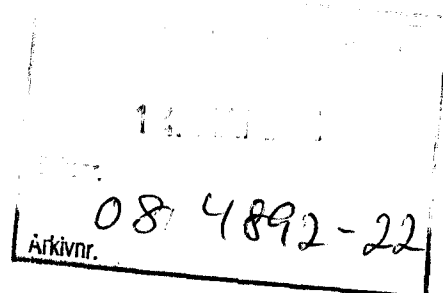


NORD POOL

NORD POOL ASA

building a secure market

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo



Lysaker, 13. mai 2009

FORSLAG OM LOVENDRINGER VEDRØRENDE SHORTSALG

Nord Pool ASA vil med dette gi svar på Finansdepartementets høringsbrev av 16. Februar 2009, med høringsfrist 15. mai 2009.

Kort om Nord Pool

Nord Pool ASA driver en av verdens største og mest likvide kraftderivatmarkeder, og en av Europas største karbonmarkeder. Kraftderivatene er basert på den omsetning som skjer på Nord Pool Spot AS av underliggende strømkontrakter. Nord Pool ASA har konsesjon som børs i Norge, og eier selv de derivatene med nordiske kontrakter som underliggende som er listet på børsen. Nord Pool ASA samarbeider med NASDAQ OMX Commodities om et internasjonal derivat- og karbonmarked, der Nord Pool ASA børsnoterer de internasjonale produktene som eies av NASDAQ OMX Commodities.

Alle derivatkontrakter som handles på Nord Pool ASA er gjenstand for "clearing" gjennom Nord Pool Clearing ASA som oppgjørssentral og sentral motpart. Nord Pool Clearing ASA er i dag 100% eid av NASDAQ OMX-gruppen.

Nord Pool ASA og Nord Pool Clearing ASA har mer enn 400 medlemmer fra 22 ulike jurisdiksjoner. Medlemmene spenner seg fra energiprodusenter og -konsumenter til finansielle institusjoner.

Mer informasjon er tilgjengelig på www.nordpool.com.

Generelt om derivater og oppgjør

Nord Pool er enig i at et viktig skille går mellom dekket og udekket shortsalg. Imidlertid er det etter Nord Pools syn svært viktig at man skiller klart mellom de situasjoner i "spot" markedet der fysisk levering kreves, og derivatmarkedene der fysisk levering enten ikke kreves eller et krav om fysisk levering i praksis ikke oppstår.

Generelt sett vil derivatkontrakter etter omstendighetene kunne berettige og forplikte partene til levering av de underliggende instrumenter ved forfall. Etter hva Nord Pool er kjent med forekommer det imidlertid ikke per i dag noe organisert derivatmarked der et krav til "dekket salg" blir praktisert således at det kreves at selger har tilgang til underliggende instrument på

NORD POOL

NORD POOL ASA

building a secure market

det tidspunkt denne inngår en derivatkontrakt. Nord Pool mener det i Kredittilsynets beskrivelse av "shortposisjon 3" gis et noe uriktig inntrykk av realitetene i finansmarkedene. Det fremstilles som at det "normalt påløper" en potensiell leveringsforpliktelse samt at det gis inntrykk av at finansielt oppgjør nærmest er noe som bare skjer OTC/bilateralt.

Nord Pool vil i denne sammenheng peke på at det alt vesentlige av derivatkontrakter som er notert på Nord Pool har et finansielt oppgjør, der det verken er noe krav om å eie eller levere underliggende dersom kontrakten går til levering. Unntak fra dette gjelder kun for omsetning av såkalte utslippstillatelser (EUA/CER), der det potensielt – men ikke nødvendigvis reelt – kan oppstå en leveringsforpliktelse på underliggende vare. Spørsmålet om leveringskapasitet kan imidlertid her trygt overlates til oppgjørssentralen Nord Pool Clearing ASA – og for andre markeder med tilsvarende leveringsforpliktelser til de oppgjørssentraler som opererer i disse markedene.

Et lovforslag må hensynta at det ved kontrakter med finansielt oppgjør ikke vil oppstå noen problemstillinger i forhold til "dekket" eller "udekket" shortsalg. Selv i forhold til derivater med en potensiell leveringsforpliktelse er dette en lite reell problemstilling. Særlig gjelder dette for derivater som handles på regulert marked og som er gjenstand for clearing.

Utvidelse av forbudet mot udekket shortsalg

Udekket shortsalg av derivater er etter vårt syn en lite aktuell problemstilling, i lys av at handel med derivater foregår ved at det etableres kontrakter og uten at det foregår en etterfølgende levering av derivatet.

Et forbud mot udekket shortsalg av derivatkontrakter vil vært en åpenbar hindring for fremveksten og utviklingen av organiserte derivatmarkeder, ettersom det da kun ville være mulig å benytte markedene for prissikringsformål (hedging).¹ I den grad det kun er aktører med "hedging" formål som opererer som selgere i derivatmarkedene, vil markedene og likviditeten bli dramatisk forverret. Dette vil også ha betydning for prisdannelsen i det underliggende markedet, og eksempelvis vil et fravær av finansielle aktører ("spekulanter") i energimarkedet kunne føre til langt mer volatile og usikre energipriser enn hva vi ser i dag. Dette vil også gå utover tillitten til prisdannelsen i markedet.

I Norge opereres flere internasjonale derivatmarkeder. Foruten de som drives av Nord Pool ASA/Nord Pool Clearing ASA nevnes også IMAREX NOS og Oslo Børs/Oslo Clearing. Produktene på disse markedene (dvs derivatkontraktene) er i stor grad internasjonale produkter som kan omsettes på tvers av landegrensene og uten særlige ekstra transaksjonskostnader for aktørene, og i den grad det skapes usikkerhet knyttet til rammebetingelsene for innlendingers og utlendingers handel i disse markedene, eller det er restriksjoner som forbyr ellers alminnelige investeringsstrategier, vil dette kunne skape alvorlige vansker for de norske markedsplassene i den konkurransesituasjon som foreligger. Vi vil på det sterkeste advare mot en regulering som kan skape usikkerhet med hensyn til at det skulle være særnorske legale restriksjoner som vil gjelde for deltakerne i disse markedene.

¹ I forhold til inngåelse av derivatkontrakter oppstår for så vidt også den spesielle situasjon at man er avhengig av å "shorte" den første kontrakten for å i det hele tatt få i gang et marked med denne derivatkontrakten som "finansielt instrument", og for at noen overhodet skal bli "eiere" av derivatet som finansielt instrument.

NORD POOL

NORD POOL ASA

building a secure market

Foruten konkurransesituasjonen ift utenlandske aktører vil usikkerhet knyttet til omsetning kunne føre til en ytterligere forflytning av volumer til "gråmarkeder", hvilket heller ikke kan være ønskelig fra et regulatorisk perspektiv.

Kravet til dekning for shortsalg er formulert til å gjelde "finansielle instrumenter" som sådan, og omfatter etter ordlyden også inngåelse av derivatkontrakter. Slik verdipapirhandelloven er bygget opp skiller det ikke mellom "inngåelse" av derivatposisjoner og salg/kjøp av slike posisjoner i kraft av at derivater er å anse som "finansielle instrumenter". Dersom forslaget vedtas etter sin ordlyd vil slik usikkerhet og effekter som nevnt ovenfor kunne oppstå, siden forbudet er formulert som å gjelde "finansielle instrumenter" generelt. Det er riktignok forutsatt i Kredittilsynets brev (s 7) at forbudet ikke skal gjelde "shortposisjon som følger av en derivatkontrakt", men Nord Pool mener det ikke er tilstrekkelig at en slik presisering kun fremgår av Kredittilsynets brev til Finansdepartementet. Nord Pool mener en slik presisering må fremgå direkte av lovteksten.

Nord Pool ASA stiller seg ellers tvilende til om det er hjemmel i MiFID² eller MAD³ eller annen internasjonal rett for å regulere shortsalg som utføres av utlendinger, selv om dette gjelder handel i verdipapirer notert på norsk regulert marked. Plasseringen i verdipapirhandellovens kapittel 3 fremstår i denne sammenheng som uheldig, ettersom kapitlet er basert på den territoriale avgrensningen i MAD. MAD hjemler etter vårt syn ikke et forbud av den karakter det her er snakk om. Vi vil i denne forbindelse anmode om at Finansdepartementet foretar en nærmere vurdering av den territoriale rekkevidden norske lovbestemmelser kan ha i forhold til utlendinger. Dersom man konkluderer med at det er grunnlag for også å regulere utlendingers forhold, vil vi likevel sterkt oppfordre Finansdepartementet til å ikke la regelverket omfatte utlendinger, da dette vil kunne svekke norske markedsplasser i konkurranse med andre.

Det er etter Nord Pools syn viktig at man ikke ender opp med en særnorsk regulering som i seg selv skaper usikkerhet for markedene. Det er viktig å hensynta konkurransesituasjonen for norske markeder.

Dersom Finansdepartementet tilrår en slik begrensning som Kredittilsynet anbefaler i forhold til en ny vphl § 10-4(1) mener vi det er behov for en klarere presisering i selve lovteksten med hensyn til at den foreslåtte bestemmelsen ikke er å forstå slik at den får anvendelse for investorer som engasjerer seg i derivatmarkedene. Et forbud mot udekket shortsalg bør kun gjelde for handelen med omsettelige verdipapirer med mer i "spotmarkedene".

Vår generelle anbefaling er at man ikke innfører den foreslåtte regelen, men avventer en utvikling på EØS-plan. I etterkant av dette bør det foretas en bredere vurdering av tematikken, mest hensiktsmessig i et lovutvalg der også sentrale institusjoner i markedet er deltakere.

Forslag til lov hjemmel for forbud mot shortsalg

Nord Pool ASA er av den oppfatning at det ikke er grunnlag for en mer omfattende regulering av shortsalg, og at det på nåværende tidspunkt ikke er riktig å lovfeste en hjemmel for Kredittilsynet til å nedlegge forbud mot shortsalg. Etter vårt syn kan fokuseringen på shortsalg

² Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC

³ Market Abuse Directive 2003/6/EC

NORD POOL

NORD POOL ASA

building a secure market

fremstå som noe ensidig, og vi mener at den gjennomgående fokus på shortsalg som et "problem" er uheldig. Det er etter vårt syn ikke grunnlag for en slik vinkling.

Shortsalg er etter vårt syn en legitim investeringsstrategi blant flere, og det er like naturlig at prisen på en vare faller som at den stiger i et marked, basert på aktuell og forventet etterspørsel og tilbud. Den verserende økonomiske krisen har vist hvordan det har oppstått langvarige og store "verdibobler" innenfor en rekke segmenter av aktiva, uten at det har kommet nødvendige korreksjoner i markedene. Fra enkelte faglige hold blir det fremhevet at man generelt bør innstille seg på at oppgangstider vil (og bør) etterfølges av nedgangstider med hensyn til prisingen av aktiva på verdens børser, og at det her ikke minst er viktig at offentlige reguleringstiltak ikke skaper eller forsterker de markedsforstyrrelser som foreligger.

Et forbud som utelukkende gjelder shortsalg, og som verken skiller mellom den bakenforliggende grunn for shortsalg eller egenskapene til instrumentet som handles, virker etter vårt syn hindrende på naturlige markeds mekanismer. Forslaget synes å ha en noe ensidig fokus på en markeds situasjon der aksjemarkedet faller og der fallende aksjekurser får betydning for banksektoren, uten at det dermed heller er gitt at forslaget er egnet til å motvirke en slik situasjon. Etter vår oppfatning vil det være mer hensiktsmessig å se på eventuelle misbrukstilfeller der shortsalg blir et problem isolert, enn å forby shortsalg som investeringsstrategi generelt.

For oss fremstår det som at de prisfall man observerte i finansmarkedene frem mot de nasjonale forbud mot shortsalg høsten 2008, også har vist seg å være høyst berettigede. Den internasjonale bankverden var i en høyst reell og dramatisk krise høsten 2008, der statlige redningsoperasjoner var nødvendige i alle vestlige land for å sikre bankenes videre drift. Det var således klare underliggende grunner til at den vestlige verdens banker falt dramatisk på alle aksjebørser; dette var ikke "spekulantstyrte" kursfall og det er ingenting som tyder på at shortsalg i seg selv har forsterket den naturlige markeds mekanismen som oppstod i form av prisfall.

Det som skjedde kan etter vårt syn best beskrives som at nasjonale myndigheter, for beskytte bankene som var under deres tilsyn, midlertidig tilsidesatte den normale prisdannelsen i aksjemarkedene. Man snakker i så fall om forsøk på markeds påvirkning som ikke slo til, dels fordi prisdannelsen i markedet var så robust at man uansett raskt fikk etablert riktigere og lavere prisnivåer (mer konkret; de som ønsket å selge bankaksjer så salgssignalene uansett), og dels fordi det i svært liten grad ble gjennomført markedsbaserte emisjoner i bankene i denne fasen. Man kan imidlertid ikke utelukke at det i denne perioden ble foretatt kjøp og salg der aktørene baserte seg på priser i markedet som var "feil" i større eller mindre grad, fordi shortselselgernes normale tilbudsside var borte.

Som Kredittilsynet selv fremhever i høringsuttalelsen på side 6, foreligger det ingen støtte for at innføringen av restriksjoner mot shortsalg i fjor høst hadde nevneverdige virkninger med hensyn til å redusere volatiliteten i de markeder som ble omfattet av forbudet. Rapporten det vises til fremhever imidlertid at likviditeten ble svekket i de aktuelle instrumentene, og man anbefaler at det anlegges en felles europeisk tilnærming til reguleringen. Dette underbygges etter hva Nord Pool er kjent med også av andre rapporter og undersøkelser.

Generelt er det også grunn til å fremheve at et plutselig forbud mot shortsalg, slik det legges opp til at Kredittilsynet skal kunne innføre, vil kunne føre til en umiddelbar reaksjon i markedet i

NORD POOL

NORD POOL ASA

Building a secure market

form av en "long squeeze" for aktørene, og derved i seg selv skape eller forsterke unormale markedssituasjoner. Det forhold at myndighetene gis hjemmel for slike inngrep, kan i seg selv svekke tilliten til markedene.

På denne bakgrunn er det etter vårt syn ingen heldig løsning at Kredittilsynet gis blankofullmakt til å innføre nye forbud mot shortsalg. Denne type inngrep mot særskilte investeringsstrategier er i strid med de legislative hensyn som er toneangivende i tilsynet med finansmarkedene, og kan bidra til forsterkede skjevheter i prisdannelsen og dermed lavere beskyttelsesgrad for aktørene. Forbudshjemmelen reiser også særlige spørsmål med hensyn til norske regulerte markeders konkurransevilkår, hvor det er særdeles viktig at de norske reglene ikke avviker fra det som følger av de europeiske direktivene og sammenlignbare markeder norske markeder er i konkurranse med.

Når det spesielt gjelder hjemmelen for å forby derivatkontrakter (og herunder kontrakter med finansielt oppgjør) vil vi sterkt anbefale at man ikke gir Kredittilsynet lov hjemmel for å la et forbud mot shortsalg få en slik rekkevidde. Spesielt i en situasjon der man forbyr shortsalg i det fysiske spotmarkedet, er det grunn til å la prisdannelsen i derivatmarkedene være fri for å tillate prissikring/"hedging". Etter vår oppfatning er det viktig at "hedging" går klar av ethvert forbud og forbudshjemmel knyttet til shortsalg; i motsatt fall risikerer man bare ytterligere forstyrrelser i markedene i den ekstraordinære situasjon som er forutsatt å eksistere ved bruk av hjemmelen.

Vi konstaterer ellers at det ikke foreslås eller diskuteres nye regler om rapportering av shortsalg, og hvordan "problemet" med shortsalg kan løses ved hjelp av slike mekanismer. Dette er etter vårt syn noe oppsiktsvekkende i lys av det fokus man har hatt på dette i andre jurisdiksjoner. Vi vil stille spørsmål ved om ikke dette er en mer hensiktsmessig tilnærming enn hjemmel for diskresjonære forbud fra Kredittilsynet, og ber om at dette blir vurdert nærmere.

Vår generelle anbefaling er at det i denne fase ikke fremmes forslag om en generell hjemmel for forbud mot shortsalg, men at man heller avventer en utvikling på EØS-plan, hvorpå det bør foretas en bredere vurdering av tematikken, mest hensiktsmessig i et lovutvalg der også sentrale institusjoner i markedet er deltakere. Eventuelt bør det gis en forskriftshjemmel i lovs form, slik at utferdigelsen av forskrift der Kredittilsynet gis hjemmel for slike inngrep kan bli gjenstand for høring og bredere debatt på et tilfredsstillende grunnlag. Vi ber også om at det vurderes alternative tiltak til forbud, som for eksempel rapportering.

Vennlig hilsen
for Nord Pool ASA


Eivind Grimsø Moe
Advokat