I slike tilfelle måtte foretaket ved avtale med kunden sikre seg at lånerettigheten eller kjøpsopsjonen faktisk ble benyttet. [xxxix]

Finanskomiteen var delt i sitt syn på departementets forslag om å tillate verdipapirforetak å formidle dekket shortsalg. Flertallet støttet regjeringens forslag, mens et mindretall bestående av representantene fra Senterpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Rød Valgallianse gikk imot. Argumentene fra odelstingsproposisjonen ga liten gjenklang hos mindretallet, som betraktet shorthandel som et uønsket redskap for spekulasjon [xxxix]

Resultatet av komiteens behandling ble at lovforslaget gikk gjennom uforandret, slik at verdipapirforetak fikk adgang til å formidle dekket shorthandel. Den nye § 4-7 i verdipapirhandelloven ble etter endringsloven fra 1996 dermed lydende slik: «Verdipapirforetak kan bare formidle salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet». Samtidig ble det innført tilsvarende regler i § 4-5 fjerde ledd som omhandlet verdipapirforetaks handel for egen regning. [xxxix]

1.2.2 Ny verdipapirhandellov i 1997 – særlig om markedsmanipulasjon

Allerede ett år etter siste endringslov ble en ny verdipapirhandellov vedtatt. Den tidligere § 4-7 som regulerte shorthandel ble videreført uforandret som ny § 8-7. Forbudet i gammel § 1-4 annet ledd mot bruk av urimelige forretningsmetoder ble til ny § 2-5 første ledd. Denne bestemmelsen ble supplert med et nytt forbud mot kursmanipulering i § 2-6. Shorthandel er med urette ofte blitt omtalt i sammenheng med markedsmanipulasjon. Den mest unyanserte kritikken mot shorthandel har vært at instrumentet i seg selv innebærer manipulering av kurser. I en mer nøktern form er instrumentet blitt kritisert for å være et velegnet instrument for den som ønsker å manipulere markedet. Argumentet vil bli behandlet senere i oppgaven. I denne omgang skal vi se nærmere på hvilke hensyn som lå bak innføringen av bestemmelsen om kursmanipulasjon i verdipapirhandelloven i 1997.

Verdipapirhandellovutvalget leverte sin andre innstilling i desember 1995, NOU 1996:2.

Utredningen lå til grunn for odelstingsproposisjon nr 29 1996-1997. Manipulering av kursen på en aksje var naturlig nok heller ikke tillatt før 1997. Ved siden av § 1-4 i verdipapirhandelloven inneholdt også børslovens § 4-5 og straffelovens § 273 regler som omfattet markedsmanipulasjon: "Den som sprer uriktige eller villedende opplysninger for å påvirke priser på varer, verdipapirer eller andre gjenstander, eller medvirker hertil, straffes med fengsel inntil 4 år.» [xxxvi] Etter ordlyden ville altså kun manipulering i form av spredning av uriktige eller villedende opplysninger rammes. Andre former for manipulering kunne medføre samme resultat (uriktig kurs) og tilsvarende skadevirkninger uten å rammes av § 273. Nettopp det at manipulering kan gjøres på mange forskjellige måter, var noe av bakgrunnen for at utvalget ønsket å supplere generalklausulene om god forretningsskikk og urimelige forretningsmetoder med et spesifikt forbud mot kursmanipulasjon. Det ble fremhevet at et lite og illikvid marked med få aktører som det norske var særlig sårbart for manipulering. [xxxvii]

Lovteknisk ble § 2-6 bygget opp ved at forbudet mot å «søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument» ble tatt inn i første ledd. Det første problemet blir da hva som skal regnes som "uredelig å påvirke kursen". Den som uredelig søker å påvirke en kurs bedriver markedsmanipulasjon, noe som betyr at vi må gå via dette begrepet for å komme frem til hva som skal komme inn under "uredelig å påvirke kursen". Utvalget definerte markedsmanipulasjon slik: "enhver aktivitet rettet mot et verdipapirmarked for å kunstig påvirke prisen på verdipapirene". [xxxviii] Det leder over til problemet med hva som skal regnes som kunstig. En

investor som kjøper en aksjepost i et selskap kjøper disse på en kurs som ligger endel over sist noterte kurs, og forteller kanskje dette til media. Selv om hensikten med uttalelsene utelukkende er å påvirke kursen, kan dette vanskelig betraktes som forsøk på kunstig å påvirke kursen, all den tid investoren faktisk har kjøpt en aksjepost. Grensedragningen er vanskelig, utvalget ville i slike sammenhenger legge meget vekt på hvorvidt handlingen innebar at den som utførte den tok den reelle forretningsmessige risikoen ved handelen. Selv om det ikke kunne utelukke at det forelå kunstig påvirkning av kursen og dermed ulovlig markedsmanipulering, mente utvalget at det skulle mye til for å anse det som ulovlig kursmanipulasjon.[\[xxxix\]](#) Eksempelet over kan også bidra til å illustrere en av lovgivernes utfordringer ved å lage regler om markedsmanipulasjon. Grensedragningen mellom legitim markedsatferd, hvor en aktør opptrer for å fremme egne interesser, og ulovlig kursmanipulasjon, vil ofte være vanskelig.

I annet ledd ble det gitt eksempler på hva som kunne være slik uredelig påvirkning. Her presiseres det at også det å inngå fiktive avtaler kan komme innunder vilkåret om «uredelig å påvirke kursen». Dette var viktig fordi inngåelse av fiktive avtaler etter gjeldende rett falt utenfor bestemmelsen i straffelovens § 273 første ledd, første punktum. Ved siden av vilkåret om uredelig påvirkning inneholdt paragrafens andre ledd også et vilkår om formål.

Hovedbestemmelsen er gitt i første ledd, mens eksempler på hva som kan rammes av denne er gitt i annet ledd. Angivelsen av formålene i annet ledd nr 1, 2 og 3 er altså ikke uttømmende.[\[xl\]](#)

Lovforslaget fra departementet ble vedtatt i finanskomiteen uten endringer. Verdipapirhandellovens § 2-6 ble dermed lydende: «*Forbud mot kursmanipulering*

Ingen må søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs.

Som uredelig påvirkning regnes for eksempel å spre uriktige eller villedende opplysninger, eller inngå fiktive avtaler med det formål å:

1. få noen til å tegne, kjøpe eller selge finansielle instrumenter eller rettigheter til finansielle instrumenter, eller å avstå fra dette,

2. påvirke tegningskurs, eller

3. påvirke bytteforholdet ved sammenslåing eller deling av selskaper.»

1.2.3 Verdipapirfondloven endres i 2001

I 2001 ble verdipapirfondloven endret i den hensikt å foreta en modernisering av regelverket for verdipapirfond. [\[xli\]](#) Plasseringsreglene ble her liberalisert, ved at det ble gitt hjemmel for at fondene kunne benytte valutaterminer- og opsjoner. Slike instrumenter kunne imidlertid kun benyttes i sikringsøyemed. Det betyr at et fond ikke kunne gjøre en valutaopsjon utelukkende for å tjene penger på opsjonen. Valutaterminer- og opsjoner kunne utelukkende brukes for å sikre fondets øvrige investeringer mot valutasvinginger.[\[xlii\]](#) Nye § 4-5 andre ledd inneholdt forskriftshjemmel for nærmere regulering av hvordan opsjoner og terminer kunne brukes. Det gjaldt både for bruken av slike instrumenter i valutamarkedet og i andre markeder. Loven ga også forskriftshjemmel for å gi verdipapirfondene adgang til å låne ut finansielle instrumenter.[\[xliii\]](#) Bakgrunnen for denne lovendringen var at det forelå et endringsforslag til UCITS-direktivet (COM 2000/329 final)[\[xliv\]](#) hvor slik adgang ble gitt. I forarbeidene ble forslaget begrunnet med at dersom fond fikk adgang til utlån av finansielle instrumenter kunne det øke fondenes avkastning. Ved siden av dette ble det hovedsaklig drøftet hvilke krav til sikkerhet som burde stilles ved utlån.[\[xlv\]](#) Forskriften som ga verdipapirfond adgang til å låne ut finansielle instrumenter trådte i kraft 1. juni 2003.[\[xlvi\]](#)

Det er interessant å legge merke til at det ikke ble redegjort for sammenhengen mellom utlån av finansielle instrumenter og shorthandel. Tidligere kunne andre aktører låne ut finansielle instrumenter, men ikke verdipapirfondene. Gitt fondenes etterhvert anselige størrelse måtte det fortone seg som en relativt sannsynlig konsekvens at markedsaktørenes reelle muligheter til å handle short ville bli vesentlig forbedret. Verdipapirforetak kunne etter verdipapirhandelovens § 8-8 formidle lån av finansielle instrumenter. Det forutsatte selvsagt at foretaket kunne finne en motpart, det vil si en som kunne låne ut de finansielle instrumentene. Der man tidligere bare kunne låne aksjer av private aktører for å handle dekket short, kunne man nå låne av store verdipapirfond. I et system hvor aktørene utelukkende kan handle short dersom de har dekning, vil omfanget av shorthandel i vesentlig grad være avhengig av tilgangen på dekning, dvs. mulighet til å låne inn verdipapirene. Endringen av regelverket for verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter kan anses som en medvirkende årsak til, og en nødvendig forutsetning for, den senere liberalisering av regelverket for shortsalg.

1.2.4 Verdipapirfondloven endres i 2003

Verdipapirfondloven ble endret på nytt i 2003.[\[xlvi\]](#) Bakgrunnen for denne endringsloven var behovet for å implementere endringer i UCITS-direktivet, som gjaldt regelverket for fonds investeringer. [\[xlviii\]](#) Den viktigste endringen i vår sammenheng er endringen av § 4-11 som omhandlet fondenes adgang til shorthandel. Artikkel 42 i UCITS-direktivets var uforandret, så den norske endringen hadde andre årsaker. Vi skal se nærmere på argumentasjonen som ble gjort gjeldende i forbindelse med denne endringen. Kredittilsynet konstaterte først at gjeldende § 4-11 var strengere enn hva som var påkrevet etter artikkel 42 i UCITS-direktivet. Som vi har sett tidligere, forbød artikkel 42 "uncovered sales", mens § 4-11 forbød salg av instrumenter fondet "ikke eier". To hovedhensyn var avgjørende i tilsynets argumentasjon; hensynet til leveringsrisiko og hensynet til kursrisiko. Ved vurderingen av leveringsrisikoen så tilsynet på hvilke muligheter som eksisterte til å skaffe dekning, dersom shorthandel skulle tillates. Her ble det fremhevet at utlån av finansielle instrumenter nå kunne cleares av Norsk Oppgjørssentral (NOS). Det betød at partene i en utlånsavtale kunne holde seg til NOS dersom motparten ikke overholdt sine forpliktelser. Leveringsrisikoen ble således redusert. Kredittilsynet viser også til at verdipapirfond nå hadde fått adgang til å låne ut finansielle instrumenter. Det må tolkes som at tilsynet mener at mulighetene for å sørge for tilfredsstillende dekning var blitt forbedret som følge av fondenes adgang til å låne ut. Kombinasjonen av at utlånsavtaler kunne cleares og fondenes adgang til utlån, gjorde at Kredittilsynet mente at leveringsrisikoen kunne "elimineres".[\[xlix\]](#)

Kursrisikoen ble vurdert som mer alvorlig enn leveringsrisikoen. Kredittilsynet påpeker at kursrisikoen er ubegrenset. Når de likevel ønsket å åpne for dekket shorthandel begrunnet de det med å vise til spredningsreglene i verdipapirfondloven. [\[1\]](#) Dette var regler som begrenset hvor stor andel av fondets verdi som kunne være plassert i finansielle instrumenter utstedt av ett selskap.

Det er nærliggende å oppfatte argumentet dit hen at dersom et fond selger seg short og kursen stiger kraftig, så vil spredningsreglene gjøre at fondet blir nødt til å realisere tapet relativt tidlig.

Kursrisikoen vil dermed bli redusert ved at fondet tar tapet før det blir for stort. Resonnementet har likevel en klar svakhet ved at det bygger på ikke-uttalte forutsetninger om likviditet i markedet.

Fondets vilje til å realisere tap er ikke tilstrekkelig dersom tapet ikke lar seg realisere. Det avgjørende er da om aksjen som er shortet er tilstrekkelig likvid, om det er noen som er villig til å selge aksjen til shorthandleren når han skal kjøpe den tilbake. Vi kan tenke oss et eksempel hvor et fond har solgt seg short i en aksje til en kurs på 10 kroner. Like etter stiger aksjen til 40 kroner. Spredningsreglene i § 4-8 gjør da at fondet må kjøpe inn aksjene igjen selv om leveringstiden ikke

er kommet. Fondet legger så inn bud på rundt 40 kroner i markedet, problemet er bare at beste salgskurs er 80 kroner. Fondet kan da bli nødt til å kjøpe tilbake aksjene til en kurs på 80 kroner før leveringstiden er kommet for ikke å komme i konflikt med § 4-8. Spredningsreglene kan paradoksalt nok da bidra til å øke fondets kursrisiko fremfor å redusere den. Dersom fondet ikke var nødt til å kjøpe inn aksjene straks de gikk over 80 kroner, kunne det ha tatt sjansen på å vente til rett før forfall med å kjøpe tilbake aksjene. Det kunne naturligvis medført at de måtte kjøpe til en enda høyere kurs enn 80 kroner, men det kan også tenkes at markedet hadde gått andre veien, slik at de kunne kjøpe inn til en lavere kurs. Eksempelet kan ved første øyekast virke noe søkt, men det er viktig å fremheve at manglende likviditet som regel både er en viktig årsak til, og en naturlig konsekvens av, kraftig kursstigning i de aller fleste finansielle instrumenter. Mangelen på likviditet kan gi en selvforsterkende effekt; kursen stiger kraftig fordi selgerne har trukket seg ut, og enda flere selgere trekker seg ut når de ser at kursen stiger kraftig.

Departementet argumenterte med at derivatforskriftens regler om samlet risikoeksponering ville kunne utdypes for å hindre at fondenes totale risiko ble for høy som følge av shorthandel. Proposisjonen inneholdt ingen drøftelse av problemstillinger knyttet til shorthandel og markedsmanipulasjon.

Flertallet i finanskomiteen støttet Regjeringens forslag til endring av § 4-11. Representantene fra Sosialistisk Venstreparti gikk imot; "Et for stort utvalg i instrumenter for spekulasjon i verdipapirer skaper økt distanse mellom kundens verdipapirtransaksjoner og de underliggende realøkonomiske verdier." [\[li\]](#)

Verdipapirfondlovens § 4-11 første ledd, annen setning ble etter endringen lydende:

"Forvaltningsselskapet kan ikke selge finansielle instrumenter fondet ikke eier med mindre departementet i forskrift har gitt nærmere regler om dette". Endringen trådte ikraft 13. august 2003. [\[lii\]](#)

1.2.5 Kredittilsynets høringsnotat med utkast [\[liii\]](#) til forskriftsendring etter § 4-11

Kort tid etter at verdipapirfondlovens § 4-11 ble endret, ba Finansdepartementet Kredittilsynet vurdere hvorvidt det skulle gis forskrifts adgang til å shorte, og hvordan denne eventuelt skulle utformes. Utkastet ble preget av et ønske om å unngå for sterk liberalisering av regelverket.

Hensynet til markedsrisikoen lå bak Kredittilsynets skepsis til å gi verdipapirfonds for frie tøyler til å handle short. Dette ble igjen begrunnet med frykten for at andelseierne skulle lide tap.

Det ble nok en gang tatt utgangspunkt i UCITS-direktivets artikkel 42, og da særlig hvordan "uncovered sales" skulle forstås. Kredittilsynet fastholdt sitt restriktive syn, og viste til en anbefaling fra Kommisjonen fra 2004, "Om brug af finansielle derivatinstrumenter i institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)". [\[liv\]](#) Rettskildemessig bør det påpekes at mens direktivet er bindende for norsk rett har anbefalingen kun betydning som veiledning til tolkning av direktivet. I fortalen til anbefalingen het det: "Udækkede salg omfatter alle transaksjoner, hvor investeringsinstituttet udsættes for den risiko, at det skal købe værdipapirer til en højere kurs, end værdipapirerne leveres til, og risikoen for, at det ikke kan levere det underliggende finansielle instrument, når transaksjonen skal afsluttes.... I artikkel 42 i direktiv 85/611/EØF forbydes udækkede salg således generelt med henblik på at undgå, at investeringsinstitutter lider svære tab." [\[lv\]](#) Kredittilsynet oppfattet dette som at dersom et fond hadde markedsrisiko et shortsalg, så måtte dette betraktes som udekket etter artikkel 42. Det ble utelukkende lagt vekt på eksistensen av markedsrisikoen, ikke på omfanget av den. Sannsynligheten for at ekstreme kursbevegelser skulle inntreffe i løpet av de fire børsdagene som var ordinær oppgjørsfrist ble ikke vurdert. Shorthandel med markedsrisiko ble vurdert som udekket, og derfor i konflikt med UCITS-direktivets artikkel 42. Dette var årsaken til at Kredittilsynet ikke ville åpne for at verdipapirfond skulle ha adgang til å handle short med ordinær oppgjørsfrist.

Verdipapirfond kunne imidlertid etter tilsynets mening gis begrenset adgang til å handle short i derivater. Dette gjaldt kun salg av terminer og salg av kjøpsopsjoner (såkalt "call-opsjon"). Vi skal se på begrunnelsen tilsynet gav for å skille mellom shortsalg med vanlig oppgjørsfrist og shortsalg med derivater. Kredittilsynet mente det ikke var mulig å oppnå tilfredsstillende dekning ved shortsalg av vanlige verdipapirer, men at det under bestemte forutsetninger ville være mulig ved salg av terminer og kjøpsopsjoner. Forskjellen kan illustreres ved et eksempel. Et fond som selger en kjøpsopsjon på 1000 aksjer i Orkla vil da bli short en kjøpsopsjon. Dersom fondet allerede eier 1000 aksjer i Orkla, vil det ha dekning. Det vil ikke foreligge leveringsrisiko, for fondet har aksjene. Dersom kursen skulle stige kraftig vil fondet likevel ikke bli tvunget til å gå ut i markedet for å kjøpe aksjene. Det betyr at markedsrisiko slik den er beskrevet i fortalens punkt 9 ikke foreligger. Hvis kursen stiger kraftig vil fondet gå glipp av en gevinst, det må ikke realisere noe tap.

Kredittilsynet skilte mellom hvorvidt transaksjonen hadde fysisk eller finansielt oppgjør. Ved fysisk oppgjør bygde Kredittilsynet på kommisjonens anbefaling punkt 7.1 hvor det ble henstilt om å kreve dekning ved at fondet hadde det underliggende instrumentet i porteføljen. [\[lvi\]](#) Heller ikke i slike tilfeller ville Kredittilsynet akseptere innlån av de underliggende verdipapirene som

tilfredsstillende dekning. I den sammenheng innhentet de uttalelser fra irske, danske, tyske og svenske tilsynsmyndigheter. Kredittilsynet fikk støtte for sitt syn av det irske tilsynet, mens det danske tilsynet ikke hadde tatt stilling til spørsmålet. I Tyskland ble kommisjonens anbefaling tolket som at det var tilstrekkelig dersom fondet eide det underliggende på avtaletidspunktet og ved oppgjørstidspunktet, men ikke nødvendigvis i mellomtiden. I svensk rett godtok man innlån som tilfredsstillende dekning.[\[lvii\]](#)

Anbefalingen fra Kommisjonen inneholdt ikke eksplisitte uttalelser om hvorvidt dekning skulle ansees å foreligge ved innlån av det underliggende instrumentet. Kredittilsynet argumenterte med at lån av verdipapirer var så utbredt at det ville vært uttrykkelig nevnt i anbefalingen dersom hensikten var å akseptere innlån som dekning.

I utkastet til forskrift drøftet tilsynet om verdipapirfonds shortsalg kunne tenkes regulert ved hjelp av regler for risikostyring. Man tenkte seg da at markedsrisikoen ville begrenses ved at fondet ble tvunget til å realisere tapet før det rakk å bli for stort. Kredittilsynet avviste en slik modell med henvisning anbefalingens fortale punkt 9 om at fondet ikke må risikere å kjøpe inn det de har shortet til en høyere pris. Det ble også argumentert med at en slik modell ville stille for høye krav til både systemene for risikostyring, og til likviditeten i markedet.[\[lviii\]](#) Sammenholder vi dette med de tidligere behandlede forarbeidene til verdipapirfondlovens § 4-11, ser vi at Kredittilsynet har endret standpunkt. Kredittilsynet argumenterte da med at verdipapirfondlovens spredningsregler ville hindre at fondenes tap ved shorthandel ville bli for store.[\[lix\]](#) Spredningsreglene må betraktes nettopp som regler om risikostyring.

For derivater med finansielt oppgjør inneholdt kommisjonens anbefaling punkt 7.3 en vurdering om at kontanter og andre meget likvide instrumenter skulle kunne aksepteres som dekning.

Kredittilsynet påpekte at slik dekning ikke ville føre til vesentlig reduksjon av markedsrisikoen, men fulgte likevel kommisjonens anbefaling på dette punkt i sitt utkast til forskrift.

Kredittilsynet foreslo å gi verdipapirfond adgang til å handle short etter § 4-11 ved en ny § 7 i forskrift om verdipapirfonds handel med derivater av 8. juli 2002. Forslaget til forskriftsendring ble ikke gjort til gjeldende rett. Vi kan imidlertid finne spor av kredittilsynets utkast fra 2004 i den endringen i derivatforskriften som ble gjort 23. mars 2007. Det gjelder selv om den også avvek på ett viktig punkt vedrørende spørsmålet om innlån skulle kunne aksepteres som dekning. Dette vil bli behandlet nedenfor.

1.2.6 Verdipapirhandelloven endres i 2005 - markedsmisbruksdirektivet

Verdipapirloven ble i 2005 endret^[lx] for å implementere EUs markedsmisbruksdirektiv.^[lxi] Direktivet som omhandlet innsidehandel og markedsmanipulasjon ble vedtatt i 2003. Kommisjonen ble delegert myndighet til å gi utfyllende bestemmelser og gjennomføringsregler, noe som ble gjort i form av tre kommisjonsdirektiver og en kommisjonsforordning.^[lxii] Den viktigste endringen i vår sammenheng er at den tidligere § 2-6 i verdipapirhandelloven ble erstattet av en ny § 2-8. Endringen innebar et utvidet og mer detaljert forbud mot manipulering av markedet. Første ledd i § 2-8 lød: "Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter". Andre ledd inneholdt hva som entes med markedsmanipulasjon, dette ble gjort i punktene 1-3. Bestemmelsen bygger på direktivets artikkel 1 nr 2, som delte markedsmanipulering etter om det skjedde ved transaksjoner, transaksjoner i tilknytning til "fingerte planer" eller annet, eller manipulering ved spredning av villedende informasjon.^[lxiii] I andre ledd nr 1 het det at med markedsmanipulasjon mentes "transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet". Denne bestemmelsen bygde på direktivets artikkel 1 nr 2 punkt a.^[lxiv] Vi ser her at den som ble beskyldt for å manipulere markedet ikke ville rammes av bestemmelsen dersom han både kunne godtgjøre at begrunnelsen bak transaksjonen var legitim, og at den var i overensstemmelse med akseptert markedspraksis. Det avgjørende for hva som var akseptert markedspraksis var ikke hva markedsaktørene selv la til grunn, men hva Kredittilsynet aksepterte som markedspraksis.^[lxv] Vi ser altså at det ble innført omvendt bevisbyrde i den forstand at det var aktøren selv som måtte godtgjøre at handlingen var legitim. Kredittilsynet mente det var problematisk å skulle operere med omvendt bevisbyrde i et strafferettslig regime.^[lxvi] Departementet la imidlertid til grunn at dette ikke kom i strid med uskyldspresumsjonen i EMK art. 6 nr. 2 fordi det her var tale om omvendt bevisbyrde for unnskyldelige forhold. I tillegg la departementet til grunn at kravet om omvendt bevisbyrde var nødvendig for at direktivets artikkel 1 nr 2 punkt a skulle bli tilfredsstillende gjennomført i norsk rett.^[lxvii] Den nye § 2-8 i verdipapirhandelloven favnet vidt; både ved angivelsen av ulike former for manipulering, og ved at uaktsomhet var tilstrekkelig for å oppfylle

skyldkravet.[\[lxviii\]](#) Det er også viktig å understreke hvor sterkt Kredittilsynets syn skulle vektlegges etter § 2-8. Hva slags markedspraksis som skulle regnes som akseptert var opp til tilsynets diskresjonære vurdering.

1.2.7 Ny verdipapirhandellov 2007

Den nye verdipapirhandelloven fra 2007 vil ikke bli inngående behandlet her.[\[lxix\]](#) Årsaken til dette er at den ikke medførte endringer av betydning for innholdet i de sentrale paragrafene i vår sammenheng.

Reglene om forbud mot bruk av urimelige forretningsmetoder og god meglerskikk ble videreført uforandret. Det samme gjelder reglene om markedsmanipulering. Bestemmelsene i den tidligere lovens §§ 8-5 fjerde ledd og 8-7 om henholdsvis verdipapirforetakets egen shorthandel og formidling, ble samlet i den nye lovens § 10-4.

1.2.8 Derivatforskriften endres - åpner for visse typer shorthandel

Vi har tidligere sett på Kredittilsynets utkast til endring av forskrift av 8. juli 2002 om verdipapirfonds handel med derivater endringen av derivatforskriften ble ikke gjennomført før i 2007.[\[lxx\]](#) I forskriftens § 3a ble verdipapirfond gitt en viss adgang til å handle short, ved at salg på termin og salg av kjøpsopsjoner ble tillatt. Kredittilsynet la i sitt utkast til forskriftsendring vesentlig vekt på å begrunne hvorfor innlån av finansielle instrument ikke kunne aksepteres som tilfredsstillende dekning ved salg av terminer og opsjoner. Finansdepartementet la imidlertid ikke tilsynets syn til grunn da forskriften ble endret. I forskriftens § 3a nr 2b fremgikk det at leveringsrisikoen ved salg av de overnevnte derivater kunne dekkes ved innlån av det underliggende instrumentet. Dette gjaldt da for fysisk oppgjør. I § 3a nr 3 ble det presisert at fondene måtte sørge for å ha full dekning på ethvert tidspunkt fra avtalepunktet, uavhengig av om det var fysisk eller finansielt oppgjør.

1.3 Spesialfond

Vi skal nå se nærmere på debatten om hvorvidt spesialfond skal få operere i Norge, og hvilke endringer en slik adgang bør medføre i lovverket. Årsaken til at vi skal behandle dette relativt grundig er todelt. For det første er spesialfond den type markedsaktør som i størst grad benytter

shorthandel som investeringsteknikk. For det andre er en rekke av momentene som er blitt drøftet i forbindelse med spørsmålet om spesialfond skal tillates, meget relevante for behandlingen av shorthandel. På den ene siden er noe av kjennetegnet på spesialfond nettopp at de benytter investeringsstrategier som å handle short. Samtidig kan det argumenteres for at alle potensielt negative konsekvenser av shortsalg kan risikere å øke betraktelig i omfang dersom store aktører som spesialfond får handle short.

Spesialfond er en betegnelse på det som i økonomisk terminologi vanligvis omtales som "hedgefond". Tradisjonelt har disse fondene hatt sitt utspring i USA. Etterhvert har mange også etablert seg i små øystater som for eksempel Cayman Island. Årsaken til dette er at hedgefond normalt har lagt vekt på å kunne operere under regulatoriske forhold med færrest mulig begrensninger på hvilke investeringsstrategier som kan benyttes.

Hedgefond utgjør en uensartet gruppe, likevel kan man peke på enkelte generelle kjennetegn. En viktig forskjell på et hedgefond og et vanlig aksjefond er at hedgefond styrer etter absolutte avkastningsmål. Mens et aksjefond vil ha som mål å slå totalindeksen i det aktuelle markedet med en viss margin, vil et hedgefond ha mål om en absolutt avkastning. Andelene i et tradisjonelt aksjefond vil normalt svinge med totalindeksen, selv om forvalteren har slått totalindeksen kan andelenes verdi ha blitt redusert. Avkastningen til et hedgefond vil være langt mindre korrelert med utviklingen i markedene de opererer i. Et hedgefond vil i langt større grad enn ett aksjefond kunne tape penger i perioder med stigende aksjemarked, men til gjengjeld vil de lettere kunne tjene penger selv om aksjemarkedet faller. Variasjonsbredden i de ulike hedgefonds investeringsstrategier er stor, generelt antas imidlertid slike fond å bruke derivater i større grad enn andre fond. Mange "gearer" også sine investeringer i større grad enn andre fond, teknisk utføres dette enten ved bruk av derivater eller ved å øke investeringen ved lånefinansiering.[\[lxxi\]](#) Å "geare" en investering vil enkelt sagt innebære det samme som å spille på høyere odds.[\[lxxii\]](#) Hedgefond vil derfor normalt ha større risiko på sine investeringer enn andre fond, noe som igjen øker både gevinst- og tapspotensialet.

27. juni 2008 vedtok Stortinget en endringslov til verdipapirfondloven som inneholdt regler om spesialfond.[\[lxxiii\]](#) Loven er ikke iverksatt, myndigheten til å fastsette når loven skal settes ikraft er delegert til Finansdepartementet.[\[lxxiv\]](#) Verdipapirfondlovens § 1-2 første ledd nr 2 vil etter endringsloven definere spesialfond som "verdipapirfond som er betegnet spesialfond i stadfestede vedtekter". Dette er gjort for å markere overfor investorer at det er tale om fond som ikke er underlagt de samme begrensninger hva investeringsteknikker og risikonivå angår som vanlige

verdipapirfond.[\[lxxv\]](#) Heretter vil begrepet "spesialfond" brukes i stedet for "hegdefond" for å følge lovens begrepsbruk.

Spørsmålet om hvorvidt adgang til å etablere spesialfond i Norge kunne ha negative konsekvenser for den finansielle stabiliteten ble behandlet i odelstingsproposisjon nr 36.[\[lxxvi\]](#) I Kredittilsynets høringsnotat siteres det fra den svenske proposisjonen til "En ny lag om investeringsfonder" hvor det het: "En intressant frågeställning är om förändringar i fondernas tillgångsvärden kan skapa processer som gör att marknaderna destabiliseras och som kan få ett förlopp som liknar en systemkris. (Nytt avsnitt, min anm.) Det finns exempel på när fonder genom sitt agerande har satt det finansiella systemet i gungning"[\[lxxvii\]](#) Kredittilsynet hevder i sitt høringsnotat at det ikke har tatt stilling til om innføring av spesialfond kan medføre ustabilitet i Norge. Deretter argumenterer tilsynet med at en regulering under verdipapirloven vil gi myndighetene større kontroll enn dersom spesialfond ikke er underlagt tilsyn.[\[lxxviii\]](#)

Departementets vurdering av om spesialfond skulle tillates i Norge ble gjort utfra tre hensyn. Det var hensynet til investorbeskyttelse, hensynet til finansiell stabilitet og hensynet til konkurransesituasjonen for norsk fondsbransje. Ved vurderingen av hensynet til finansiell stabilitet bygde departementet på en vurdering gjort av Kredittilsynet og Norges Bank i fellesskap fra 30. oktober 2007. Her ble det lagt til grunn at spesialfonds virkning på den finansielle stabilitet for det første var avhengig av forholdet mellom spesialfond og "systemkritiske institusjoner", det vil i hovedsak si banker. For det andre var det avhengig av hvordan spesialfonds atferd påvirket markedet. Blant de gunstige effektene spesialfonds inntreden kunne få ble de positive konsekvensene av shorthandel fremhevet. Kredittilsynet og Norges Bank argumenterte for at spesialfond ved sin shorthandel kunne bidra til bedre likviditet, bedre prissetting og bedre mulighet til å korrigere overprisede aktiva. Shorthandel ville dermed føre til at markedsprisen ble riktigere og dermed gi bedre ressursallokering. Ved siden av dette kunne spesialfonds jakt på arbitrasjegevinster bidra til å integrere markeder i forskjellige land, og således forbedre den globale ressursallokeringen. På den negative siden ble først risikoen for at banken skulle tape penger på grunn av handel med spesialfond vurdert. Dette kan enten skje direkte ved at spesialfond misligholder store lån, eller indirekte ved at bankenes kunder svekkes som følge av involvering med spesialfond. Kredittilsynet og Norges Bank stilte seg kritiske til et argument om at spesialfond kan virke forsterkende på finansielle kriser som følge av "flokkatferd". Det ble også påpekt at utenlandske spesialfond allerede hadde investeringer i Norge. Det ble derfor konkludert i den felles vurderingen med at det norske finanssystemet ville bli påvirket av spesialfond uavhengig av om

slike fond ble tillatt etablert i Norge. Departementet konkluderte selv med at finansiell stabilitet neppe ville påvirkes negativt dersom man åpnet for norske spesialfond.[\[lxxix\]](#)

Under gjennomgangen av utenlandsk rett på området ble det fokusert på en rapport fra Financial Stability Forum (FSF) fra mai 2007. FSF er et organ opprettet av G-7 (nå G-8) landene med særlig fokus på global finansiell stabilitet. I rapporten ble det argumentert for indirekte regulering av hegdefond /spesialfond fremfor direkte regulering. Begrunnelsen for dette var at spesialfonds aktiviteter ikke har direkte destabiliserende virkninger på verdipapirmarkeder. Likevel kan banker risikere å lide store tap på sine engasjementer med spesialfond. Forumet ønsket derfor at medlemslandenes tilsynsmyndigheter skulle samordne sin regulering av bankers samkvem med spesialfond. Det ble lagt særlig vekt på problemet med manglende åpenhet fra fondenes side. For å bøte på dette problemet ønsket man å samle informasjon om fondenes aktiviteter fra fondenes motparter. Samtidig ønsket man at både investorer og banker skulle kreve mer oppdatert og presis informasjon fra fondene. I rapporten ble det foreslått etablert en "best practice"- standard for forvaltere av spesialfond. Denne ble publisert i januar 2008, etter at G-8 landene hadde sluttet seg til konklusjonene i rapporten. Standarden skal ikke være rettslig bindende, men det anbefales at fond som avviker fra standarden forklarer hvorfor.[\[lxxx\]](#)

Det mest bemerkelsesverdige i odelstingsproposisjonen er kanskje i hvor liten grad den omhandler spesialfonds adgang til å handle short. Shorthandel har som vi tidligere har sett vært gjenstand for inngående drøftelser. Kredittilsynet, som bare tre år tidligere hadde insistert på at verdipapirfond ikke skulle kunne benytte innlån som dekning ved shortsalg, la nå til grunn at spesialfond måtte få unntak for verdipapirfondlovens § 4-11 første ledd om shortsalg. Både Departementet og Norges Bank var enige i dette. Sistnevnte ønsket imidlertid at shorthandel også skulle unntas forbudet i § 4-11 mot å stille garanti eller kausjon.[\[lxxxii\]](#)

I Verdipapirfondlovens § 1-1 annet ledd gis spesialfond etter endringsloven unntak fra en rekke bestemmelser i verdipapirfondloven, herunder § 4-11 om shorthandel. Det ble ikke reist spesielle innvendinger mot dette unntaket under behandlingen i finanskomiteen.[\[lxxxiii\]](#)

Under oppfølgingen av endringsloven ble Kredittilsynets utkast til forskriftsendringer lagt frem til høring i september 2008. I utkastet foreslår tilsynet endring i derivatforskriften slik at spesialfond skal unntas fra bestemmelsene om shorthandel i forskriftens § 3a.[\[lxxxiiii\]](#)

1.4 Oppsummering - norsk rettstilstand før Kredittilsynets forbud

Artikkel 42 i UCITS-direktivet gjorde at udekket shorthandel ikke var tillatt. Etter verdipapirhandellovens § 10-4 var dekket shorthandel tillatt. Verdipapirforetak kunne etter § 10-4 (1) selge finansielle instrumenter de ikke eide såfremt foretaket hadde tilgang til instrumentene "slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet". Aktører i verdipapirmarkedet som ikke var verdipapirforetak kunne inngå avtaler om å handle short uten å omfattes av § 10-4. Dersom aktøren ønsket å handle short ved å benytte seg av et verdipapirforetak, ville verdipapirhandellovens regler gjelde. Et verdipapirforetak kunne da formidle slike salg etter § 10-4 (2) dersom kunden hadde tilgang på det finansielle instrumentet og foretaket var sikret rettidig levering på avtalepunktet. Det at kunden hadde tilgang til det aktuelle instrumentet var ikke tilstrekkelig. Foretaket måtte også forvisse seg om at kunden faktisk benyttet denne tilgangen slik at rettidig levering var sikret. Bakgrunnen for denne regelen var at verdipapirforetaket uansett ville være ansvarlig overfor motparten i handelen, derfor var det viktig at foretaket sikret seg at kunden faktisk kunne levere det de hadde solgt.[\[lxxxiv\]](#)

Verdipapirfonds adgang til å handle short var regulert av verdipapirfondlovens § 4-11 første ledd. Denne paragrafen forbød fond å selge finansielle instrumenter de ikke eide, men åpnet for at departement kunne gjøre unntak i forskrift. Verdipapirfond kunne ikke selge seg short i aksjer eller andre verdipapirer med vanlig oppgjørstid. Etter endring i forskrift om verdipapirfonds handel med derivater kunne fond handle short i enkelte derivater.[\[lxxxv\]](#) I forskriftens § 3a kunne verdipapirfond handle short ved å selge på termin og selge kjøpsopsjon. Forutsetningen var at fondet hadde dekning i underliggende. Ved siden av å eie det, eller å ha tilgang ved hjelp av terminer eller opsjoner, ble fondet ansett å ha dekning dersom det hadde lånt inn det underliggende instrumentet.

Tidligere i oppgaven har vi sett at verdipapirhandelloven inneholdt forbud mot såvel bruk av utilbørlige forretningsmetoder etter § 3-9 og markedsmanipulasjon etter § 3-8.

1.5 Innføring av midlertidig forbud mot shortsalg av finansaksjer høsten 2008

I august 2008 eskalerte krisestemningen i verdens finansmarkeder. Kursene på verdens børser falt dramatisk. Finansaksjer ble ekstra hardt rammet på grunn av store tap med opphav i svakt sikrede amerikanske boliglån og frykt for enda større tap i fremtiden. 18. september innførte britiske tilsynsmyndigheter (FSA) forbud mot shorthandel i finansaksjer[\[lxxxvi\]](#) Aktører som allerede satt

short i slike aksjer fikk fem dager på seg til stenge posisjonen. Dagen etter innførte den amerikanske tilsynsmyndigheten SEC et lignende forbud.[\[lxxxvii\]](#) Tilsynsmyndigheter i en rekke europeiske land inkludert Tyskland og Frankrike gjorde tilsvarende. Det samme gjaldt Canada og Australia.[\[lxxxviii\]](#) Begrunnelsene som ble gitt var hovedsaklig at den ekstreme markedssituasjonen gjorde at systemkritiske institusjoner som banker og lignende trengte ekstra beskyttelse for at ikke den finansielle krisen skulle forverres ytterligere. SEC betraktet forbudet som en måte å bekjempe manipulering av markedet på. De argumenterte med at shortsalg i finansielle aksjer var ekstra bekymringsfullt på grunn av sammenhengen mellom aksjekursen og den generelle tilliten til institusjonen. SEC mente at shortsalg hadde bidratt til at kursene på amerikanske finansaksjer hadde fått en nedgang som var "unrelated to true price valuation".[\[lxxxix\]](#) Både SEC og FSA uttalte at shortsalg normalt var å betrakte som en legitim investeringsmetode.[\[xc\]](#) Shortsalg bidro under normale omstendigheter til riktigere prising og bedre likviditet i markedet ifølge SEC.[\[xci\]](#)

Kredittilsynet innførte forbud mot all shorthandel i norske finansaksjer noen uker senere. Likevel viste ikke Kredittilsynet til andre lands innføring av restriksjoner på shorthandel i sin begrunnelse. Innføringen av det midlertidige forbudet mot shorthandel av finansaksjer i Norge vil bli behandlet nærmere i slutten av oppgaven.

2.1.1 Hensyn bak regler om shorthandel generelt, og shorthandel med finansaksjer spesielt

Jeg vil nå se på ulike argumenter for om hvorvidt shorthandel bør tillates. I den sammenheng vil både argumenter fremført i forbindelse med innføring av restriksjoner høsten 2008 og andre argumenter bli behandlet. Noen av argumentene relaterer seg spesifikt til shorthandel med finansaksjer, mens andre er av mer generell karakter.

2.1.2 Argumentet om at shorthandel kan føre til kunstig lave kurser

SEC argumenterte som tidligere behandlet med at shortsalg hadde ført til en kursnedgang på finansielle aksjer som var "unrelated to true price valuation". [\[xcii\]](#) Hva som er riktig pris på en aksje til et gitt tidspunkt er naturlig vanskelig å bestemme. Dersom et selskaps aksjer er fritt omsettelige, vil verdien på selskapet normalt bestemmes ved å multiplisere antall aksjer med kursen. Selskapets verdi blir summen av det markedet er villig til å betale for dets aksjer. Både analytikere, meglere, spekulanter og tilsynsmyndigheter vil ofte kunne ha oppfatninger om at

kursnivået på en aksje eller en aksjeindeks er galt, fordi det ikke gjenspeiler de underliggende verdiene. Etter at SEC kom med sin uttalelse 19. september har et stort antall amerikanske banker enten gått konkurs eller blitt reddet ved statlig inngripen. Det er således uhyre vanskelig å avgjøre om SEC hadde rett i sin påstand, all den tid man ikke har noe annet godt mål på selskapets verdi enn dens markedsverdi. Det kan antagelig like gjerne argumenteres med at nedgangen på amerikanske finansaksjer hadde vært for liten og at kursene var for høye da SEC innførte sitt forbud.

Når et finansielt marked opplever sterk nedgang og krisetendenser er det svært vanlig at det blir lett etter enkeltårsaker når nedgangen skal forklares. Under valutakrisen i Asia i 1997 svekket mange valutaer seg mye mot vestlige valutaer. Dette førte til at Indonesia og flere andre land erklærte at spekulasjon mot landets valuta kunne resultere i dødsstraff. [\[xciii\]](#) Det er ikke mulig å fastslå hvor stor del av kursnedgangen i amerikanske finansielle aksjer som skyldes shorthandel. Utviklingen i disse aksjene etter at shorthandelforbudet ble innført, kan imidlertid indikere at shorthandelens faktiske betydning ikke bør overvurderes.

2.1.3 Argumentet om å forby shorthandel for å hindre at tilliten til finansinstitusjoner undergraves

Et kapitalistisk system er avhengig av et velfungerende finansvesen, og et velfungerende finanssystem må ha tillit i markedet. I SECs uttalelse ved innføringen av shortforbudet het det: "Financial institutions are particularly vulnerable to this crisis of confidence and panic selling because they depend on the confidence of their trading counterparties in the conduct of their core business." [\[xciv\]](#) Resonnementet synes å være at shortsalg har bidratt til fallende kurser, og at dette har ført til at resten av markedet har solgt i panikk. Ved å forby shorthandel kan man fjerne en viktig faktor i den nedadgående spiralen. Godtar vi forutsetningen om at det er nær sammenheng mellom aksjekursen til en finansinstitusjon og dens tillit i markedet, vil forbudet mot shorthandel resultere i at tilliten til finansinstitusjoner blir bedre. Bakgrunnen for å innføre forbudet i en rekke land var da også et ønske om å sikre tillit til finansinstitusjonene. Her kan det stilles spørsmål om hva det gjør med markedets tillit til et selskap når myndighetene må intervensjonere for å beskytte det. Det faktum at tilsynsmyndigheter i en rekke land fant det nødvendig med endring i regelverket om shorthandel for å beskytte finansinstitusjonene kan i seg selv ha svekket markedets tillit til denne sektoren. I en situasjon hvor myndighetene i en rekke land prøvde å berolige markedet om tilstanden til egen finanssektor kan det argumenteres for å virke mot sin hensikt at man samtidig ser seg nødt til å forby shorthandel for å beskytte finansinstitusjonene. Motsatt kan det innvendes at det

at myndighetene i det hele tatt treffer tiltak for å beskytte finanssektoren kan bli oppfattet som et signal om at man ikke vil la systemkritiske institusjoner som banker gå konkurs. Dette kan forventes å styrke markedets tillit til sektoren.

2.1.4 Shorthandel og faren for konkurser i finanssektoren

Årsaken til at mange land innførte forbud mot shorthandel kun i finanssektoren er sektorens egenart. Som vi har sett er finanssektoren enda mer avhengig av tillit enn andre sektorer. Dersom en bank går konkurs har det normalt langt større negative ringvirkninger enn hva som er tilfelle ved konkurser i andre sektorer. Dette skyldes at banker normalt drives med en langt mindre egenkapital enn hva som er vanlig i andre bransjer. Samtidig er bankenes gjensidige avhengighet over landegrensene stor i det globale finansielle systemet. Når en bank går konkurs vil det ofte gi en "dominoeffekt". Andre banker vil da ofte ha så store beløp utestående hos den som gikk konkurs at de selv risikerer å gå overende. Denne effekten er blitt klart demonstrert i kjølvannet av konkursen i Lehman Brothers i 2008. Under forutsetning av at shorthandel i seg selv virkelig kan føre til så sterk nedgang i aksjekursen at det ender med konkurs, gir det da god mening å innføre særlige restriksjoner på shorthandel i denne sektoren. Problemet er at forutsetningen med stor sannsynlighet ikke er holdbar, noe som skyldes at aktører som prøver å tvinge kursen nedover normalt vil møte stadig sterkere motkrefter dess lengre unna normalt kursleie kursen kommer. Det gjør at kravene til posisjonsstørrelse og koordinasjon hos de aktører som prøver å få kursen nedover som regel vil være så store at deres mulighet til å påvirke kursen til nivåer hvor konkurs kan inntreffe må forventes å være svært liten.

2.1.5 Argumentet om at shorthandel kan benyttes til å manipulere markedet

Enhver aktør i et aksjemarked håper at kursen skal gå i sin retning. Endringen kan komme som følge av fundamentale forhold, den generelle fremtidstroen, og psykologien i markedet. Dersom det blir kjent at en spesiell aktør handler, kan dette ha kursdrivende virkning i seg selv. Dette omtales gjerne som "bjellesau-effekten". En aktør som handler short vil dermed kunne være fristet til å spre negativ informasjon om selskapet for å manipulere aksjekursen nedover. Det er likevel bare fortegnert som skiller denne situasjonen fra den som møter en aktør som handler long, det vil si kjøper aksjer. Fristelsen til å bedrive kursmanipulasjon er den samme. Dersom aktøren faktisk faller for denne fristelsen kan dette skje på en rekke forskjellige måter, fra småskala ryktespredning på nettfora til utarbeidelse av svertetekampanjer med bistand av profesjonelle informasjonsrådgivere. Motivasjonen bak en kursmanipulasjon følger av selve inntreden i markedet, uavhengig av

hvordan denne inntreden faktisk skjer. Ønsker om at kursen skal opp eller ned er heller ikke de eneste mulige motivasjonene bak manipulering. Dette skyldes bruk av stadig mer avanserte finansielle instrumenter. En aktør som er short volatilitet i opsjonsmarkedet vil ha interesse av at kursen beveger seg minst mulig. Andre aktører kan ha interesse av at kursen på en aksje svinger mest mulig i forhold til en annen aksje i en bestemt periode. Mens en aktør som prøver å "snakke" kursen på en aksje en vei fort kan bli mistenkt for å bedrive manipulering, kan det være vanskeligere å få øye på den bakenforliggende interessen hos en aktør som uttaler at kursutviklingen på en aksje kommer til å være helt flat. Hvorfor blir da shorthandel ofte betraktet som et middel for kursmanipulasjon? Dette kan ha sammenheng med at shorthandel vies mest oppmerksomhet i perioder med synkende børser. Fallende aksjekurser ledsages gjerne av oppsigelser og dårlige økonomiske tider. Det at aktører som har solgt seg short profitterer på en slik utvikling kan virke støtende i samfunnet ellers. Aktører som sitter long er da i utgangspunktet misfornøyde med kursutviklingen. I slike situasjoner kan rykter om at kursnedgangen skyldes manipulasjon av aktører som sitter short være godt egnet til å sette sinnene i kok. Enhver shorthandler kan da oppfattes som en som "skor seg på andres ulykke", uavhengig om han har bedrevet ulovlig kursmanipulasjon eller ei. Når aksjemarkedet faller har de som sitter long i øyeblikket tatt feil i sin vurdering av kursutviklingen. Det kan da være en naturlig menneskelig reaksjon å forklare denne feilen med andres manipulasjon fremfor å tilskrive den egen utilstrekkelighet.

Ulovlig manipulering av markedet i enhver form er forbudt etter verdipapirhandellovens § 3-8. Årsaken er innlysende, ettersom den som manipulerer en aksjekurs i realiteten begår et tyveri fra dem med motsatt posisjon. Det er ingen prinsipiell forskjell på å manipulere en aksjekurs opp eller ned, skadevirkningen vil være den samme for den som sitter med motsatt posisjon. Er det så enklere å manipulere en kurs ned enn opp? Det kan kanskje argumenteres for at det er lettere å få medieoppmerksomhet dersom man sprer negativ informasjon. Dette kan neppe vektlegges som noe særlig tungt argument mot shorthandel generelt. Det kan tvert i mot argumenteres med at hverken enkle short- eller longposisjoner er det beste utgangspunktet for en som ønsker å manipulere kursen. Ved å handle enten ren volatilitet i opsjonsmarkedet eller avanserte opsjonsstrukturer kan en aktør skaffe seg interesser i markedet som både er enklere å manipulere og vanskeligere å spore. Det kan illustreres med et eksempel: En aktør kan legge inn store fiktive interesser på både kjøps- og salgsside (hos forskjellige meglere) i aksje A, mens han kjører markedet med aggressive kjøpsordre den ene dagen, og tilsvarende salgsordre den andre dagen, i aksje B. Dersom han på forhånd har handlet på forskjellen i volatilitet i kursutviklingen til disse aksjene vil det være svært

vanskelig for utenforstående å få øye på noe mønster, og dermed lite sannsynlig at mistanker om manipulering ville komme til overflaten. Dersom dette likevel skulle skje ville tilsynsmyndighetenes etterfølgende arbeid antagelig bli ytterst krevende.

Shorthandel kan brukes som ledd i kursmanipulasjon, eller det kan være bakenforliggende motiv for manipulering ved hjelp av andre virkemidler. Det er imidlertid også situasjonen ved vanlig kjøp av aksjer, og argumentet kan derfor vanskelig benyttes til støtte for lovmessige restriksjoner på bruk av shorthandel som finansielt instrument.

2.1.6 Shorthandel, manipulering og konkurs generelt

Dersom en aktør kjøper seg stort opp i et selskap, vil det vanligvis føre til at kursen stiger. Normalt vil man forvente at kjøperen da opptrer forsiktig i markedet for ikke å sende ut for sterke kjøpssignaler til resten av markedet før han har fått tak i de aksjene han ønsker. Hvis formålet med kjøpet utelukkende er å flytte kursen oppover og kjøpet utføres ved at kjøperen hele tiden overbyr seg uten at det er nødvendig for å få kjøpt kan dette være ulovlig kursmanipulasjon. Uavhengig om grensen for ulovlig manipulering faktisk er blitt overtrådt vil kursen etter økonomisk teori etterhvert forventes å finne tilbake til sitt naturlige leie. Her finner vi en stor prinsipiell forskjell dersom retningen er motsatt. En kurs som er blitt flyttet nedover, enten det har skjedd ved ulovlig manipulasjon, vanlig salg eller shortsalg kan i prinsippet resultere i konkurs. Det kan skje ved at selskapet som følge av den lave kursen ikke får ny finansiering eller bare må betale mye høyere rente på sine lån. Resultater nedgangen i aksjekursen i konkurs, vil det være irreversibelt. Markedskreftene får ikke muligheten til å korrigere kursen, ettersom selskapet allerede er gått konkurs. Prinsipielt kan derfor dette isolert tale for et generelt forbud mot shorthandel. Her kan det innvendes at det bør forventes at den kraften, eller "de økonomiske musklene" om man vil, som skal til for å flytte en kurs bort fra sitt naturlige leie må forventes å øke progressivt med avstand.

Motstanden fra andre markedsaktører som oppfatter avviket fra det naturlige prisleiet vil normalt bli sterkere dess større avviket blir. Dette innebærer at faren for at et selskap skal kunne gå konkurs utelukkende som følge av shorthandel i praksis vil være svært liten. Dersom det likevel skulle forekomme i praksis, ville det ha mer alvorlige konsekvenser dersom det skjedde i finanssektoren enn i andre sektorer. Grunnen til dette er at de samfunnsøkonomiske ringvirkningene av konkurser innen finanssektoren ofte vil være relativt store.

2.1.7 Hensynet til forutberegnelighet

Det midlertidige forbudet mot shorthandel ble i Norge som i en rekke andre land innført med umiddelbar virkning. Fire måneder tidligere ble det vedtatt en endringslov til verdipapirfondloven som åpnet for at spesialfond skulle få unntak fra begrensningene i adgang til shorthandel som følger av § 4-11. Endringsloven kunne når den ble vedtatt betraktes som en fortsettelse av den gradvise liberaliseringsprosessen som har funnet sted i norsk retts bestemmelser om shorthandel siden 1997. Hensynet til finansiell stabilitet var et av hensynene som ble vurdert i forarbeidene til endringsloven om spesialfond. Verken Kredittilsynet, Norges Bank eller Finansdepartementet gikk imot å åpne for at fond som har shortsalg som en viktig investeringsstrategi skulle få etablere seg i Norge.[\[xcvi\]](#)

I drøftelsen av hvilke konsekvenser spesialfonds aktivitet kunne få for den finansielle stabiliteten ble bankenes motpartsrisiko i forhold til spesialfondene vurdert. Det ble imidlertid ikke faren for at spesialfondene som følge av shortsalg kunne true bankenes eksistensgrunnlag.[\[xcvi\]](#) Muligheten for å nedlegge midlertidige forbud mot enkelte av fondenes investeringsteknikker ble heller ikke drøftet i forarbeidene. Heller ikke ved innføring eller endring av bestemmelser om shorthandel i verdipapirloven eller verdipapirfondloven er muligheten til å forby shortsalg midlertidig i perioder med sterkt fallende aksjemarked vurdert. Skillet mellom finansaksjer og andre aksjer i forhold til shorthandel representerte noe nytt i norsk rett. Det finnes ikke noe som tyder på at man har vurdert å innføre egne regler for shorthandel i finansaksjer tidligere. Dette kan synes noe overraskende all den tid bankenes nøkkelrolle i norsk økonomi ikke er av ny dato.

Det kan stilles spørsmålsteget ved om hvorvidt hensynet til forutberegnelighet for aktørene i verdipapirmarkedet er blitt tilstrekkelig ivaretatt ved innføringen av det midlertidige forbudet mot shortsalg av finansaksjer. Det kan også konstateres at Kredittilsynet ved innføringen av det midlertidige forbudet legger en annen oppfatning om shorthandels betydning til grunn enn hva lovgiverne gjorde ved vedtagelsen av endringsloven til verdipapirfondloven 27. juni 2008.[\[xcvii\]](#)

2.2.1. Representerer shorthandleren en beskyttelsesverdig interesse?

Hvilke konsekvenser har shorthandel? Hvilke argumenter og resonnementer bør trekkes frem når reglene knyttet til shorthandel skal vurderes? Vi skal nå se på hva slags virkninger shorthandel kan forventes å ha; dels for den enkelte aksje, dels for markedet og samfunnsøkonomien generelt. Dette blir gjort for å se om shorthandleren kan hevdes å representere en beskyttelsesverdig interesse.

2.2.1.1 Likviditet og riktigere prising

En direkte konsekvens av at shorthandel tillates er at det blir flere selgere i markedet, det vil si at tilbudssiden i markedet styrkes. I et aksjemarked vil kretsen av potensielle selgere for hver enkelt aksje utvides fra kun å omfatte eksisterende aksjonærer, til å omfatte alle aktører. Det bidrar til at omsetningen øker. Det vil også innebære at differansen mellom kjøps- og salgskurs, (spreaden) reduseres. Økt omsetning og lavere spread gjør for det første at aktørenes mulighet til å få handlet slik de ønsker blir større, samtidig vil kostnaden ved transaksjonen reduseres. For det andre kan det ha en selvforsterkende effekt. Markedsaktører vil under ellers like forhold foretrekke å investere i verdipapirer hvor det er enkelt og billig å komme seg inn og ut av en posisjon.

En enda viktigere konsekvens av å tillate shorthandel er at det vil føre til riktigere prising av verdipapiret. Dette argumentet finner vi blant annet i forarbeidene til endringsloven om spesialfond, hvor det ble argumentert for at fondenes shorthandel ville gi riktigere prising av aksjer.[\[c\]](#) Dels kan det skje ved at kursen da bygger på oppfatningen til flere aktører, dels ved at også aktører som er negative til selskapets fremtidsutsikter får sitt syn reflektert i aksjekursen. Den siste effekten kan bidra til å hindre overdreven kursoppgang og således hindre at prisbobler dannes. Samtidig kan det motvirke at prisbobler opprettholdes, ved at shorthandlere vil kunne ”sprekke boblen”. Det kan illustreres ved et eksempel. I en situasjon hvor hele markedet mener at en aksje er grovt overpriset, men hvor shorthandel er forbudt, så kan det skje at kursen likevel ikke faller. Dette kan skje fordi det kun er eksisterende aksjonærer som kan legge inn salgsordre. Dels kan disse være i overkant optimistiske til den aksjen de en gang kjøpte, dels kan de tenkes å kvie seg for å gi legge inn salgsordre som er tilstrekkelig lav til at de får solgt. Dette fordi resten av deres aksjepost da blir vurdert til den nye og lavere kursen, noe som vil føre til lavere bokført formue, og eventuelt krav om innbetaling av ytterligere margin. Resultatet kan være at prisbobler i en aksje varer lengre, ved at omsetningen stopper opp når kjøpsinteressen svekkes, fremfor at den blir handlet på lavere nivåer. Ved å tillate shorthandel vil dette kunne motvirkes, ved at shorthandlere kommer inn på salgssiden.

En aksjekurs som i størst mulig grad gjenspeiler de reelle fremtidsutsiktene til selskapet regnes som et gode i seg selv, ved at det bidrar til bedre ressursallokering i økonomien.[\[ci\]](#) Utfra et slikt resonnement må shorthandleren kunne hevdes å bidra til økonomien på en måte som gjør at hans interesser må betraktes som beskyttelsesverdige. Det avgjørende blir da hva slags perspektiv som legges til grunn, det vil si om shorthandel vurderes på mikro- eller makronivå. Hvert enkelt shortsalg kan isolert betraktes som et lite prisverdig forsøk på å berike seg på eksisterende

aksjonærens bekostning. Likevel kan den potensielt gunstige virkningen på markedet i form av riktigere prising og redusert tendens til dannelse av prisbobler gjøre at shorthandel generelt har en positiv virkning. Da må i tilfelle også den enkelte shorthandlers interesse være beskyttelsesverdig.

2.2.1.2 Shorthandel som spekulasjonsinstrument

Det er vanskelig å definere begrepet "spekulasjon". I denne sammenheng vil begrepet bli benyttet om transaksjoner hvor to karakteristika foreligger. For det første er tidsperspektivet kort. For det andre er den motivert av en bestemt tro på kursutviklingen fremfor utviklingen i fundamentale forhold. Dette gir på ingen måte ment å være noen uttømmende definisjon, men kan likevel antyde hvordan begrepet brukes her. Dette på tross av to klare innvendinger som kan reises. Avgrensningen mellom kortsiktig og langsiktig er vanskelig. Samtidig vil troen på utviklingen i fundamentale forhold ofte være sammenfallende med troen på hvordan skal bli fremover.

Som vi tidligere har sett ble det allerede i forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1985 fremhevet at ethvert marked har "behov for et visst spekulativt element"[\[cii\]](#). Kortsiktig spekulasjon kan betraktes som olje som får maskineriet til å fungere på lang sikt. Utfra et slikt perspektiv kan det være grunn til å betrakte spekulasjon som en nødvendig og ønsket del av den totale markedsaktiviteten. Da bør også lovverket utformes slik at også slike aktiviteter gis adekvate rammevilkår.

Et enkelt finansielt instrument kan benyttes i svært forskjellige sammenhenger, og samme type transaksjoner kan være helt ulikt begrunnet. Som et eksempel kan vi bruke kjøp av kjøpsopsjoner med StatoilHydro-aksjer som underliggende. Et fond kjøper kanskje fordi de forventer et snarlig lederskifte med kraftig kortsiktig kursoppgang som resultat. På samme tid og kurs kan et flyselskap kjøpe i sikringsøyemed. Dersom oljeprisen, og dermed selskapets drivstoffkostnader stiger, så vil selskapets tap som følge av dette bli lettere å bære ved at kjøpsopsjonen blir mere verd. Samtidig kan en småbarnsmor kjøpe opsjonene i den tro at kursstigningen skal finansiere fremtidige barnebarns utdanning.

Er så shorthandel et instrument som er spesielt godt egnet til spekulasjon? Dersom vi tenker oss et marked hvor aktørene kun kan handle long, og hvor derivater ikke benyttes, så vil innføring av shorthandel medføre at antall investeringsmuligheter øker sterkt. Det samme gjelder mulighetene for spekulasjon. Fra og bare måtte investere ut i fra hvilke selskaper man tror skal gjøre det bra, kan

man da også tjene penger på å forutsi hvilke selskaper som kommer til å gå dårlig. For uærlige aktører medfører dette at man også kan høste gevinst ved å manipulere kurser nedover. Fjerner vi forutsetningen om at derivater ikke benyttes kommer en viktig innvending til syne. For at et instrument skal være spesielt godt egnet til spekulasjon bør det gi gode muligheter til å geare investeringen. Jo mer den kan geares, dess større blir gevinsten knyttet til en gitt endring av kursen. En vanlig shorthandel i aksjer vil normalt være vanskelig å geare. Dersom aktøren likevel får gjort dette øker faren for å måtte realisere tapet ved en "stop-loss"- forretning. Ettersom en aktør som selger short må binde opp hele det underliggende gjør dette at han ikke kan benytte dette til annen samtidig spekulasjon. Det finnes relativt enkle instrumenter som er langt bedre egnet til spekulasjon enn en vanlig shorthandel. Kjøp av salgsoptjoner er et godt eksempel. Dette gjør at investeringen kan geares mye hardere, slik at gevinsten som kan oppnås ved en gitt kursutvikling over en gitt periode blir mangedoblet sammenlignet ved shorthandel. Samtidig er risikoen kjent, det er ikke mulig å tape mer enn det opsjonen ble kjøpt for. Av den grunn risikerer man heller å måtte realisere noe tap før forfall som følge av forutgående svingninger. Shorthandleren har som har solgt en aksje 1.januar til kurs 100, kan bli tvunget til å realisere tapet 5. januar når kursen er 150 kroner, selv om kursen senere skulle vise seg å være 40 den 10. januar. Aktøren med samme markedssyn som har kjøpt en salgsoptjon med rett til å selge på 70 kroner den 10. januar vil ikke ha det samme problemet.

Shorthandel kan i likhet med andre instrumenter også benyttes til spekulasjon, men kan ikke sies å være spesielt godt egnet i så henseende.

2.2.1.3 Shorthandel som disiplinerende element og som redskap for aksjonærmakt

Shorthandel kan hevdes å ha en disiplinerende effekt på ledelsen av et selskap. Argumentet blir at dersom ledelsen i et selskap med spredt eierstruktur vanskjøtter selskapet, risikerer den normalt bare at den enkelte mindretallsaksjonær selger sine aksjer. Dersom shorthandel er tillatt, vil imidlertid ledelsen risikere at også aktører som ikke allerede er aksjonærer selger aksjer i selskapet. Markedet vil således kunne straffe en svak ledelse raskere og mer effektivt. Adgang til å handle short kan bidra til endret maktstruktur i selskaper, ved at aksjonærenes makt økes på bekostning av administrasjonen. Hvorvidt en slik konsekvens er å betrakte som positiv er ikke åpenbart. Det kan blant annet hevdes å svekke arbeidstakernes reelle innflytelse i selskapet. En annen innvending kan være at administrasjonen i mindre grad vil kunne fatte upopulære beslutninger i frykt for å bli straffet av shorthandlerne med lavere aksjekurs som resultat. Det kan gjøre administrasjonen ikke

fatter beslutninger selv om de vil være viktige og nødvendige for selskapet på lengre sikt.

2.2.1.4 Langsiktige og kortsiktige investeringer

Investeringer gjøres med ulike tidshorisonter. Shorthandel kan på samme måte som longhandel benyttes til både kortsiktige og langsiktige investeringer. Kan det så hevdes at shorthandel egner seg best til kortsiktige investeringer, mens longhandel er bedre egnet til investeringer på lang sikt? Prinsipielt er det vanskelig å påpeke noen klar forskjell. Et mulig argument knyttet til aksjemarkeder er at markedsbevegelsene i nedgangstider vil være bråere og raskere enn i oppgangstider som følge av panikktendenser blant investorer. Shorthandel kan således kunne hevdes å være et bedre egnet instrument enn longhandel for aktører som prøver å oppnå svært høy avkastning på kort tid. Det er imidlertid tvilsomt om det er mulig å finne særlig empirisk belegg for dette argumentet.

Shorthandel er en metode som er populær blant kortsiktige investorer. Det behøver ikke bety at shorthandel er spesielt godt egnet for kortsiktige investeringer. En annen forklaring kan være at kortsiktige investorer ofte er unge og økonomiutdannede, noe som gjør at de har både evne og vilje til å bruke alternative investeringsteknikker.

Kortsiktige investeringer er tradisjonelt betraktet som mindre aktverdige enn langsiktige. Aksjonærer som har tjent mye penger ved å sitte på en aksjepost over mange år møter ikke den samme offentlige misbilligelsen som aksjonærer som har tjent pengene ved å kjøpe og selge en aksje over en kort tidsperiode. Ettersom shorthandel ofte blir forbundet med kortsiktige investeringer kan det være grunn til å se litt på tidsperspektivets betydning. Bør langsiktige investeringer verdsettes høyere av samfunnet enn de kortsiktige? Det kan argumenteres for at det for et selskap er gunstigere med langsiktige aksjonærer, ettersom det kan gi selskapet ro til å bygge seg opp ved hjelp av små og fornuftige steg over tid. Langsiktige aksjonærer øker forutberegneligheten for selskapet. Selskapet kan også lettere ta de strategiske valgene som er mest hensiktsmessige på lang sikt, fremfor å måtte ta overdrevent hensyn til den neste fremleggelsen av kvartalsresultater. Motsatt kan det hevdes at kortsiktige investorer i større grad kan bidra til at selskaper foretar nødvendige omstillingsprosesser i tide. Et viktig argument for å likestille kortsiktige og langsiktige investeringer er at dette kan medføre at selskapene blir bedre drevet og riktigere priset. Tanken er da at selskapene i større grad vil bli tvunget til å foreta en hensiktsmessig avveining av kortsiktige og langsiktige hensyn. Her kan vi bruke et eksempel fra rentemarkedet. Markedet for norske renteinstrumenter er delt inn etter tidshorisonter. I en situasjon hvor nesten all

omsetning skjer i 1-årspapirer eller 10-årspapirer, kan manglende likviditet og markedsoppmerksomhet gjøre at prisingen av 5-årspapirer i mindre grad gjenspeiler bakenforliggende realøkonomiske realiteter. Det kan innvendes at myndighetene har begrensede muligheter til å påvirke den faktiske aksjonærstrukturen i selskaper generelt, og langt mindre sørge for at ulike tidsperspektiver er representert blant aksjonærene. Allmenne rettferdighetshensyn taler likevel mot et regelverk hvor markedsaktørens tidsperspektiv er avgjørende for deres rettslige stilling. Dette gjelder særlig fordi forskjellsbehandling av kortsiktige investeringer vanskelig lar seg begrunne med samfunnsmessige årsaker. Legger vi til grunn at shorting er relativt utbredt blant kortsiktige investorer, taler hensynet til likebehandling mot innføring av ytterligere restriksjoner på shorthandel.

2.2.2 Oppsummering - representerer shorthandleren en beskyttelsesverdig interesse?

Det at en aktivitet er tillatt etter lovverket betyr naturligvis ikke det samme som at den er ønsket. Kjøp av seksuelle tjenester før kriminaliseringen i 2009 kan tjene som et enkelt eksempel i så måte. Skal så shorthandel betraktes som noe lovgiverne motvillig har akseptert ved gradvis å liberalisere regelverket på området? Eller har lovgiverne faktisk ønsket shorthandel som et legitimt instrument som kan benyttes i det norske verdipapirmarkedet? Utviklingen i norsk rett de siste årene har som vi har sett gått i retning av utvidet adgang til å handle short. Innføringen av det midlertidige forbudet mot shorthandel i finansaksjer representerer her et unntak. Liberaliseringen har skjedd hovedsaklig på tre områder. For det første har verdipapirforetak fått adgang til å handle short selv og til å formidle slike handler for kunder.[\[ciii\]](#) For det andre har verdipapirfond fått adgang til å handle short i visse derivater.[\[civ\]](#) For det tredje er det vedtatt å åpne for spesialfond, selv om denne endringen ennå ikke har trådt ikraft. [\[cv\]](#) Sett i sammenheng peker disse endringene klart i retning av at shorthandel er noe lovgiverne har ønsket, ikke bare noe de har tolerert. Dette underbygges av lovendringer som har medført liberaliseringer av reglene om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter, og reglene for hva som aksepteres som tilfredsstillende dekning ved verdipapirfonds shortsalg.[\[cvi\]](#) På bakgrunn av dette må shorthandel kunne hevdes å være noe lovgiverne har ønsket og lagt til rette for. Dette til tross for at shorthandel er en investeringsteknikk som også kan ha tildels svært upopulære konsekvenser, spesielt i perioder med sterkt fallende aksjemarked. Man bør imidlertid ikke foreta den feilslutning at instrumentets manglende popularitet skyldes reelle negative konsekvenser av shorthandel. Shorthandel er et instrument som totalt sett har positive virkninger for markedet, og som lovgiverne derfor har lagt til rette for. Shorthandel må derfor

kunne sies å representere en beskyttelsesverdig interesse.

3.1.1 Innføringen av midlertidig forbud mot shortsalg høsten 2008

Onsdag 8.oktober 2008 kunngjorde Kredittilsynet et midlertidig forbud mot shorthandel i finansaksjer. I meldingen het det: "Kredittilsynet har observert uvanlige markedsbevegelser i enkelte aksjer notert på Oslo Børs, og det kan ikke utelukkes at omfanget av shortsalg i disse noterte instrumentene er stort." Forbudet ble gjennomført ved at shorthandel ble ansett for å være i strid med forbudet mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandellovens § 3-9. Det ble samtidig opplyst om at Kredittilsynet ville gi beskjed om når shorthandel i de aktuelle aksjene ikke lengre skulle betraktes som bruk av en urimelig forretningsmetode. Dagen etter ble det i en børs melding presisert at kun fem aksjer var omfattet av forbudet, dette var Bluewater, DnbNOR, Storebrand, Voss Veksel og Landmandsbank og Protector.[\[cvii\]](#)

3.1.2 Begrunnelsen i Kredittilsynets melding

La oss først se på begrunnelsen som ble gitt. Det at Kredittilsynet hadde observert uvanlige markedsbevegelser i enkelte aksjer på Oslo Børs er ikke egnet til å overraske. Finanskrisen gjorde høsten 2008 at markedsbevegelsene for et stort flertall av norske børsnoterte aksjer trygt kunne karakteriseres som uvanlige. Her er det verdt å påpeke at uvanlige markedsbevegelser ikke har vært noe ukjent fenomen i Norge de siste ti årene. Forskjellen er bare fortegnet. Kursbevegelsen i aksjer som for eksempel Opticom har i perioder vært adskillig bråere enn hva tilfellet var for de fem aksjene som ble omfattet av shortforbudet. Dette skjedde imidlertid uten at Kredittilsynet fant behovet for inngripen presserende.

Kredittilsynet skrev videre at det ikke kunne utelukkes at omfanget av shortsalg i de aktuelle aksjene var stort. Det ble altså ikke hevdet at det var høy grad av sannsynlighet for at omfanget av shortsalg var stort, ei eller at det var trolig eller svært trolig. Formuleringen "ikke utelukkes" brukes ofte for å beskrive sannsynlighetsgrader vesentlig under femti prosent. Sannsynligheten er da liten, men ikke så liten at den helt kan utelukkes. En naturlig tolkning av begrunnelsen totalt sett er likevel at Kredittilsynet mente det kunne være en sammenheng mellom de uvanlige markedsbevegelsene og shorthandel. I tilsynets begrunnelse ble også markedssituasjonen med "særskilt store kursutslag" for finansaksjer fremhevet.[\[cviii\]](#)

Kredittilsynets begrunnelse for å innføre forbudet reiser flere spørsmål. Er det sannsynlig at markedsuroen i de aktuelle aksjene skyldtes shorthandel? For å kunne gi noe nøyaktig svar på dette

måtte man både hatt full oversikt over hva slags transaksjoner som ble gjort og aktørens motivasjon bak hver enkelt transaksjon, noe som ikke lar seg gjøre. Noen momenter bør likevel nevnes. Markedsutviklingen var svært urolig for finansaksjer over hele verden høsten 2008. Sammenlignet med utviklingen i USA, Storbritannia og en rekke europeiske land var kursutslagene for norske finansaksjer relativt beskjedne. Etter at Lehman Brothers gikk konkurs fungerte ikke lenger interbankmarkedet hvor bankene låner penger av hverandre. I en verden med frie kapitalbevegelser er finansinstitusjoners gjensidige avhengighet over landegrensener stor. Det kan derfor argumenteres for at markedsutviklingen i norske finansaksjer for en stor del skyldtes problemene på de internasjonale finansmarkeder.

Finanskrisen innebar raskere og bråere kursbevegelser på de fleste aksjemarkeder. Det betyr at risikoen på porteføljer med eksponering til disse markedene økte. Mens en privat investor som ikke har lånefinansiering fritt vil kunne akseptere denne økte risikoen, vil både verdipapirfond og andre porteføljeforvaltere i vesentlig grad være underlagt begrensninger på hvor stor samlet risiko de kan påta seg. Det kan skyldes krav fra långivere, andelseiere eller som en følge av offentlige reguleringer. Muligheten til å være eksponert for risiko vil da ofte være en knapp faktor, noe som kan legge en klar demper på både muligheten og viljen til å utsette seg for ytterligere eksponering i form av shortsalg i marginale markeder som det norske.

Et argument i samme retning er at internasjonale aktører historisk har hatt en tendens til å trekke seg ut av perifere markeder i perioder med internasjonal markedsuro. Utlendingers totale eierandel på Oslo Børs ble høsten 2008 redusert fra 37,89 prosent i september til 34,12 prosent i oktober.[\[cix\]](#) En såvidt stor nedgang gjør at spørsmålet om utlendingers nedsalg kan ha blitt feilaktig vurdert som shortsalg av Kredittilsynet, bør reises.

3.1.3 Utvidelsen av forbudet - grunnfondsbevis

Dagen etter at Kredittilsynet innførte forbud mot shorthandel i de tidligere omtalte aksjene gikk det ut en børsmelding før børsens åpning.[\[cx\]](#) Her presiserte Kredittilsynet, etter forespørsel fra Oslo Børs, at forbudet kun omhandlet de fem nevnte aksjene. Det viste seg imidlertid raskt at situasjonen likevel ikke var endelig avklart. Allerede samme dag, 9. oktober, utvidet Kredittilsynet det midlertidige forbudet til å omfatte samtlige grunnfondsbevis. I pressemeldingen ble det kun vist til meldingen som ble sendt dagen før. Noen ytterligere begrunnelse for hvorfor det var nødvendig å utvide forbudet ble ikke gitt. Det ble heller ikke oppgitt noen årsak til at grunnfondsbevis ikke var omfattet av det første forbudet. Dette fortoner seg noe merkelig i ettertid. I det første forbudet ble

kun fem aksjer omfattet. Begrunnelsen ga da også inntrykk av at de "uvanlige markedsbevegelsene" i nettopp disse aksjene gjorde forbudet nødvendig. Utvidelsen av forbudet innebar at grunnfondsbevisene til nitten banker ble omfattet. Dersom Kredittilsynet mente at markedsbevegelsene hadde vært tilstrekkelig uvanlige for de nitten grunnfondsbevisene, synes det nærliggende å spørre hvorfor disse ikke ble omfattet av det første forbudet. Da forutsetter vi at markedsforholdene for disse grunnfondsbevisene ikke endret seg dramatisk fra 8. til 9. oktober 2008.

Utvidelsen av shorthandelforbudet kan gi inntrykk av at Kredittilsynet mente at store deler av det norske bankvesen var utsatt for shorthandel av et slikt omfang at de trengte beskyttelse i form av et forbud. Ved nærmere gjennomgang av hvilke banker som ble omfattet finner vi store forskjeller. I den ene enden av skalaen fantes Høland sparebank som i januar 2009 har en markedsverdi på under femti millioner kroner. Sparebank1 SR-bank var den største, markedsverdien nå er i overkant av to milliarder kroner. Utvidelsen av forbudet til å omfatte grunnfondsbevis skjedde med henvisning til det opprinnelige forbudet. En naturlig tolkning av dette må være at årsakene som ble anført til støtte for det første forbudet også kunne gjøres gjeldende ved utvidelsen dagen etter. Det betyr i tilfelle at Kredittilsynet heller ikke for de nitten grunnfondsbevisenes vedkommende kunne utelukke at omfanget av shortsalg var stort. Holdbarheten i resonnementet virker ikke umiddelbart overbevisende. Samlet sett medfører den etterfølgende utvidelsen av forbudet til å forsterke inntrykket av at Kredittilsynets saksbehandling har hatt klare svakheter. Den bidrar også til ytterligere tvil om hvorvidt begrunnelsen oppgitt av Kredittilsynet gjenspeilte de reelle årsakene til at det midlertidige forbudet ble innført.

3.1.4 Kredittilsynets valg av virkemiddel

Det kan hevdes at Kredittilsynet burde ha undersøkt om hvorvidt det virkelig foregikk omfattende shorthandel i de aktuelle aksjene før forbudet ble innført. Og selv om det skulle legges til grunn at en stor del av de uvanlige markedsbevegelsene virkelig skyldtes shorthandel, er det grunn til å se nærmere på Kredittilsynets valg av virkemiddel. Hvorfor valgte Kredittilsynet å refortolke verdipapirhandellovens § 3-9 fremfor å benytte § 3-8 om markedsmanipulasjon? En grunn kan være at man ikke anså shortsalg for å være i strid manipuleringsreglene. I § 3-8 (2) nr 1 er markedsmanipulasjon imidlertid gitt en svært vid definisjon, samtidig som "enhver villedende atferd" rammes av § 3-8 (2) nr 2. Hvis shortsalg ikke kom inn under noen av bestemmelsene i § 3-8, er det vanskelig å se at det burde betraktes som "urimelig" etter § 3-9.

Det er verdt å påpeke at vedtaket om å tolke et midlertidig forbud inn i § 3-9 ikke ble gitt noen ytterligere lovmessig forankring. Det ble ikke vist til bestemmelser i kredittilsynsloven eller verdipapirlovens bestemmelser om tilsyn i kapittel 15. I reglene om markedsmanipulasjon heter det i § 3-8 (2) nr 1 at atferd som er i overensstemmelse med det Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis likevel ikke skal regnes som manipulasjon. Kredittilsynet ville hatt et adskillig sikrere hjemmelsgrunnlag dersom man valgt tiltak med utgangspunkt i § 3-8, fremfor å innføre et midlertidig forbud ved å refortolke § 3-9.

Det synes også betenkelig at Kredittilsynet valgte å legge fremtidige føringer i form av et midlertidig forbud, fremfor å undersøke tidligere transaksjoner i de aktuelle aksjene. Ved å benytte reglene om markedsmanipulasjon i verdipapirhandellovens § 3-8, fremfor et generelt forbud etter § 3-9, kunne hensynet til rettferdig behandling av markedsaktørene blitt bedre ivaretatt. Shorthandlere som måtte ha opptrådt i strid med reglene om markedsmanipulasjon kunne ha blitt straffet. Samtidig kunne aktører som ikke hadde opptrådt i strid med regelverket fortsatt å handle short dersom de ønsket. Innføringen av det midlertidige forbudet virket som en form for "kollektiv avstraffelse" av markedet. Mistanken om at aktører hadde opptrådt utilbørlig førte til at bruken av et viktig investeringsinstrument i de bestemte aksjene ble forbudt for alle aktører.

Dette kan også betraktes fra et rettssikkerhetsperspektiv. Dersom markedsuroen kunne tilskrives shorthandel, og dette var markedsmanipulasjon, medfører Kredittilsynets handlemåte likevel problematiske følger. De aktørene som måtte ha overtrådt § 3-8 kunne innkassere sin gevinst, og avslutte sin handel uten rettslige konsekvenser. Samtidig ble alle andre aktører fratatt muligheten til å handle short i viktige aksjer på en tid hvor muligheten til å profittere på shorting var sjelden gode. Det er grunn til å dvele noe ved denne sammenhengen. Krisen avløste mange års sterk oppgang på Oslo Børs. Det betyr at de aller fleste shorthandler som ble utført sannsynligvis endte med tap for investoren. Det gjelder også de aksjene som ble omfattet av forbudet. Når da markedet snudde, og det kunne være mulig å vinne tilbake noe av det tapte, så ble selve bruken av instrumentet for å tjene på kursnedgang forbudt for disse aksjene. Sett fra et slikt perspektiv kommer forbudet i konflikt med hensynet til rettferdighet og forutberegnelighet for markedsaktørene.

3.1.5 Rettspraksis - verdipapirhandelloven § 3-8

Det foreligger ikke noen omfattende rettspraksis om reglene mot markedsmanipulasjon. Det finnes imidlertid en relativt fersk dom fra Høyesterett hvor Økokrim hadde anket over straffeutmålingen i en sak blant annet omhandlet brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon i dagjeldende

verdipapirhandellov.[\[cxi\]](#) Saksforholdet var at tiltalte hadde lagt inn salgsordre på en bestemt aksje hos flere forskjellige meglere på kurser adskillig under markedsnivå. Dette ble gjort på årets siste handledag, for å sørge for at sluttkursen for aksjen i regnskapsåret skulle være lavere. Tiltalte forvaltet et fond som lå short i den aktuelle aksjen. Resultatet av manipuleringen ble således at shortposisjonens bokførte verdi ble høyere, og at fondets prestasjon kunne fremstilles som bedre enn den i virkeligheten var. Denne saken nevnes fordi den viser at myndighetene hadde andre handlingsalternativer tilgjengelige hvis de mente at årsakene til de "uvanlige markedsbevegelsene" var manipulering i tilknytning til shorthandel. I praksis betyr det at Kredittilsynet kunne ha kontaktet Økokrim med de aktuelle sakene, fremfor å innføre et midlertidig forbud mot shorthandel i de aktuelle aksjene.

3.1.6 Betydningen av DnbNors situasjon

Vi har sett på forskjellig forhold knyttet til shorthandel og virkninger av denne. Utfra dette er det vanskelig å se noen god rasjonell begrunnelse for det midlertidige forbudet basert på hvordan instrumentet benyttes og hvilke konsekvenser dette må forventes å ha. Samtidig bidrar ikke Kredittilsynets begrunnelse nevneverdig til å klargjøre hvorfor forbudet skulle være riktig og nødvendig. Det er derfor grunn til å se nærmere på andre begrunnelser. La oss så se på hvilke aksjer som ble omfattet av det opprinnelige shortforbudet. Bluewater, DnbNOR, Storebrand, Voss Veksel og Landmandsbank og Protector hadde en samlet børsverdi på cirka 55,3 milliarder kroner den 8.oktober 2008. Verdien av DnbNor alene var 45,176 milliarder kroner[\[cxii\]](#). Bankene som var utstedere av de nitten grunnfondsbevisene som ble omfattet av utvidelsen hadde en samlet verdi på omlag 10 milliarder kroner. Det kan derfor argumenteres for at det ikke er tilstrekkelig å se på generelle forhold rundt shorthandel når innføringen av det midlertidige forbudet skal drøftes. Det er også nødvendig å vurdere de konkrete omstendighetene rundt de fem selskapene.

Oppmerksomheten knyttes nå til selskapene som ble omfattet av det første forbudet. Her kan det kort slås fast at utviklingen i henholdsvis Bluewater, Protector og Voss Veksel og Landmandsbank ikke er av fundamental betydning for norsk økonomi. Den samlede verdien på disse selskapene var under en milliard. Storebrand er et stort og viktig selskap. Hovedtyngden av selskapets virksomhet ligger imidlertid innen forsikring. En eventuell konkurs kunne fått negative ringvirkninger for norsk økonomi, men disse må forventes å ville blitt adskillig mindre dramatiske enn hva tilfelle ville vært for en bank på samme størrelse. DnbNor er landets desidert største bank. Dersom banken skulle gå konkurs ville det rammet norsk økonomi hardt. For det første ved at flere andre norske banker antagelig hadde bukket under som følge av tap på direkte engasjement med DnbNor. For det andre

ville en rekke bedrifter gått konkurs fordi de ikke lenger ville få lån. For det tredje ville samfunnets generelle tiltro til bankvesenet med stor sannsynlighet blitt så svekket at det store deler av finanssektoren ville sluttet å fungere. Det var derfor helt naturlig at det store fallet i DnbNors aksjekurs sommeren og høsten 2008 vakte bekymring hos myndighetene. Spørsmålet som da reiser seg er den reelle årsaken til at Kredittilsynet innførte hele det midlertidige forbudet var et ønske om å motvirke videre kursnedgang i DnbNor-aksjen. Det kan anføres noen argumenter til støtte for et slikt syn. DnbNor var i en så akutt knipe at regjeringen innførte en omfattende krisepakke kun tre dager etter at Kredittilsynet innførte det midlertidige forbudet.[\[cxiii\]](#) Tiltaket ble i ettertid kritisert for å favorisere DnbNor på bekostning av andre banker.[\[cxiv\]](#) Enkelte spekulerte i situasjonen i DnbNor var så kritisk at banken ville gått konkurs i løpet av kort tid dersom regjeringen ikke hadde iverksatt tiltak.[\[cxv\]](#) Et annet argument er at det finnes mange selskaper som er viktigere for norsk økonomi, og hvor kursutviklingen hadde vært like negativ, uten at Kredittilsynet fant det nødvendig å la disse omfattes av shortforbudet.

Dersom innføringen av det midlertidige forbudet mot shorthandel virkelig skyldtes et ønske om å beskytte DnbNor-aksjen så er det svært problematisk av flere årsaker. Kredittilsynet bør i utgangspunktet ikke aktivt søke å påvirke kursutviklingen til enkeltelskaper på Oslo Børs. Skulle de likevel prøve å gjøre noe slikt, burde de uansett oppgi den reelle begrunnelsen.

Vi har tidligere sett at shorthandel ikke er et spesielt godt egnet instrument for markedsmanipulasjon. Faren for at selskaper skal kunne gå konkurs som følge av massiv shorting må vurderes som svært liten. La oss likevel legge det motsatte syn til grunn for et øyeblikk. Da reiser det seg et paradoks i tilknytning til DnbNor. Banken er så stor at en konkurs ville få store skadevirkninger for norsk økonomi. Derfor er det svært lite trolig at landets myndigheter ville la DnbNor gå konkurs på vanlig måte. Dermed svekkes argumentet om at banken har behov for ekstraordinær beskyttelse mot manipulasjon ved shorting.

Dertil kommer at tiltaket antagelig var lite egnet. Shorthandel hadde mest sannsynlig svært liten betydning for kursutviklingen på DnbNor-aksjen. Tidligere beskrevne årsaker som den internasjonale finansuroen, og utlendingers tilbaketrekning av kapital fra marginale markeder, er langt viktigere. DnbNor-aksjens kursutvikling etter at forbudet ble innført støtter opp under dette. Fra å være notert til kr 33,90 da forbudet kom har den i løpet av de neste fire månedene gått til å bli handlet under 16 kroner.[\[cxvi\]](#) Det indikerer at problemet med kursutviklingen forut for innføringen av forbudet ikke var at kursene falt for raskt eller at kursene var på et for lavt nivå. Problemet kan meget vel ha vært det motsatte. I ettertid kan det se ut som at DnbNor-aksjen var altfor høyt priset,

og at kursen ikke hadde ramlet tilnærmedesvis så mye som bankens reelle situasjon skulle tilsi. Sett fra et slikt perspektiv kan Kredittilsynets innføring av forbud betraktes som et forsøk på å holde kursen på et kunstig høyt nivå.

4.1 Oppsummering - shorthandel i norsk rett

Gjennomgangen av den rettshistoriske utviklingen for shorthandel i norsk rett viser at dette har vært et omstridt tema. Utviklingen har gått fra et totalt forbud til en adgang underlagt ulike begrensninger. Da verdipapirhandelloven vedtatt endret for å tilrettelegge for spesialfond utgjorde dette en milepæl. Dette fordi shorthandel gikk fra å være tolerert til en viss grad, til å være uttrykkelig ønsket. På bakgrunn av dette må Kredittilsynets innføring av et midlertidig forbud høsten 2008 kunne betraktes som en noe overraskende kursendring.

Likebehandling av markedsaktører er et viktig prinsipp i norsk verdipapirrett.

Verdipapirhandelloven inneholder essensielle bestemmelser om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Det skyldes for det første at enkeltaktører ikke skal kunne berike seg på de øvriges bekostning ved at de innehar kurssensitiv informasjon. For det andre skal markedet, og samfunnet forøvrig, kunne ha tillit til at den offisielle kursen i markedet i størst mulig grad gjenspeiler reell markedsverdi. Kredittilsynets handlemåte høsten 2008 innebar en forskjellsbehandling av markedsaktører på grunnlag av hvilke finansielle instrumenter de brukte. Aktører som ønsket å handle short ble urimelig forskjellsbehandlet, ved at de fikk vesentlig begrensninger på hvilke selskaper det kunne shortes i. Samtidig kan innføringen av forbudet sees som et forsøk på å påvirke kursnivået på verdipapirene til selskapene som ble omfattet. Det bryter med ønsket om at den offisielle kursen skal gjenspeile den virkelige markedsverdien. Etter kredittilsynsloven skal Kredittilsynet blant annet føre tilsyn med finansinstitusjoner og regulerte markeder.¹ Det betyr ikke at de har hjemmel til å påvirke kursen på verdipapirer. Det midlertidige forbudet mot shorthandel kan sees som et forsøk på å bremse eller hindre kursnedgangen på de aktuelle verdipapirene, og burde derfor ikke ha blitt gjennomført. Dette på tross av at forsøket antagelig ikke fikk de ønskede kursmessige konsekvenser.

-
- [i] Oslo Børs hjemmeside http://www.oslobors.no/ob/historie_vekstogfall
- [ii] LOV 1918-08-14 nr 05
- [iii] Opprinnelig tittel: Lov om aksjefond, denne ble endret ved lov nr 140/1993
- [iv] Ot prp 68 1984-1985 pkt 2.2.1
- [v] Lov av 5. april 1974 nr. 11
- [vi] NOU 1978:42
- [vii] Ot prp 68 1984-1985
- [viii] Ot prp 68 1984-1985 pkt 3.10.1, tredje avsnitt
- [ix] Ot.prp 68 1984-1985 pkt 3.12.3
- [x] Ot.prp 68 1984-1985 pkt 3.10.1
- [xi] Ot.prp 68 1984-1985 pkt 3.10.1
- [xii] Ot prp 68 1984-1985, side 45 (til §5 (§1-4))
- [xiii] Ot prp 68 1984-1985, side 45 (til §5 (§1-4))
- [xiv] LOV 1989-06-09 nr 28: Lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel og i visse andre lover.
- [xv] Bla §§ 1,2 og 4
- [xvi] Ot prp 78 1987-1988. Finansdepartementet la til grunn at handel med opsjoner også tidligere ble omfattet av Vphl, men at dette ikke gjaldt handel med terminer. Dette synes å være noe av begrunnelsen for at § 11b ble tilføyd. Se pkt
1, side 1

- [\[xvii\]](#) Ot prp 78 1987-1988, pkt 3, side 2
- [\[xviii\]](#) Ot prp 78 1987-1988, pkt 3 side 3
- [\[xix\]](#) Ot prp 78 1987-1988, pkt 3 side 3
- [\[xx\]](#) Ot prp 72 1990-1991, pkt 4.2
- [\[xxi\]](#) LOV 1991-11-08 nr 75
- [\[xxii\]](#) Ot prp 72 1990-1991, pkt 4.2
- [\[xxiii\]](#) Innst. O.nr.5 (1991-1992)
- [\[xxiv\]](#) 85/611/EØF, 1985-12-20
- [\[xxv\]](#) LOV 1993-12-20 nr 140: Lov om endringer i lov av 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. og visse andre lover.
- [\[xxvi\]](#) Ot prp 15 1993-1994 pkt 4.7.1.3
- [\[xxvii\]](#) Ot prp 15 1993-1994 pkt 4.7.1.4
- [\[xxviii\]](#) Innst O 14 1993-1994
- [\[xxix\]](#) NOU 1995:1 pkt 3.1
- [\[xxx\]](#) NOU 1995:1 pkt 5.4.5.3
- [\[xxxii\]](#) Ot prp 15 1995-1996 pkt 4.3.7
- [\[xxxiii\]](#) Knut Bergo Børs- og verdipapirrett, 2004 s 263
- [\[xxxiiii\]](#) Ot prp 15 1995-1996 pkt 4.3.7
- [\[xxxv\]](#) Innst O 48 1995-1996 pkt 4.2.7.2, gjelder hele avsnittet
- [\[xxxvi\]](#) §4-5 lød: "Ved salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier, må foretaket ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet."
- [\[xxxvii\]](#) NOU 1996:2 pkt 6.1.5
- [\[xxxviii\]](#) NOU 1996:2 pkt 6.3.4.1
- [\[xxxix\]](#) NOU 1996:2 pkt 6.3.4.2
- [\[xl\]](#) NOU 1996:2 pkt 6.3.4.2
- [\[xli\]](#) Ot prp 29 1996.1997 pkt 6.2.2
- [\[xlii\]](#) lov 15. juni 2001 nr. 48
- [\[xliii\]](#) lov 15. juni 2001 nr. 48 § 4-5 første ledd nr 5
- [\[xliv\]](#) lov 15. juni 2001 nr. 48 § 4-12
- [\[xlv\]](#) COM 2000/329 final. Hentet fra Innst O nr 132 2000-20001 pkt 3.3.1
- [\[xlvi\]](#) Innst O nr 132 2000-20001 pkt 3.3.1 og Ot prp 78 2000-2001 pkt 4.3
- [\[xlvii\]](#) FOR-2003-01-06-9
- [\[xlviii\]](#) LOV-2003-06-20-43
- [\[xlix\]](#) 2001/108/EF
- [\[xlix\]](#) Ot prp 68 2002-2003 pkt 15.2.2 andre avsnitt: "Dekning ved hjelp av lån vil imidlertid bare eliminere leveringsrisikoen overfor motparten, ikke kursrisikoen."

- [I] Verdipapirfondloven § 4-8
- [Ii] Innst O nr 99 2002-2003 pkt 2.14.2.2
- [Iii] FOR 2003-08-13 nr 1044
- [Iiii] Hele avsnittet bygger på Kredittilsynets høringsnotat med utkast til forskriftsendring fra 10.09.04, saknr 03/7570
- [Iiv] Commission Recommendation 2004/383/EF
- [Iv] Commission Recommendation 2004/383/EF og Kredittilsynets høringsnotat med utkast til forskriftsendring fra 10.09.04, saknr 03/7570 side 5
- [Ivi] Commission Recommendation 2004/383/EF og Kredittilsynets høringsnotat med utkast til forskriftsendring fra 10.09.04, saknr 03/7570 side 6
- [Ivii] Kredittilsynets høringsnotat med utkast til forskriftsendring fra 10.09.04, saknr 03/7570, pkt 4.1.1
- [Iviii] Kredittilsynets høringsnotat med utkast til forskriftsendring fra 10.09.04, saknr 03/7570, pkt 4.1.2
- [Iix] Ot prp 68 2002-2003 pkt 15.2.2 annet avsnitt
- [Ix] LOV-2005-03-04-11
- [Ixi] 2003/6/EF
- [Ixii] Kommisjonsdirektiver 2003/124/EF , 2003/125/EF og 2004/72/EF. kommisjonsforordning nr. 2273/2003
- [Ixiii] 2003/6/EF art 1 nr 2
- [Ixiv] 2003/6/EF art 1 nr 2 pkt a
- [Ixv] Ot prp 12 2004-2005, pkt 10.6, side 67 ,niende avsnitt
- [Ixvi] Ot prp 12 2004-2005 pkt 10.5, side 65 nest siste avsnitt
- [Ixvii] Ot prp 12 2004-2005, pkt 10.6 side 66 andre avsnitt
- [Ixviii] Ot prp 12 2004-2005, pkt 22.1 til §2-8
- [Ixix] LOV-2007-06-29-75
- [Ixx] FOR 2007-03-23 nr 309
- [Ixxi] Hele avsnittet bygger på artikkelen «Truer hedgefond den finansielle stabilitet?» av Kristine Andenæs Axelsen i *Penger og Kreditt* 99/4, sitert i Kredittilsynets høringsnotat om spesialfond av 18.november 2004 pkt 2.2.1
- [Ixxii] Dersom en person skyter inn 1000 kroner i et fond og fondet kjøper aksjer for disse vil gevinsten være 100 kroner dersom aksjen stiger 10 prosent. Dersom fondet tar de 1000 kronene og belåner disse med 50 prosent vil det kunne kjøpe aksjer for 1500 kroner. Dette kalles å "geare" investeringen, resultatet blir at gevinsten ved 10 prosents stigning blir 150 kroner. En annen måte å gjøre dette på er å kjøpe en kjøpsopsjon i stedet for å kjøpe selve aksjen. Fondet kan da kjøpe retten til å kjøpe aksjen på kurs kroner 105 på et bestemt tidspunkt. For 1000 kroner kan da fondet feks få rett til å kjøpe 500 aksjer til kroner 105. Fondet vil da få en gevinst på 1500 kroner dersom kursen er 110 kroner ved forfall. $(500 \times (110-105) = 2500 - \text{premie kr } 1000 = \text{gevinst kroner } 2500)$
- [Ixxiii] LOV-2008-06-27-63
- [Ixxiv] FOR-2008-06-27-749

- [\[lxxv\]](#) Ot prp 36 2007-2008 pkt 7.4 annet avsnitt
- [\[lxxvi\]](#) Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.2 og 5.4
- [\[lxxvii\]](#) Svensk proposisjon 2002/03:150 side 126-127, i Kredittilsynets høringsnotat om spesialfond av 18. november 2004. Gjengitt i Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.2
- [\[lxxviii\]](#) Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.2
- [\[lxxix\]](#) Hele avsnittet: Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.4
- [\[lxxx\]](#) Hele avsnittet: Ot prp 36 2007-2008 pkt , pkt 4.3 siste overskrift
- [\[lxxxi\]](#) Ot prp 36 2007-2008 pkt 13.4
- [\[lxxxii\]](#) Innst. O.nr.59 (2007-2008)
- [\[lxxxiii\]](#) Høring - utkast til forskrift om spesialfond mv..Høringsdokument, Finansdepartementet, 24.09.2008
- [\[lxxxiv\]](#) Ot prp 15 1995-1996 s 53 og Ot prp 34 2006-2007 pkt 7.12.7
- [\[lxxxv\]](#) FOR 2002-07-08 nr 800: Forskrift om verdipapirfonds handel med derivater., etter endring FOR 2007-03-23 nr 309
- [\[lxxxvi\]](#) <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/102.shtml>
- [\[lxxxvii\]](#) <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>
- [\[lxxxviii\]](#) <http://www.iht.com/articles/2008/09/21/business/short.php>
- [\[lxxxix\]](#) <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf> og <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>, fjerde avsnitt
- [\[xc\]](#) <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/102.shtml>
- [\[xci\]](#) <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf> og <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>, fjerde avsnitt
- [\[xcii\]](#) <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>
- [\[xciii\]](#) <http://www.highbeam.com/doc/1P2-17294088.html>: The Press 22. august 1997
- [\[xciv\]](#) <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>
- [\[xcv\]](#) Ot prp 36 2007-2008 kap 5
- [\[xcvi\]](#) Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.4
- [\[xcvii\]](#) LOV-2008-06-27-63 og Innst O nr 59 2007-2008 pkt 2.1.11 og Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.4
- [\[xcviii\]](#) <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>
- [\[xcix\]](#) <http://www.forskning.no/artikler/2008/september/194950>
- [\[c\]](#) Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.4, under overskriften "Hensynet til finansiell stabilitet"
- [\[ci\]](#) Ot prp 36 2007-2008 pkt 5.4, under overskriften "Hensynet til finansiell stabilitet"
- [\[cii\]](#) Ot prp 68 1984-1985 pkt 3.10.1
- [\[ciii\]](#) Verdipapirhandelloven § 10-4
- [\[civ\]](#) Verdipapirfondloven § 4-11 første ledd, annen setning og FOR-2002-07-08-800 § 3a

[cv] LOV 2008-06-27 nr 63: Lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond)

[cvi] Ny § 4-12 i verdipapirfondloven innført ved LOV 2001-06-15 nr 48. Ny § 3a (2)b i FOR-2002-07-08-800 endret ved FOR-2007-03-23 nr 309

[cvii] <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=220151>

[cviii] <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20698>

[cix] <http://arkiv.na24.no/Nyhet/332761/Utlendingene+rømmer+Oslo+Børs.html>

[cx] <http://www.newsweb.no/newsweb/index.jsp?messageId=220151>

[cxi] HR-2009-81-A

[cxii] <http://hopey.netfonds.no/analysis.php?paper=DNBNOR.OSE>

[cxiii] <http://www.regjeringen.no/nb/dep/smk/pressemeldinger/pressemeldinger/2008/nye-tiltak-for-a-betere-bankenens-likvidit.html?id=532111>

[cxiv] <http://pub.tv2.no/nettavisen/okonomi/article2319833.ece>

[cxv] <http://www.hegnar.no/bors/article326020.ece>

[cxvi] 21.jan2009,jfr<http://norma.netfonds.no//analysis.php?paper=DNBNOR&exchange=OSE&from=20090105&to=20090123&period=&scale=linear&height=250&width=500&FORMAT=on&FORMAT-FORMAT=range>

1 LOV-1956-12-07-1 § 1

2 Litteratur

2.1 Artikler

Kristine Andenæs Axelsen. "Truer hedgefond den finansielle stabilitet?" i Penger og Kreditt 99/4

2.2 Bøker

Knut Bergo. Børs- og verdipapirrett. Cappelen. Oslo 2004

2.3 Dommer

HR-2009-81-A

2.4 Forarbeider

Kredittilsynet. Høringsnotat med utkast til forskriftsendring fra 10.09.04, saksnr 03/7570. ”Regler om shortsalg i verdipapirfond for visse derivater. Forslag til endring av forskrift om verdipapirfonds handel med derivater.”

Kredittilsynet. Høringsnotat om spesialfond fra 18.11.2004, saksnr 03/7570. ”Forslag til endringer i lov 12. Juni 1981 nr 53 om verdipapirfond mv.

NOU 1978:42 Verdipapirhandel

NOU 1995:1 Investeringsforetak

NOU 1996:2 Verdipapirhandel

Innst. O nr. 5 1991-1992 Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregeler og emisjonskontroll m.v.)

Innst O nr. 14 1993-1994 Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. og visse andre lover.

Innst O nr. 48 1995-1996 Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v.

Innst O nr.83 1996-1997 Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirhandel

Innst O nr. 132 2000-2001 Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.

Innst O nr. 99 2002-2003 Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.

Innst. O nr. 59 2007-2008 Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond)

Ot prp nr. 68 1984-1985 Om lov om verdipapirhandel

Ot prp nr. 78 1987-1988 Om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v.

Ot prp nr. 72 1990-1991 Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregeler og emisjonskontroll mv.)

Ot prp nr. 15 1993-1994 Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. og visse andre lover

Ot prp nr. 15 1995-1996 Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel mv

Ot prp nr. 29 1996-1997 Om lov om verdipapirhandel

Ot prp nr. 78 2000-2001 Om lov om endringer i innskuddspensjonsloven, lov om foretakspensjon og enkelte andre lover (parallele ordninger mv.)

Ot prp nr. 68 2002-2003 Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.

Ot prp nr. 12 2004-2005 Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)

Ot prp nr. 34 2006-2007 Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

Ot prp nr. 36 2007-2008 Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond)

2.5 Lovgivning

2.5.1 Forskrifter

FOR 2002-07-08 nr 800: Forskrift om verdipapirfonds handel med derivater., etter endring FOR 2007-03-23 nr 309

FOR-2003-01-06 nr 9 Forskrift om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter.

FOR 2003-08-13 nr 1044 Forskrift om forvaltningsselskapers periodiske rapportering.

FOR 2007-03-23 nr 309 Forskrift om endring i forskrift om verdipapirfonds handel med derivater.

FOR-2008-06-27-749 Delegering av myndighet til Finansdepartementet etter lov 27. juni 2008 nr. 63 om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond)

2.5.2 Lover

- 1902 Almindelig borgerlig Straffelov (Straffeloven). LOV 1902-05-22 nr 10:
- 1918 Midlertidig lov om fonds- og aktiemæglere. LOV 1918-08-14 nr 05
- 1950 EMK. Den europeiske menneskerettighetskonvensjon, Roma 1950
- 1974 Lov om aksjeemisjoner. LOV 1974-04-05 nr 11
- 1981 Lov om verdipapirfond. LOV-1981-06-12 nr 52
- 1985 Lov om verdipapirhandel. LOV 1985-06-14 nr 61
- 1989 Lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel og i visse andre lover. LOV 1989-06-09 nr 28
- 1991 Lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsidereglar og emisjonskontroll m.v.) LOV 1991-11-08 nr 75
- 1993 Lov om endringer i lov av 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. og visse andre lover lov 15. juni 2001 nr. 48
- 1996 Lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v. LOV 1996-06-07 nr 25
- 1997 Lov om verdipapirhandel. LOV 1997-06-19 nr 79
- 2001 Lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. LOV 2001-06-15 nr 48
- 2003 Lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. LOV-2003-06-20 nr 43
- 2005 Lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.). LOV-2005-03-04 nr 11
- 2007 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) LOV-2007-06-29 nr 75
- 2008 Lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond) LOV-2008-06-27 nr 63

2.6 Eu-direktiver og forordninger

Kommisjonsdirektiver

2001/108/EF EUROPAPARLAMENTS- OG RÅDSDIREKTIV 2001/108/EF av 21. januar 2002 om endring av rådsdirektiv 85/611/EØF om samordning av lover og forskrifter om visse foretak for kollektiv investering i verdipapirer (investeringsforetak), med hensyn til investeringsforetaks investeringer.

2003/6/EF EUROPAPARLAMENTS- OG RÅDSDIREKTIV 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmissbruk). [Markedsmissbruksdirektivet

2003/124/EF KOMMISJONSDIREKTIV 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av

europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon

2003/125/EF KOMMISJONSDIREKTIV 2003/125/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til en korrekt framstilling av investeringsanbefalinger og opplysning om interessekonflikter.

2004/72/EF KOMMISJONSDIREKTIV 2004/72/EF av 29. april 2004 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til gjeldende markedspraksis, definisjonen av innsideinformasjon i forbindelse med råvarederivater, utarbeiding av lister over personer som har tilgang til innsideinformasjon, melding av transaksjoner foretatt av personer med overordnet ansvar samt melding av mistenkelige transaksjoner.

Kommisjonsforordning

KOMMISJONSFORORDNING (EF) nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til unntak for tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter

Kommisjonsrekommendasjon

2004/383/EF KOMMISJONSREKOMMANDASJON av 27. april 2004 om bruk av finansielle derivater for foretak for kollektiv investering i omsettelige verdipapirer (UCITS-fond) [*meddelt under nummer K(2004) 1541/1*]

2.7 Nettadresser

Oslo Børs hjemmeside http://www.oslobors.no/ob/historie_vekstogfall

<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/102.shtml>

<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>

<http://www.iht.com/articles/2008/09/21/business/short.php>

<http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf> og <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>, fjerde avsnitt

<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/102.shtml>

<http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf> og <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>, fjerde avsnitt

<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>

<http://www.highbeam.com/doc/1P2-17294088.html>: The Press 22. august 1997

<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>
