

Short selling, dvs. salg af et værdipapir som sælgeren ikke ejer på salgstidspunktet, er en anerkendt og legitim praksis på værdipapirmarkederne. Under finanskrisen indførte mange lande, herunder Danmark, imidlertid forbud mod short selling.

I artiklen vurderes, hvorvidt der de lege ferenda er et rationale for at forbyde short selling. Artiklen bygger på en gennemgang af de vigtigste empiriske undersøgelser af short selling, der er foretaget inden for de seneste år. Forfatteren konkluderer, at short selling understøtter likviditeten i markedet og medvirker til hurtig kurs-tilpasning og realistisk kursdannelse, hvilket kan være med til at forhindre "bobler" på værdipapirmarkederne. Det danske forbud er efter forfatterens opfattelse ubegrundet og unødvendigt, og bør ophæves.

Om rationalet bag forbud mod

short selling



Af advokatfuldmægtig Henrik Kure, Gorrissen Federspiel.

1. Indledning

Få dage efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008 introducere bl.a. det britiske finanstilsyn FSA og det amerikanske finanstilsyn SEC forbud mod short selling for at beskytte finansielle virksomheder, hvis aktiekurser var i frit fald. I de følgende dage fulgte en række lande trop med lignende indgreb – Canada, Australien, Tyskland, Frankrig og Italien greb ind mod short selling inden for den følgende uge, og ugen efter kom også en række asiatiske lande på banen.

Indgrebene udmærker sig bl.a. ved at være mere eller mindre ukoordinerede på internationalt plan, hvilket har medført et noget broget verdenskort med vidt forskellige restriktioner.¹ Selv om de fleste lande indførte forbud, var der ikke engang international konsensus om, hvorvidt det overhovedet var nødvendigt og hensigtsmæssigt at forbyde short selling. Således valgte bl.a. Sverige – til trods for et intensivt pres fra de svenske banker – ikke at gribe ind mod short selling under krisen.²

Hjemlen til at indføre et dansk forbud findes i værdipapirhandelslovens § 39 b, som blev indført ved en hastebehandling af lov nr. 1003 af 10. oktober 2008.³ Efter bestemmelsen kan Finanstilsynet fastsætte regler om forbud mod short selling af aktier. Forbuddet trådte i kraft med virkning fra den 13. oktober 2008, jf. bekendtgørelse nr. 1004 af



10. oktober 2008,⁴ og indebærer, at det ikke er tilladt at indgå aftaler, "som medfører en kort position eller en forøgelse af en eksisterende kort position" vedrørende aktier, der er udstedt af danske pengeinstitutter og optaget til handel på et reguleret marked.⁵

Verden over blev kriseindgrebene retfærdiggjort af myndighederne med henvisning til, at der netop var tale om midlertidige indgreb, som angiveligt var nødvendige for at beskytte de finansielle markeds integritet og kvalitet samt for at fremme den generelle tillid til navnlig banker, som indtager en central rolle i den finansielle infrastruktur. Dette skyldes bl.a., at banker kan være særlig følsomme over for kursfald, idet banker i særlig grad er afhængige af kundernes tillid. Hvis kunderne – rationelt eller ej – antager, at kursfald er udtryk for fundamentale problemer i banken, er der risiko for et "bank run", hvor et stort antal kunder hæver deres indeståender, hvilket kan være ganske kritisk for den pågældende bank. I banker kan der derfor være en særlig sammenhæng mellem egen- og fremmedkapital, eftersom et "run" på egenkapitalen kan udløse et "run" på fremmedkapitalen.

Et andet ofte fremført argument lyder, at short selling kan drive aktiekurserne ned – underforstået i betydningen ned i et niveau som ikke lader sig forklare af objektive forhold. Således fremgår det f.eks. af de danske forarbejder til den ovennævnte lovændring, at:

"Hvis short selling benyttes i meget stort omfang, kan det drive aktiekursen ned. [...] I den sidste tid har man således set betydelige aktiekursfald i en række af de toneangivende aktier. Særlig aktier i de danske banker har været berørt. Med henblik på at sikre den finansielle stabilitet, mindske uroen på aktiemarkederne og undgå kortsigtet spekulation i kursfald, der kan have en selvforstærkende virkning, foreslås det, at Finanstilsynet får hjemmel til at forbyde short selling generelt. Et forbud vil have midlertidig karakter og vil eventuelt kunne afgrænses til alene at omfatte en konkret aktie eller en konkret type af aktier, hvor short selling vurderes at være problematisk. I lovforslaget vil Finanstilsynet få bemyndigelse til at udstede en bekendtgørelse, der vil kunne forbyde short selling. En bekendtgørelse vil blive udstedt efter drøftelser med branchen og vil blive ophævet igen, når markedet går tilbage til mere normale tilstande."⁶

På trods af at der nu er gået mere end to år siden det danske forbud blev indført og at markedstilstandene nu må betragtes som normaliserede, er forbuddet stadig i kraft, hvilket har givet anledning til en del offentlig debat i løbet af det seneste år.⁷ Således har navnlig markeds-

FIGUR 1.

	Kort position	Lang position
Definition	Position, hvor investoren tjener på et kursfald i et værdipapir	Position, hvor investoren tjener på en kursstigning i et værdipapir
Synonymer	Bear position, baisseforretning, going short, shorting	Bull position, hausseforretning, going long
Investors forventning til kursudviklingen	Faldende kurser ("sælg dyrt, køb billigt")	Stigende kurser ("køb billigt, sælg dyrt")
Investors potentielle gevinst	Salgsprisen (hvis aktien er solgt til kurs 200 og købes tilbage til 0)	Ubegrænset (hvis aktien er købt til kurs 200 og stiger – teoretisk – uendeligt, hvorefter aktien sælges)
Investors potentielle tab	Ubegrænset (hvis aktien er solgt til kurs 200 og stiger – teoretisk – uendeligt, hvorefter aktien købes tilbage)	Salgsprisen (hvis aktien er købt til kurs 200 og sælges til 0)

aktørerne – ikke uden grund – udtrykt utilfredshed med opretholdelsen af det danske forbud.⁸

Interessen for short selling i dansk ret har hidtil været ganske begrænset. Sidste år publicerede Mårten Knuts en længere generel artikel på svensk om short selling med særlig vægt på forholdet til kursmanipulation⁹, og det danske forbud har tillige været genstand for to korte og meget specifikke artikler vedrørende rækkevidden af forbuddet¹⁰. Bortset herfra har short selling været petit-stof i dansk retsvidenskab.¹¹ Internationalt foreligger derimod flere juridiske artikler om short selling.¹²

Formålet med denne artikel er at vurdere, hvorvidt der *de lege ferenda* er et rationale for at forbyde short selling. Artiklen er opbygget som følger: Efter dette afsnit 1, som udgør indledningen, undersøges begrebet short selling nærmere i afsnit 2, særligt med henblik på at fastlægge terminologien. Afsnit 3 gennemgår argumenter for og imod short selling-forbud på grundlag af den seneste debat. I afsnit 4 sammenholdes argumenterne med det danske forbud, og der konkluderes.

2. Hvad er short selling?

Investorer har traditionelt investeret i værdipapirer i håb om gevinst, hvis kursen stiger – ud fra de visen om at købe billigt og sælge dyrt. Hvis en investor køber et værdipapir, f.eks. en aktie, i optimistisk forventning om at kursen vil stige, kan investoren opnå en gevinst, hvis kursen faktisk stiger som forudset og værdipapiret sælges. Falder kursen derimod, vil investoren selvsagt lide et tab, hvis han sælger værdipapiret til en lavere pris end han købte det til.

Investorer, der forventer at kursen på et bestemt værdipapir vil falde i fremtiden, har flere redskaber til rådighed med henblik på at skabe profit, såfremt forventningen viser sig at være korrekt. For det første kan en sådan investor, hvis han allerede ejer det pågældende værdipapir, sælge det og købe det tilbage igen på det tidspunkt, hvor han forventer at kursen atter vil stige. Herved vil han dels have realiseret en

profit svarende til differencen mellem salgs- og købsprisen,¹³ dels have mulighed for at tjene yderligere hvis kursen herefter stiger. For det andet kan en pessimistisk investor – i det omfang det ikke er forbudt – sælge et værdipapir uden at eje det, vente på at kursen falder som forventet og derefter købe det tilbage til den på det tidspunkt lavere kurs. Også i dette tilfælde kan investoren således opnå en gevinst, svarende til differencen mellem salgsprisen og købsprisen. Endelig kan der skabes syntetiske positioner med samme økonomiske virkning for investoren, bl.a. ved indgåelse af differencekontrakter, optioner, futures og equity swaps. I alle tre tilfælde skal investoren som forudsætning for at opnå profit således både kunne forudse kursfaldet samt tidspunktet herfor. Som det vil fremgå nedenfor, er det i princippet kun det andet eksempel, som terminologisk udgør short selling, dvs. salg af et værdipapir, som sælgeren ikke ejer.

De tilfælde, hvor investoren tjener på et kursfald i et værdipapir, betegnes korte positioner ("short positions"), mens lange positioner ("long positions") betegner de tilfælde, hvor investoren tjener på en kursstigning. I denne artikel fokuseres på short selling af aktier, om end det også er muligt at "gå kort" ("go short") i andre værdipapirer.

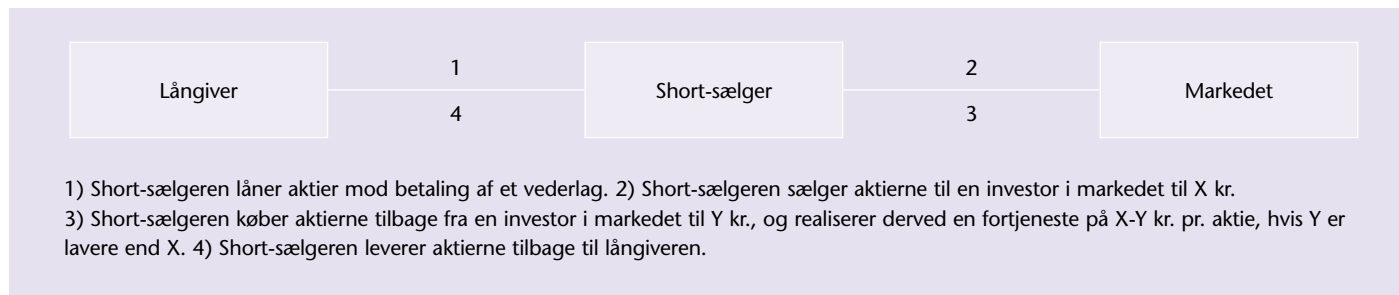
Det er oplagt, at short selling er en risikofyldt investeringsstrategi. Hvor en traditionel investor, der køber et værdipapir i forventning om at kursen vil stige, har mulighed for en i princippet uendelig stor fortjeneste, er det potentielle tab begrænset til værdien af investeringen. Modsat forholder det sig med short selling, hvor gevinsten pr. værdipapir aldrig kan overstige den pris, værdipapiret sælges til.¹⁴ Tabet kan derimod potentielt være uendeligt stort, hvis kursen i stedet for at falde som forventet stiger, mens den korte position er åben.¹⁵

Figur 1 illustrerer i skematisk form forholdet mellem korte og lange positioner.

Til illustration af de kræfter, der er på spil, kan i den forbindelse nævnes den tyske VW-sag fra efteråret 2008, hvor adskillige



FIGUR 2.



investorer, navnlig hedgefonde, havde taget korte positioner i Volkswagen AG, men blev udsat for en såkaldt "short squeeze" (også kaldet "bull squeeze"). VW's aktier var markant dyrere end konkurrenternes, og mange investorer var af den opfattelse, at aktiekursen ville falde som følge af bilbranchens svære vilkår. Hvad investorerne ikke var klar over var imidlertid, at baggrunden for VW's forholdsmæssigt høje aktiekurs var, at konkurrenten Porsche SE via forskellige finansielle instrumenter løbende havde skaffet sig kontrol over 74 pct. af aktierne i VW. Da dette blev meddelt markedet i oktober 2008, udløste det panik, eftersom kun 5,7 pct. af VW's aktier da var i fri handel.¹⁶ Investorernes pludselige behov for at lukke deres positioner fik aktiekursen på de få tilbageværende aktier i markedet til at eksplodere: kursen blev på kort tid femdoblet – med den konsekvens, at Volkswagen AG kortvarigt var verdens mest værdifulde selskab. Der findes ikke nogen opgørelser over størrelsen af investorernes tab i den forbindelse, men visse medier har rapporteret om et to-cifret euro-milliardtab.

Short selling er langt fra nogen ny opfindelse på de finansielle markeder. Allerede for 400 år siden greb de hollandske myndigheder ind over for en lokal forretningsmand, der havde solgt flere aktier i et selskab end han ejede. Siden har short selling med jævne mellemrum været i myndighedernes søgelys, og selv om short selling *prima facie* kan lyde som en lettere odiøs handelsstrategi, er strategien veletableret og anerkendt på de finansielle markeder. Formålet med short selling spænder typisk over *hedging* (dvs. risikoafdækning ved hjælp af korte og lange positioner i tilsvarende værdipapirer), *arbitrage* (dvs. udnyttelse af kursforskelle som ikke er objektivt berettigede, typisk ved at (short-)sælge et overvurderet værdipapir og købe et undervurderet værdipapir) og prisstillelse ("market making", dvs. den aktivitet der foretages af dealere, som løbende stiller forpligtende købs- og salgskurser i et værdipapir) til

ren spekulation. Deraf følger også, at hedgefonde og prisstillere i særlig høj grad benytter sig af short selling som handelsstrategi.¹⁷

Der findes ikke en fælles international definition af short selling, men ifølge de fleste definitioner forstås ved short selling salg af et værdipapir, som sælgeren ikke ejer på salgstidspunktet. Den situation, hvor en investor går kort i et værdipapir, som han allerede på salgstidspunktet ejer, vil derfor normalt ikke være omfattet af definitionen af short selling. Syntetisk short selling, dvs. hvor investoren ved hjælp af finansielle instrumenter bliver stillet økonomisk som om han havde foretaget short selling, er egentlig ikke omfattet af definitionen, men vil ikke desto mindre af og til være omfattet af short selling-forbud i et eller andet omfang.

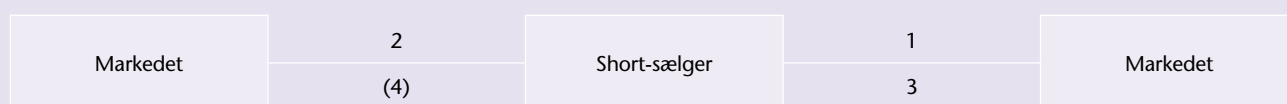
På dansk er der tilsyneladende en tendens til at definere short selling som spekulation i et kursfald på et konkret værdipapir. Om end en sådan definition givetvis kan være egnet til at introducere konceptet, er den ikke – ud fra et juridisk perspektiv – særlig hensigtsmæssig, fordi den reelt blot betegner en kort position. Som ovenfor nævnt er der ikke fuldstændigt sammenfald mellem definitionen af short selling og korte positioner, al den stund short selling er en underkategori af korte positioner. Hertil kommer, at ordet spekulation i sig selv er negativt ladet og ikke giver plads for de øvrige – helt legitime – formål med short selling, der er nævnt ovenfor.

Short selling kan opdeles i to underkategorier, covered short selling (afsnit 2.1) og naked short selling (afsnit 2.2), hvor det afgørende for sondringen er om short-sælgeren på salgstidspunktet har dækket sit salg eller ej.

2.1 Covered short selling

Covered short selling er baseret på en aftale om lån af et værdipapir, typisk i form af et aktielån. I korte træk fungerer covered short selling således at short-sælgeren låner et værdipapir, enten direkte fra

FIGUR 3.



1) Short-sælgeren sælger aktier til en investor i markedet til X kr. 2) Short-sælgeren træffer foranstaltninger til at skaffe aktier til afvikling af transaktionen, f.eks. via køb i markedet til Y kr. 3) Short-sælgeren leverer de aftalte aktier til køber, og realiserer derved en fortjeneste på X-Y kr. pr. aktie, hvis Y er lavere end X. 4) Hvis short-sælgeren har lånt aktierne for at kunne afvikle transaktionen med køber, tilbageleveres disse til långiver.

en investor, der ejer værdipapiret eller indirekte via en broker. Short-sælgeren sælger værdipapiret, køber det efterfølgende tilbage igen på et tidspunkt, hvor værdipapirets kurs er faldet, og leverer herefter værdipapiret tilbage til den, der har udlånt det. Covered short selling er illustreret ved figur 2, idet bemærkes at strukturen i praksis kan være noget mere detaljeret.

Short-sælgeren betaler et gebyr for at låne værdipapiret, hvorved værdipapirets ejer, som typisk vil være en investor med en langsigtet investeringsstrategi, f.eks. en institutionel investor, får et incitament til at udlåne værdipapiret.

At denne form for short selling er "covered" refererer til, at short-sælgeren allerede på det tidspunkt hvor værdipapiret sælges har truffet foranstaltninger med henblik på at sikre, at transaktionen med køberen kan afvikles.

Aktielån minder om udlån af penge. Således indebærer en aftale om aktielån, at en långiver overdrager et antal aktier til en låntager, som til gengæld betaler et vederlag og forpligter sig til på et senere tidspunkt at levere et tilsvarende antal aktier fra samme udsteder med samme rettigheder tilbage.¹⁸ Der er således ikke tale om, at short-sælgeren køber præcis de samme aktier tilbage som han lånte; short-sælgeren udnytter derimod aktiernes genuskarakter.

I Danmark indgås aftaler om aktielån som regel via rammeaftaler som Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)¹⁹ eller på grundlag af Finansrådets og Børsmæglerforeningens standardvilkår for lån af aktier.²⁰

Juridisk set er et aktielån – ligesom pengelån – en aftale om lån til eje. Ejendomsretten til de lånte aktier overgår således fra långiver til låntager,²¹ som samtidig påtager sig en forpligtelse til at levere aktier af samme mængde og type som de lånte aktier til långiver ved løbetidens ophør.²² At ejendomsretten overgår betyder, at långiveren i mangel af anden aftale bærer kreditrisikoen på låntageren (short-sælgeren). Derfor aftales det sædvanligvis, at short-sælgeren skal stille sikkerhed over for långiveren, ofte med en vis overdækning til fordel for långiver.²³ Sikkerheden reguleres dagligt ("mark-to-market") med

henblik på at beskytte långiver i tilfælde af, at kursen – i modsætning til short-sælgerens forventning – skulle stige.

Desuagtet at der som regel betales et vederlag – et *fee* – forekommer det næppe retvisende, når det i Insiderbetænkningen anføres, at forholdet også kan betragtes som leje.²⁴ Lejeforhold er således karakteriseret ved, at lejeren får overdraget en genstand eller en rettighed til brug, hvorimod selve ejendomsretten forbliver hos udlejer. Ved aktielån overgår ejendomsretten som ovenfor nævnt til låntageren, hvorfor der pr. definition ikke kan være tale om et lejeforhold. I det omfang der stilles kontant sikkerhed, kan aktielån derimod minde om salgs- og tilbagekøbsforretninger.

2.2 Naked short selling

Naked short selling er en variant af short selling, som er karakteriseret ved at short-sælgeren på salgstidspunktet ikke har truffet foranstaltninger med henblik på at sikre, at transaktionen med køberen kan afvikles. Short-sælgeren er med andre ord "naked" (eller "uncovered") i den forstand at han ikke på salgstidspunktet har noget værdipapir, som han kan opfylde aftalen med køberen med. Det kan herved anføres, at short-sælgeren reelt låner værdipapiret af køberen indtil afviklingen er gennemført.²⁵ Naked short selling er illustreret ved figur 3.

Når naked short selling overhovedet er muligt skyldes det, at transaktioner ofte først afvikles efter tre handelsdage. Set fra køberens perspektiv er det uden betydning hvornår short-sælgeren dækker sit salg, hvis blot sælgeren opfylder leveringsforpligtelsen når transaktionen skal afvikles. Hvis derimod short-sælgeren ikke når at skaffe de solgte værdipapirer inden afviklingen, kan afviklingen ikke gennemføres ("failure to deliver"). Imidlertid har de fleste regulerede markeder såkaldte "buy in"-procedurer med henblik på at kompensere køberen i en sådan situation, dvs. at køber kan foretage dækningskøb og at (short-)sælger er forpligtet til at holde køber skadesløs.²⁶ Buy-in forudsætter dog, at aktien er tilstrækkelig likvid til, at den aftalte mængde aktier kan købes i markedet.



De i afsnit 3 nævnte undersøgelser tegner med få afvigelser et temmelig ensartet billede af, hvordan short selling bl.a. understøtter likviditeten i markedet og medvirker til hurtig kurstilpasning og realistisk kursdannelse, hvilket i sig selv kan være med til at forhindre "bobler" på værdipapir-markederne.



Krisen har affødt en række økonomiske analyser, der på empirisk grundlag har gjort det muligt mere præcist at vurdere, hvordan short selling – henholdsvis forbud mod short selling – påvirker de finansielle markeder.

For short-sælgeren har naked short selling først og fremmest den fordel, at der ikke skal betales vederlag eller transaktionsomkostninger i forbindelse med lån af værdipapiret. Til gengæld hænger muligheden for profit tæt sammen med det tidsmæssige spektrum, idet for-tjenesten normalt kun kan udgøre tre dages kursfald (dvs. de tre dage fra værdipapiret sælges til transaktionen afvikles).

3. Argumenter for og imod short selling-forbud

I kølvandet på den finansielle krise har spørgsmålet om, hvorvidt short selling skal reguleres (og i givet fald hvordan) været et af de mest debatterede emner inden for den finansielle regulering. På trods heraf er der internationalt set – men i modsætning til i Danmark – ikke tale om nogen ny debat. I USA har debatten f.eks. været oppe og vende med jævne mellemrum siden New York Stock Exchange efter "den store depression" i 1929 indførte begrænsninger i adgangen til short selling.²⁷ I 2002 sendte det britiske finanstilsyn FSA en rapport vedrørende regulering af short selling i høring²⁸, og året efter offentliggjorde den internationale børstilsynsorganisation IOSCO en rapport med en række overvejelser vedrørende transparens i forhold til short selling²⁹.

Det er dog først som følge af den seneste krise, at debatten for alvor er blusset op i Europa. I marts 2009 udsendte EU-Kommissionens rådgivende udvalg European Securities Markets Expert Group (ESME) således en rapport om short selling³⁰, ligesom brancheforeningen International Securities Lending Association (ISLA) i juli 2009 udsendte en revideret rapport om short selling på baggrund af den seneste udvikling³¹. I marts 2010 offentliggjorde sammenslutningen af finanstilsyn i EU, CESR, en længe ventet rapport til Kommissionen om en "Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime"³² på baggrund af en offentlig høring fra juli 2009³³. Kommissionen har senest, i september 2010, fremsat forslag til en forordning om bl.a. short selling.³⁴ Inden for det seneste år er der ligefrem udgivet et par populærtitler som et mere kulørt bidrag til debatten.³⁵

Hvor den aktuelle debat således ikke er ny, er den alligevel interessant, ikke mindst fordi de mange kriseforantaltninger mod short selling har affødt en række økonomiske analyser, der på empirisk grundlag har gjort det muligt mere præcist at vurdere, hvordan short selling – henholdsvis forbud mod short selling – påvirker de finansielle

markeder. Disse undersøgelser udgør værdifulde bidrag til debatten, fordi de kan medvirke til at støtte eller afvise de forskellige argumenter, der indgår i debatten. Så vidt vides er der ikke foretaget nogen selvstændige undersøgelser i Danmark, hverken af myndigheder, markedsaktører eller andre, men der er næppe grund til at antage, at effekten på det danske marked ville være anderledes end i mange af de lande, hvor sådanne undersøgelser er gennemført.³⁶

I dette afsnit vurderes de centrale argumenter i den aktuelle debat. Debatten, der tidligere hovedsagelig handlede om tilliden til de finansielle markeder³⁷ og risikoen for markedsmisbrug, har i dag taget en drejning i retning mod finansiel stabilitet. Sammenfattende kan kernen i dagens debat siges dels at vedrøre, hvordan short selling påvirker markedets effektivitet, dels hvorvidt short selling i sig selv har en særlig negativ effekt på aktiekurserne.

3.1 Markedsmisbrug

Short selling er traditionelt blevet kædet sammen med markedsmisbrug i form af insiderhandel og kursmanipulation. Som andre værdipapirtransaktioner kan short selling således benyttes til markedsmisbrug.³⁸

Hvis short-sælgeren på salgstidspunktet er i besiddelse af intern viden om at kursen vil falde, er der tale om insiderhandel, ligesom der kan være tale om insiderhandel, hvis short-sælgeren køber værdipapirerne tilbage med intern viden om, at kursen vil stige.³⁹

Short selling kan også udgøre kursmanipulation, bl.a. hvis short-sælgeren går kort i en aktie, spreder negative falske rygter om udstederen med det formål at sænke aktiekursen, og herefter køber aktien tilbage igen til den aktuelle, lavere kurs ("short and distort"). Ligeledes kan der være tale om kursmanipulation, hvis short-sælgeren sælger et stort antal aktier med det formål at drive kursen ned ("bear raid"). Det bemærkes i den forbindelse, at værdipapirhandelslovens § 38 om kursmanipulation knytter sig generelt til manipulerende påvirkning af kursen, hvad enten dette er i positiv eller negativ retning.

Imidlertid forbyder de gældende regler om markedsmisbrug allerede det markedsmisbrug, der kan foregå ved hjælp af short selling. Short selling udgør ikke *i sig selv* markedsmisbrug, og den blotte omstændighed at short selling kan benyttes til markedsmisbrug kan ikke retfærdiggøre forbud mod short selling. Det kunne ganske vist overvejes at begrænse short selling, hvis risikoen for markedsmisbrug generelt set var meget høj og fordelene ved begrænsningerne ville opveje de ulemper, begrænsningerne i øvrigt ville medføre – men dette ses ikke på det foreliggende grundlag at være tilfældet. Debatten om short selling synes da også, som ovenfor nævnt, i langt mindre grad at handle om forholdet til markedsmisbrug end det tidligere var tilfældet.⁴⁰



3.2 Markedseffektivitet

Et helt centralt argument for at tillade short selling er, at short selling er gavnligt for markedets effektivitet. Der er flere faktorer at måle markedseffektivitet på, bl.a. i form af *volatilitet*, som er udtryk for, hvor meget kursen på et værdipapir svinger, og dermed hvor stabil kursen er. Jo lavere volatilitet, jo mere stabilt – og dermed effektivt – er markedet. En anden faktor er *likviditet*, som udtrykker, hvor hurtigt en investor kan foretage store transaktioner uden særlig påvirkning af kurserne. Jo mere likvidt markedet er, jo mere effektivt er det. Likviditet kan bl.a. måles ved markedets bredde ("tightness"), som populært sagt udtrykker omkostningen ved at sælge et værdipapir straks efter købet. Bid-ask spreads, dvs. forskellen mellem bud- og udbudskurs, er en indikator for bredden (og dermed også delvis for likviditeten). Jo lavere spreads, jo højere likviditet.

Adskillige undersøgelser fra bl.a. Storbritannien⁴¹, USA⁴² og Australien⁴³ viser, at short selling-forbuddene, der blev indført under krisen, havde en negativ påvirkning på markedseffektiviteten i form af højere volatilitet og lavere likviditet. Det forekommer i givet fald paradoksalt, da markedet i almindelighed og under krisen i særdeleshed havde brug for stabilitet og likviditet. Denne tendens er også bekræftet af en stor international undersøgelse af data fra 30 lande, herunder Danmark,⁴⁴ der blev offentliggjort for et år siden, samt af en række amerikanske undersøgelser, som specifikt vedrørte naked short selling.⁴⁵ Således konkluderer eksempelvis Fotak m.fl. i en af sidstnævnte undersøgelser, at: "On average, naked short sellers function effectively as liquidity providers who reduce order imbalances, and as value arbitrageurs who stabilize markets and reduce the mispricing of overvalued securities."⁴⁶

Ligesom det danske finanstilsyn⁴⁷ var Hong Kongs Securities and Futures Commission (SFC) under krisen bekymrede for, at deres marked kunne opleve en stigning i short selling-aktivitet som følge af, at andre lande forbød short selling. I modsætning til Danmark, der tilsyneladende uden videre indførte et forbud, valgte SFC i stedet at undersøge, hvilke betydninger short selling-aktivitet havde for markedet.⁴⁸ SFC konkluderer først og fremmest, at de engelske og amerikanske indgreb ikke medførte nogen mærkbar påvirkning af omfanget af short selling i Hong Kong. Endvidere noterede SFC sig, at short selling havde vist sig at bidrage positivt til markedseffektiviteten, herunder likviditeten.⁴⁹ Dog konkluderes i en anden undersøgelse fra Hong Kong, at aktiekurserne er mere volatile når short selling er tilladt, hvilket ikke understøtter antagelsen om, at short selling spiller en stabiliserende rolle.⁵⁰

I en undersøgelse af det britiske aktiemarked kunne Marsh og Niemer ikke konstatere "systematic patterns consistent with the expected effect of the new regulations", ligesom der var "no sign of the expected detrimental effect of the new regulations".⁵¹

En enkelt nyere undersøgelse er yderligere værd at nævne, fordi den bygger på data fra ophævelsen – frem for indførelsen – af det midlertidige forbud mod short selling i Storbritannien.⁵² Det har ifølge forfatterne Appel og Fohlin den fordel, at undersøgelsen ikke påvirkes af de andre samtidige lovgivningstiltag, herunder navnlig indførelsen af den engelske flagningspligt for korte positioner (som ikke er ophævet). I modsætning til andre undersøgelser vurderer Appel og Fohlin, at ophævelsen af forbuddet faktisk forringede likviditeten og medførte større spreads. Forfatterne konkluderer, at deres resultater indikerer at midlertidige og evt. begrænsede short selling-restriktioner i kriseperio-

Konsoliderede regnskaber - Caseware er værktøjet!

Caseware understøtter tillige:

- Dokumentstyring
- Revisionsproces
- Rapportering
- Kvalitetsstyring



Tlf.: 47 38 44 84 · post@revisorinformatik.dk · www.revisorinformatik.dk

Caseware understøtter
elektronisk indberetning
med XBRL



Enhancing performance and extending core capabilities of accountants, auditors and financial managers in over 130 countries.

der kan dæmme op for likviditetstab, idet de dog understreger, at undersøgelsen ikke skal tages til indtægt for, at det generelt er fornuftigt at forbyde short selling.

En anden måde at måle markedets effektivitet er ved at undersøge, hvor hurtigt markedet er til at indarbejde nye oplysninger i kurserne (*effektiv kursdannelse*).⁵³ Diamond og Verrecchia antog i 1987, at forbud mod short selling forlænger den tid markedet er om at indarbejde nye oplysninger i kurserne, navnlig når det gælder negativ information.⁵⁴

Dette er senest blevet bekræftet af undersøgelser foretaget under krisen, som illustrerer samspillet mellem short selling-forbud og effektiv kursdannelse. Således viser bl.a. en amerikansk undersøgelse af Boehmer og Wu, at short-sælgere spiller en betydelig og vigtig rolle for kursdannelsen på aktiemarkedene.⁵⁵ På baggrund af undersøgelsen vurderer Boehmer og Wu, at short selling-restriktioner kan hæmme korrekt kursdannelse på aktiemarkedene. Andre undersøgelser når samme konklusion⁵⁶ – også i forhold til naked short selling⁵⁷ – hvilket indikerer at aktier der ikke kan short-sælges har tendens til at være overvurderede. Ved direkte at forbyde short selling understøtter myndighederne således positivt aktiekurserne – med den konsekvens, at køberne betaler overpriser for aktierne. På baggrund af en undersøgelse af det amerikanske forbud vurderer Harris m.fl., at der således blev overført værdier i størrelsesordenen 2,3-4,9 milliarder dollars.⁵⁸

De nævnte undersøgelser tegner med få afvigelser et temmelig ensartet billede af, hvordan short selling bl.a. understøtter likviditeten i markedet og medvirker til hurtig kurstilpasning og realistisk kursdannelse, hvilket i sig selv kan være med til at forhindre "bobler" på værdipapirmarkedene. Dette skal ses i lyset af, at formålet med finansiel regulering sædvanligvis er blevet set som maksimering af økonomisk effektivitet.⁵⁹ På den baggrund forekommer et forbud mod short selling generelt skadeligt for værdipapirmarkedene.

3.3 Negative kursspiraler

I forarbejderne til lov nr. 1003 af 10. oktober 2008 anføres kategorisk, at "Hvis short selling benyttes i meget stort omfang, kan det drive aktiekursen ned. [...] I den sidste tid har man således set betydelige aktiekursfald i en række af de toneangivende aktier."⁶⁰ I forlængelse heraf var Finanstilsynet så sent som i maj 2010 af den opfattelse, at den omstændighed at det danske marked har undgået pludselige uforklarlige kursfald er bevis nok for, at forbuddet mod short selling har en positiv effekt.⁶¹

Indledningsvis må medgives, at det for så vidt er korrekt, at short selling kan påvirke kursdannelsen på de værdipapirer, der short-sælges. Det skyldes allerede den basale omstændighed, at en stigning i mængden og omfanget af salgsordrer på markedet kan resultere i kursfald (på grund af større udbud på sælger-siden), ganske som

købsordrer kan resultere i kursstigninger (på grund af den større efterspørgsel på køber-siden). For så vidt er der altså blot tale om et simpelt udslag af udbud og efterspørgsel. Det er imidlertid vigtigt at erindre, at short-sælgerne har brug for at købe aktier i markedet på et senere tidspunkt for at kunne lukke deres korte positioner og levere aktierne til långiver (hvis der er tale om covered short selling) eller til køber (hvis der er tale om naked short selling). I begge tilfælde vil salgsordren således som altovervejende udgangspunkt blive fulgt op af en købsordre.

Forholdet er imidlertid mere kompliceret end som så. Først og fremmest forekommer det ganske selvsikkert uden videre at antage, at der er kausalitet mellem short selling og faldende aktiekurser. Det gælder ikke mindst under en finansiel krise, hvor de finansielle markeder er særligt påvirkelige, og hvor der i løbet af kort tid indtræffer flere begivenheder, der kan have betydning for kursdannelsen. Det kan med andre ord være vanskeligt at isolere de enkelte begivenheder med henblik på at vurdere, hvilken begivenhed der havde hvilken betydning for kursen.

Hertil kommer den meget væsentlige pointe, at der ikke i sig selv er noget problematisk i faldende aktiekurser, i hvert fald ikke når dette sker fordi investorer og analytikere mener, at de pågældende aktier er overvurderede. Der er således flere eksempler på selskaber, der formåede at holde skeletterne i skabet frem til krisen. Ingen nævnt, ingen glemt.

Endelig ses der ikke at være fuld rygdækning for udsagnene, hvis man vender sig mod den økonomiske teori og empiri. I 1977 anførte Miller således, at på et marked med begrænset eller ingen short selling vil efterspørgslen på et bestemt værdipapir alene stamme fra optimistiske investorer, hvilket fører til for høje kurser.⁶² Anderledes har Bai m.fl. dog for nylig anført, at short selling vil presse kurserne, fordi disse ikke længere vil reflektere al tilgængelig information, hvilket øger usikkerheden omkring kurserne og dermed også mindre professionelle investorers interesse for de pågældende aktier.

De empiriske undersøgelser er heller ikke helt entydige, om end de tegner et forholdsvis tydeligt billede af, hvordan short selling påvirker aktiekurserne. Boehmer m.fl. konkluderer i deres undersøgelse af det amerikanske marked, "with the benefit of some hindsight, (that) it now seems much less likely that short sellers are to blame for the sharp declines in financial stocks."⁶³ Boehmer m.fl. vurderer i stedet, at det er mere grundlæggende problemer hos de finansielle virksomheder snarere end short selling, der er skyld i virksomhedernes lave aktiekurser under krisen. En anden stor amerikansk undersøgelse af Curtis og Fargher indikerer, at for så vidt angår aktier med kursfald var short selling koncentreret i overvurderede frem for undervurderede aktier:



"Thus, while the initial evidence appears to strongly support the critical view of short-selling, on closer inspection, a significant concentration of short-sellers' positions during price declines target overvalued stocks, aiding the alignment of price with fundamental value rather than forcing stock prices below fundamental values."⁶⁴

I modsætning til Boehmer m.fl. mener Autore m.fl. at kunne konstatere, at aktiekurserne i USA steg forholdsmæssigt efter indførelsen af det amerikanske forbud, hvorfor de konkluderer, at forbuddet *kan* have haft den ønskede effekt.⁶⁵ Konklusionen er imidlertid præget af et betydeligt forbehold, idet der kunne identificeres så mange kurspå-

virkende begivenheder for finansielle virksomheder i perioden, at det var svært at udskille de enkelte elementer i kursdannelsen.

Det britiske finanstilsyn FSA konkluderer i deres egen undersøgelse af det midlertidige britiske forbud, at der er "no link between negative abnormal stock returns and the level of stock lending".⁶⁶ I de første 15 dage efter forbuddets indførelse konstaterede FSA ligefrem, at de omfattede aktier ifølge én opgørelsesmetode klarede sig bedre end FTSE 350, London Stock Exchanges eliteindex over de 350 største selskaber. FSA's undersøgelse er mere eller mindre i overensstemmelse med Marsh og Niemers undersøgelse, som heller ikke fandt nogen mærkbar sammenhæng.⁶⁷

Beber og Paganos store internationale undersøgelse konkluderer, at "in contrast to the regulators' hopes, the overall evidence indicates

Se det i øjnene:
På et tidspunkt
må du give slip ...



Du kan trygt overlade ansvaret til os!

På tide din IT-drift flytter hjemmefra?

Du gør alt, hvad du kan. Løser problemerne, men det koster tid, kræfter og hårde ord. Nu er tiden kommet til at give slip og lade din IT-drift flytte hjemmefra. Med en IT Serviceaftale hos EG kan du sige farvel lidt efter lidt - eller lad hele IT-driften flytte ud. Vi ved, at den får det bedre hos os. Vi er eksperter i at forene indsigt i dine forretningskritiske applikationer og forretningsprocesser med et optimalt driftsmiljø, så du får sikkerhed og tid til at styrke og udvikle din forretning. Så giv slip på bekymringerne, væn dig til fremtiden og glem alt om backup og support. Vi er der jo ...

Hvor meget får du ud af at give slip? Ta' testen på www.eg.dk/hjemmefra, så sender vi dig en rapport med vores vurdering af din IT-drift!

Det er på den baggrund uheldigt, at Finanstilsynet i over to år har opretholdt forbuddet mod short selling. Det gælder først og fremmest fordi det var en udtrykkelig forudsætning for forbuddets indførelse, at forbuddet ville blive ophævet igen, når markedet gik tilbage til "mere normale tilstande", hvilket formentlig er sket.

that short-selling bans have at best left stock prices unaffected, and at worst may have contributed to their decline."⁶⁸ Også i en fransk undersøgelse konkluderer Lioui, at det franske forbud ikke opnåede de ønskede resultater.⁶⁹

En undersøgelse fra Hong Kong foretaget af Chang m.fl. er interessant, fordi short selling i Hong Kong kun er tilladt i forhold til aktier, der er optaget på en særlig liste. Derfor er det muligt at undersøge, hvad der sker med aktiekursen når en ny aktie tilføjes listen. Undersøgelsen "understøtter i høj grad Millers [...] teori om, at short selling-begrænsninger fører til overvurdering".⁷⁰

Der ses sammenfattende ikke at være støtte for antagelsen om, at short selling medfører negative kursspiraler. Om end man kan have en vis sympati for forarbejdernes udsagn, som alt andet lige er skrevet i hast i en krisetid, og som i virkeligheden blot gentager hvad så mange andre landes finanstilsyn samtidig hævdede, forekommer Finanstilsynets udtalelser fra foråret 2010 næppe overbevisende.

4. Konklusion

Selv om grundlaget for de mange empiriske undersøgelser, der er lavet af virkningerne af short selling-forbud rundt omkring i verden er temmelig forskellige, efterlader de ikke desto mindre et ganske klart billede: Forbud mod short selling, covered såvel som naked, har betydelige negative konsekvenser for de finansielle markeder, ligesom dommedagsprofetierne om at short selling medfører en nedadgående kursspiral ikke forekommer underbyggede i praksis. Sådanne forbud er derfor næppe under normale markedsvilkår⁷¹ sagligt begrundede, når bortses fra visse ganske særlige tilfælde som f.eks. rettighedsemisjoner. Ganske vist er der en vis substans i "bank run"-argumentet, beskrevet ovenfor i afsnit 1, men der er andre og bedre måder at imødegå dette potentielle problem, først og fremmest i form af indskydergarantiordninger m.v.⁷²

Det er på den baggrund uheldigt, at Finanstilsynet i over to år har opretholdt forbuddet mod short selling. Det gælder først og fremmest fordi det var en udtrykkelig forudsætning for forbuddets indførelse, at forbuddet ville blive ophævet igen, når markedet gik tilbage til "mere normale tilstande"⁷³, hvilket formentlig er sket.⁷⁴ Det danske forbuds opretholdelse hviler derfor p.t. på et noget vaklende hjemmelsgrundlag. Dertil kommer, at det forekommer unødigt indgribende for de finansielle markeder at opretholde et forbud uden hverken selv at foretage undersøgelser af virkningerne af et forbud mod short selling

eller i det mindste at holde sig orienteret i de utallige internationale undersøgelser, der er foretaget heraf.⁷⁴ Det er på den baggrund ejendommeligt, at Finanstilsynet hævder løbende at følge med i, om der er noget, der taler for at afskaffe forbuddet⁷⁵, uden samtidig at konkretisere hvilke forhold man mener der støtter opretholdelsen af et forbud.

Til sammenligning havde svenske Finansinspektionen allerede 14. oktober 2008, dvs. blot et par dage efter vedtagelsen af det danske forbud, gennemført undersøgelser af kursudviklingen for banker i USA, Storbritannien, Tyskland og Frankrig efter at disse lande havde indført short selling-restriktioner. Finansinspektionen kunne "konstatere at kursutvecklingen trots restriktionerna inte resulterat i en stabil och lugn marknad, vilket var avsikten"⁷⁶, og valgte bl.a. på den baggrund slet ikke at gribe ind over for short selling.

Ikke engang nu, to år efter, ses Finanstilsynet at have foretaget en tilsvarende undersøgelse, som eventuelt ville kunne berettiggeløse opretholdelsen af det danske forbud. Havde tilsynet gjort dette, ville man efter alt at dømme nå frem til, at det danske forbud bør ophæves – jo snarere, des bedre – eftersom forbuddet er ubegrundet og unødvendigt og kan være skadeligt for det danske værdipapirmarked.

Noter

- 1 Oversigter over forskellige landes regulering af short selling er bl.a. udarbejdet af Committee of European Securities Regulators (CESR): *Measures adopted by CESR Members on short selling*, 22. september 2008, opdateret 1. september 2010, ref. CESR/08-742, tilgængelig på http://www.cesr-eu.org/data/document/08_742.pdf, samt af Seraina N. Gruenewald, Alexander F. Wagner og Rolf Weber: *Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis*, 1. august 2009, opdateret 23. juni 2010, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1441236>.
- 2 Jf. Maria Strömquist: *How does shortselling affect financial markets*, Sveriges Riksbank, Economic Commentaries, no. 7, 2009, tilgængelig på http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Ekonomiska%20kommentarer/2009/EK-Kom-No_7-ENG.pdf.
- 3 Lovforslaget (L 33) til lov om finansiell stabilitet, der blev fremsat den 8. oktober 2008 og vedtaget den 10. oktober 2008. Bestemmelsen, der indsatte § 39 b i værdipapirhandelsloven, findes i § 19.
- 4 Høringsfristen på bekendtgørelsen udløb kl. 18 allerede samme dag, som den blev sendt i høring, hvilket understreger indgrebets karakter af hasteforanstaltning.
- 5 Jf. bekendtgørelse nr. 1004 af 10. oktober 2008 § 1, stk. 1. Formuleringen af forbuddet, herunder dets rækkevidde, bærer i Danmark såvel som i flere andre lande præg af den hastebehandling, der muliggjorde forbuddets indførelse. Formålet med denne artikel er ikke at redegøre nærmere for fortolkningen og rækkevidden af det danske forbud; der henvises herom til Jesper Lau Hansen: *Værdipapirhandelsloven med kommentarer*, bind 2, 6. udgave, 2010, Jurist- og



- Økonomiforbundets Forlag, s. 436-437 og s. 453-455. Se også Dan Moalem og Martin Dahlgard: *Nyt forbud mod short selling af danske finansaktier*, i *Finans/Invest* 8/08, s. 18ff, samt Camilla Søborg og Mads Mathiassen: *Short selling-forbuddet i et europæisk perspektiv*, i *Finans/Invest* 1/09, s. 22f.
- 6 Jf. bemærkningerne til økonomi- og erhvervsministerens ændringsforslag til lovforlaget, optrykt i Erhvervsudvalgets betænkning af 9. oktober 2008.
- 7 Jf. bl.a. Børsen, 22. marts 2010, s. 8-9. Børsen, 28. juni 2010, s. 10. Økonomisk Ugebrev, nr. 29, 20. september 2010, s. 3-4. Caspar Roses blogindlæg af 27. maj 2010: *Forbuddet mod short sale bør ophæves*, tilgængelig på http://borsen.dk/blogs/alle_blogs/vis_blog/7192172/40662/forbuddet-mod-short-sale-boer-ophaves.html.
- 8 Jf. navnlig bestyrelsens mundtlige beretning ved formanden Steen Blaaflak aflagt på Børsmæglerforeningens årsmøde 11. marts 2010: "Alt i alt indtager Danmark nu en uheldig særstatus i kraft af det fortsatte short selling-forbud, og Børsmæglerforeningen opfordrer til, at forbuddet ophæves snarest." Se også artikel i Børsen: *Fondsbørsen: Drop så det short selling-forbud*, 19. maj 2010, tilgængelig på http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/183396/fondsborsen_drop_saa_det_short_selling-forbud.html.
- 9 Jf. Mårten Knuts: *Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden?* i *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2009, nr. 1-2, s. 59-79.
- 10 Jf. de i note 5 nævnte artikler.
- 11 Short selling er, udover den i note 5 nævnte lovkommentar af Jesper Lau Hansen, bl.a. sporadisk nævnt i følgende fremstillinger: Finn Østrup: *Det finansielle system*, 1. udgave, 2010, Thomson Reuters Professional. Jan Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, 3. udgave, 2009, Thomson Reuters Professional, s. 195. Lennart Lyngø Andersen og Peer Schaumburg-Müller: *Finansselskabsret – samspillet mellem selskabsret og kapitalmarkedsret*, 1. udgave, 2010, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, s. 227-228.
- 12 Jf. bl.a. Emiliós Avgouleas: *A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient*, i *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Vol. 16, No. 2, 2010, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1411615>, samt Seraina N. Gruenewald, Alexander F. Wagner og Rolf Weber: *Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited*, i *International Journal of Disclosure and Regulation*, Vol. 7, No. 2, s. 108-135, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1439652>.
- 13 Herfra skal selvsagt yderligere fratrækkes transaktionsomkostninger. Generelt tages ikke i artiklen højde for transaktionsomkostninger, da disse er uden betydning for illustration af korte positioners virkemåde.
- 14 Dvs. spændet mellem værdipapirets salgspris og nul, idet værdipapiret da sælges til den førstnævnte pris og købes tilbage til nul kroner.
- 15 Dvs. efter at investoren har solgt værdipapiret, men inden det er købt tilbage.
- 16 De øvrige ca. 20,2 pct. af aktierne i VW var ejet af en tysk delstat.
- 17 Det er normalt blandt de lande, der har indført short selling-forbud at have en undtagelse for prisstillere. Således indeholder den danske short selling-bekendtgørelse også i § 3 en sådan undtagelse.
- 18 For en mere detaljeret gennemgang på dansk af aktielån henvises til Martin Poulsens kandidatafhandling *Aktielån i et corporate governance perspektiv*, august 2008, tilgængelig via [http://theses.asb.dk/projekter/research/aktielaan_i_et_corporate_governance_perspektiv\(48528\)/](http://theses.asb.dk/projekter/research/aktielaan_i_et_corporate_governance_perspektiv(48528)/) samt samme forfatter: *Aktielån og skjult ejerskab*, i *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2008, nr. 1, s. 124-138. Se også Niels Neergaard og Helle Søby Thygesen: *Dansk aktielåneordning*, i *Revision og Regnskabsvæsen* 1999, nr. 8, s. 35-39.
- 19 Rammeforordningen kan findes på International Securities Lending Associations (ISLA) hjemmeside: <http://www.isla.co.uk/dynamic.aspx?id=58>.
- 20 Standardvilkårene kan findes på Børsmæglerforeningens hjemmeside: <http://www.dbmf.dk/content/dk/branchestandarder/aktielan>. Se nærmere om vilkårene i den i note 18 nævnte artikel af Niels Neergaard og Helle Søby Thygesen.
- 21 Jf. pkt. 4 i Finansrådets og Børsmæglerforeningens standardvilkår for lån af aktier. For så vidt angår GSMFA fremgår det af denne rammeaftales pkt. 2.3, at "Notwithstanding the use of expressions such as "borrow", "lend", [...] which are used to reflect terminology used in the market for transactions of the kind provided for in this Agreement, title to Securities "borrowed" or "lent" [...] in accordance with this Agreement shall pass from one Party to another as provided for in this Agreement, the Party obtaining such title being obliged to deliver Equivalent Securities or Equivalent Collateral as the case may be."
- 22 Lånet løbetid aftales til en bestemt periode, dog højst 6 måneder, jf. pkt. 7 i Finansrådets og Børsmæglerforeningens standardvilkår for lån af aktier. Lånet kan dog til enhver tid opsiges af långiver med fem bankdages varsel og af låntager med én bankdags varsel. Pkt. 8 i GSMFA indeholder ligeledes bestemmelser om opsigelsesadgang.
- 23 Jf. pkt. 10 i Finansrådets og Børsmæglerforeningens standardvilkår for lån af aktier og pkt. 5 i GSMFA.
- 24 Jf. betænkning nr. 1521/2010 om insiderhandel, s. 106, note 75.
- 25 Jf. Christopher L. Culp og J.B. Heaton: *The Economics of Naked Short Selling*, 2008, 31(1) Regulation 46, tilgængelig på <http://www.cato.org/pubs/regulation/regv31n1/v31n1-6.pdf>.
- 26 Jf. f.eks. NASDAQ OMX Nordic Exchange: *Buy-in Procedure and Guideline*, NASDAQ OMX Nordic Member Rules 1.0, 8. februar 2010, tilgængelig på http://nasdaqomx.com/digitalAssets/66/66733_buy_in_procedure_and_guideline_nmr_1.0_enters_into_force_on_8.2.2010.pdf.
- 27 Begrænsningerne, der bestod i prisrestriktioner (såkaldte *tick-tests*), blev senere indarbejdet i den amerikanske Securities Exchange Act af 1934 (rule 10a). *Tick-tests* er, bortset fra egentlige forbud, det ældste regulatoriske indgreb mod short selling. Reglen kan udformes på forskellige måder, f.eks. som den dagældende amerikanske, hvorefter et børsnoteret værdipapir kun måtte short-sælges, hvis dette kunne ske til en kurs over den kurs, som den umiddelbart foregående handel blev gennemført til (*plus-tick*).
- 28 Jf. FSA: *Short Selling*, Discussion Paper No. 17, 2002, s. 12, tilgængelig via http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/DP/2002/discussion_17.shtml.
- 29 Jf. The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: *Report on Transparency of Short Selling*, juni 2003, tilgængelig på <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD147.pdf>.
- 30 ESME: *Position on Short Selling*, 19. marts 2009, tilgængelig på http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_20090319_en.pdf.
- 31 ISLA: *Securities Lending and Short Selling*, maj 2008, opdateret juli 2009, tilgængelig via <http://www.isla.co.uk/dynamic.aspx?id=62>.

- 32 CESR: *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, marts 2010, ref. CESR/10-088, tilgængelig på http://www.cesr-eu.org/data/document/10_088.pdf.
- 33 CESR: *CESR Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, 8. juli 2009, ref. CESR/09-581, tilgængelig på http://www.cesr-eu.org/data/document/09_581.pdf.
- 34 *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, COM(2010) 482.
- 35 Se Robert Sloan: *Don't Blame the Shorts: Why Short Sellers Are Always Blamed for Market Crashes and How History Is Repeating Itself*, 1. udgave, 2009, McGraw-Hill Professional, og Michael Lewis: *The Big Short – Inside the Doomsday Machine*, 1. udgave, 2010, Allen Lane.
- 36 Data fra Danmark indgår imidlertid i den i note 44 nævnte undersøgelse foretaget af Beber og Pagano.
- 37 Denne type argumenter går navnlig på, at short selling skulle være umoralsk ud fra en betragtning om, at short-sælgeren tjener penge på at sælge noget, han ikke ejer.
- 38 Se særlig om forholdet til kursmanipulation den i note 9 nævnte artikel af Mårten Knuts.
- 39 Jf. også den i note 24 nævnte betænkning s. 107, hvor det også anføres at det afgørende for, om der foreligger insiderhandel når short-sælgeren køber aktierne tilbage må være, om short-sælgerens køb af aktierne i markedet kan anses for begrundet i hans forpligtelse til at tilbagelevere de lånte aktier, eller om købet kan anses for begrundet i hans interne viden.
- 40 At short selling og markedsmisbrug principielt er to uafhængige spørgsmål understreges af, at det britiske finanstilsyn FSA i deres FSA Handbook har flyttet reglerne om short selling fra sektionen om "Code of Market Conduct", som dækker markedsmisbrug, til en ny sektion om "Financial Stability and Market Confidence".
- 41 Jf. Matthew Clifton og Mark Snape: *The Effect of Short-selling Restrictions on Liquidity: Evidence from the London Stock Exchange*, 19. december 2008, tilgængelig på <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/regulatory/short-selling-restriction-market-quality-december-2008.pdf>, samt FSA: *Short selling*, Discussion Paper No. 1, 2009, annex 2, tilgængelig via http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/DP/2009/09_01.shtml.
- 42 Jf. Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones og Xiaoyan Zhang: *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Pan*, 25. september 2009, Johnson School Research Paper Series No. 34-09. Adam C. Kolasinski, Adam V. Reed og Jacob R. Thornock: *Can Short Restrictions Result in More Informed Short Selling? Evidence from the 2008 Regulations*, 1. september 2010, AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1365037>. Don M. Autore, Randall S. Billingsley og Tunde Kovacs: *The 2008 Short Sale Ban: Liquidity, Dispersion of Opinion, and the Cross-Section of Returns of U.S. Financial Stocks*, 19. juni 2009, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1422728>.
- 43 Jf. Uwe Helmes og Thomas Henker: *The Effect of the Ban on Short Selling on Market Efficiency and Volatility*, 11. november 2009, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1568435>, samt Plato Investment Management: *Has the Short Selling Ban Reduced Liquidity in the Australian Stock Market?*, 24. oktober 2008, tilgængelig via <http://www.plato.com.au/cmsupload/ShortSellingBan.pdf>.
- 44 Jf. Alessandro Beber og Marco Pagano: *Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-2009 Crisis*, november 2009, opdateret januar 2010, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 7557, tilgængelig (mod betaling) på <http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=7557>.
- 45 Jf. Arturo Bris: *Short Selling Activity in Financial Stocks and the SEC July 15th Emergency Order*, 12. august 2008, IMD Report, s. 5-6, tilgængelig via <http://www.imd.org/news/upload/Report.pdf>. Thomas Jason Boulton og Marcus V. Braga-Alves: *The Skinny on the 2008 Naked Short Sale Restrictions*, 12. september 2008, opdateret marts 2009, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1267369>. Veljko Fotak, Vikas Raman og Pradeep K. Yadav: *Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?*, 22. maj 2009, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1408493>.
- 46 Jf. den i note 45 nævnte undersøgelse af Fotak m.fl., s. 29.
- 47 Jf. de i note 6 nævnte forarbejder ad. nr. 18, hvor det anføres at: "Det kan ikke udelukkes, at disse forbud har medvirket til en stigning i omfang af short selling i Danmark."
- 48 Hong Kong havde dog allerede på dette tidspunkt visse begrænsninger for short selling.
- 49 Jf. Hong Kong Securities and Futures Commission: *How short-selling activity affects liquidity of the Hong Kong stock market*, 17. april 2009, research paper no. 44, tilgængelig på <http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/research/RS%20Paper%2044.pdf>.
- 50 Jf. Eric C. Chang, Joseph W. Cheng og Yinghui Yu: *Short-Sales Constraints and Price Discovery: Evidence from the Hong Kong Market*, oktober 2007, The Journal of Finance, Vol. 62, No. 5, s. 2097-2121, s. 2101.
- 51 Jf. Ian W. Marsh og Norman Niemer: *The Impact of Short Sales Restrictions*, 30. november 2008, s. 24, tilgængelig på <http://www.cass.city.ac.uk/media/stories/resources/the-impact-of-short-sales-restrictions.pdf>.
- 52 Jf. Ian Appel og Caroline Fohlin: *"Shooting the Messenger?" Stock Market Liquidity and the Short-Sale Ban of 2008-09*, 7. juni 2010, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=1595003>.
- 53 Eugene Fama har anført, at i et ideelt marked vil kurserne til enhver tid fuldt ud afspejle den tilgængelige information, jf. Eugene F. Fama: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, maj 1970, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, s. 383-417, s. 383. Se for en kort beskrivelse på dansk af Fama's *efficient markets hypothesis* bl.a. den i note 11 nævnte fremstilling af Jan Schans Christensen, s. 286f.
- 54 Jf. Douglas W. Diamond og Robert E. Verrecchia: *Constraints on Short-selling and Asset Price Adjustment to Price Information*, juni 1987, The Journal of Finance, Vol. 18, Issue 2, s. 277-311.
- 55 Jf. Ekkehart Boehmer og J. (Julie) Wu: *Short Selling and the Price Discovery Process*, 16. august 2010, tilgængelig via <http://ssrn.com/abstract=972620>.
- 56 Jf. bl.a. den i note 44 nævnte undersøgelse foretaget af Beber og Pagano, samt Arturo Bris, William N. Goetzmann og Ning Zhu: *Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World*, juni 2007, The Journal of Finance, Vol. 62, No. 3, s. 1029-1079. Sidstnævnte undersøger 46 lande i perioden 1990-2001.
- 57 Jf. de i note 45 nævnte undersøgelser foretaget af Boulton og Braga-Alves samt Fotak m.fl.
- 58 Jf. Lawrence E. Harris, Ethan Namvar og Blake Philips: *Price Inflation and Wealth*



- Transfer during the 2008 SEC Short-Sale Ban*, FERC 2009 conference paper, tilgængelig på <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/research/wfri/rsrchcentres/ferc/ferc2009conference/conferenceprogramme/l.harris.pdf>.
- 59 Jf. den i note 12 nævnte artikel af Seraina N. Gruenewald m.fl., s. 11.
- 60 Jf. de i note 6 nævnte forarbejder.
- 61 Jf. Børsens hjemmeside: *Finanstilsynet: Fortsat dansk forbud mod short selling*, 19. maj 2010, tilgængelig på <http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/183410/nyheder/it.html>.
- 62 Edward M. Miller: *Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion*, september 1977, *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4, s. 1151-1168, s. 1166.
- 63 Jf. den i note 42 nævnte undersøgelse, s. 22.
- 64 Jf. Asher Curtis og Neil L. Fargher: *Does short-selling amplify price declines or align stocks with their fundamental values?*, 19. december 2008, opdateret 3. september 2009, tilgængelig på <http://ssrn.com/abstract=817446>.
- 65 Jf. Don M. Autore, Randall S. Billingsley og Tunde Kovacs: *The 2008 Short Sale Ban: Liquidity, Dispersion of Opinion, and the Cross-Section of Returns of U.S. Financial Stocks*, 19. juni 2009, tilgængelig på <http://ssrn.com/abstract=1422728>.
- 66 Jf. den i note 41 nævnte discussion paper, annex 2, s. 1.
- 67 Jf. den i note 51 nævnte undersøgelse.
- 68 Jf. den i note 44 nævnte undersøgelse, s. 3 og 27.
- 69 Jf. Abraham Lioui: *The Impact of the 2008 Short Sale Ban on Stock Returns*, 15. marts 2010, opdateret 28. juli 2010, tilgængelig på <http://ssrn.com/abstract=1571387>.
- 70 Jf. den i note 50 nævnte undersøgelse, s. 2097 og 2101 (forfatterens egen oversættelse).
- 71 Hvorvidt forbud mod short selling under ekstraordinære omstændigheder kan retfærdiggøres falder uden for rammerne af denne artikel, ligesom der heller ikke gøres nogen forsøg på at vurdere, hvorvidt det var fornuftigt at indføre midlertidige foranstaltninger under den seneste krise. Det er dog værd at bemærke i sidstnævnte henseende, at kriseindgrebene var truffet på forholdsvis uoplyst grundlag, fordi der ikke på daværende tidspunkt forelå nogen særlig omfattende empiriske undersøgelser af, hvordan short selling påvirker forbuddene, hvilket gør, at man i bagklogskabens klare lys nødvendigvis må se mildere på indgrebene.
- 72 Jf. herved også den i note 9 nævnte artikel af Mårten Knuts, s. 78, hvor Knuts tillige forholder sig "skeptisk till denna form av särbehandling av vissa industrier med hänvisning till deras samhällseliga funktion."
- 73 Jf. note 6.
- 74 Jf. Børsen, 22. marts 2010, s. 9, hvor kontorchef Hanne Råe Larsen udtalte at markedet formentlig er tilbage til normale tilstande.
- 75 Jf. Økonomisk Ugebrev, nr. 29, 20. september 2010, s. 4, hvor kontorchef Hanne Råe Larsen fra Finanstilsynet ifølge ugebrevet udtaler, at Finanstilsynet ikke selv har foretaget en undersøgelse, og at Finanstilsynet ikke ligger inde med undersøgelser af effekterne af forbud mod short selling.
- 76 Jf. note 61.
- 77 Jf. Finansinspektionen: *FI:s undersökning av aktielån och kursutveckling*, 14. oktober 2008, tilgængelig på http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2008/blankning.pdf.

MOMSRET ENKELTFAG PÅ MASTER I MOMS & AFGIFTER

Handelshøjskolen, Aarhus Universitet udbyder i foråret 2011 enkeltfaget Momsret.

Faget giver deltagerne et solidt kendskab til og overblik over national og fællesskabsretlig regulering og praksis samt sætter deltagerne i stand til selvstændigt at udarbejde nuancerede og bæredygtige løsninger på komplekse momsretlige problemstillinger.

Undervisningen forløber over 15 tirsdage i Odense, med start den 25. januar 2011.

Læs mere om enkeltfaget og Master i Moms & Afgifter på www.asb.dk/mma eller kontakt os for nærmere information på mail mma@asb.dk eller tlf. 89 48 63 59.

Ansøgningsfrist er 1. december 2010.



HANDELSHØJSKOLEN
AARHUS UNIVERSITET