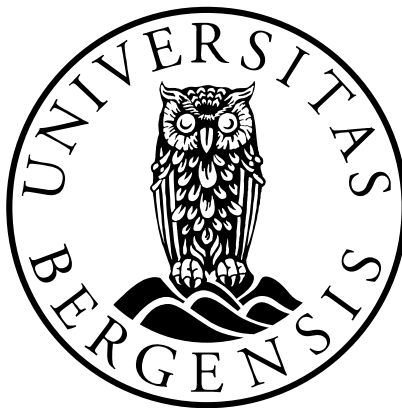


Hvilke aksjesalg regnes som shortsalg, og når er slike aksjesalg lovlig?

*En analyse av den norske reguleringen av
shortsalg i vphl. § 3-14, og reguleringen av
shortsalg i forordning (EU) no. 236/2012*

Kandidatnummer: 156

Antall ord: 14 923



JUS399 Masteroppgave/JUS398 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

1. Juni 2016

INNHOLDSFORTEGNELSE

1. INNLEDNING	3
1.1 Emne og problemstilling	3
1.2 Avgrensning	4
1.3 Bakgrunn for tema.....	4
1.4 Metode og videre fremstilling	5
2 NÆRMERE OM REGULERINGEN AV SHORTSALG	7
2.1 Retthistorisk utvikling i norsk rett	7
2.2 Begrunnelsen for at dekket shortsalg ble tillatt i 1997	8
2.3 Shortsalgforordningen	9
3 STEGENE I AKSJEHANDEL PÅ VERDIPAPIRMARKEDET	11
4 REGULERINGEN AV SHORTSALG ETTER VPHL. § 3-14	13
4.1 Shortsalgforordningens betydning ved tolkning av regelen i vphl. § 3-14 i dag	13
4.2 Virkeområde vphl. § 3-14	13
4.3 Når er salg av aksjer shortsalg etter vphl. § 3-14?	14
4.3.1 Tolkning av eierbegrepet	14
4.3.2 Tolkning av eierbegrepet i vphl. § 3-14 basert på slutninger fra allmennaksjeloven	16
4.3.3 Lagmannsrettspraksis om eierbegrepet ved shortsalg.....	18
4.3.4 Tolkning av eierbegrepet i vphl. § 3-14 basert på hensyn bak reglene om shortsalg	19
4.3.5 Når er aksjesalg er å regne som shortsalg etter vphl. § 3-14 basert på de drøftede kildene? 21	
4.3.6 Er anvendelse av § 3-14 utelukket der selger i utgangspunktet er ”eier” av aksjene?.....	23
4.4 Når er shortsalg dekket etter vphl. § 3-14?.....	24
4.4.1 Tolkning av ”tilgang” slik at ”rettidig levering er sikret”.....	24
4.4.2 Er ”rettidig levering (..) sikret” der selger har inngått en avtale om lån av aksjene?	25
4.4.3 Er ”rettidig levering (..) sikret” der aksjene er kjøpt men ikke levert til selger?	26
4.4.4 Er ”rettidig levering (..) sikret” dersom selger er eier av en opsjon med aksjer som underliggende eller en konvertibel obligasjon?.....	28
4.4.5 Oppsummering av når selger har ”tilgang” til aksjer slik at ”rettidig levering er sikret” .	30
5 REGULERINGEN AV SHORTSALG ETTER SHORTSALGFORORDNINGEN ART. 12 OG TILHØRENDE KOMMISJONSFORORDNINGER	31
5.1 Innledning og virkeområde	31

5.2	Når er salg av aksjer shortsalg i relasjon til shortsalgforordningen art. 12?	31
5.3	Lovbestemte unntak fra reguleringen av shortsalg.....	33
5.4	Når er shortsalg dekket etter shortsalgforordningen art.12?	37
5.4.1	Presentasjon av shortsalgforordningen art. 12	37
5.4.2	Dekning på bakgrunn av lån, inngått låneavtale eller liknende etter shortsalgforordningen art.12, a og b	37
5.4.3	Dekning på bakgrunn av avtale med tredjepart etter shortsalgforordningen art. 12, c	39
6	ENDRINGER VED INNLEMMELSE AV EU-FORORDNINGENE OM SHORTSALG I NORSK RETT.....	42
7	AVSLUTNING.....	44
	RETTSKILDER:.....	46
	LITTERATUR.....	48

1. Innledning

1.1 Emne og problemstilling

I oppgaven behandles forbudet mot udekket shortsalg av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 3-14 (vphl) ¹, og forordning (EU) 236/2012 artikkel 12 (shortsalgforordningen).²

Betegnelsen shortsalg benyttes om salg av finansielle instrumenter selger ikke eier på salgstidspunktet. Shortsalg er i utgangspunktet lovlig etter norsk og EU-rettslig regulering. Adgangen til shortsalg begrenses i vphl. § 3-14 og shortsalgforordningen art. 12, der det fremgår at shortsalg er ulovlig hvis salget ikke er dekket. Et salg er kort forklart dekket der selger har skaffet tilgang til de finansielle instrumentene. Tilgang kan skaffes på ulike måter, eksempelvis ved innlån. Motsatt er salget udekket dersom selger ikke har tilgang. Reguleringen av shortsalg reiser flere spørsmål, der hovedproblemstillingene er hvilke salg som er shortsalg, og når salgene er dekket.

Vphl. § 3-14 lyder:

” Ved salg av finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 1 til 3 som selgeren ikke eier, må selgeren ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet”.

Shortsalg er en handelsstrategi ved omsetning av finansielle instrumenter i verdipapirmarkedet. Aktører på verdipapirmarkedet binder seg til avtaler om kjøp og salg i kraft av sin private autonomi, i likhet med avtaler på andre rettsområder. Fordi verdipapirmarkedet har en viktig rolle i samfunnet er det i tillegg laget særregler for å sikre markedets funksjon og en effektiv formidling av kapital. Reglene som begrenser shortsalg er eksempler på denne reguleringen. Et velfungerende verdipapirmarked bidrar til investering i næringsvirksomhet og økonomisk vekst. Et formål med reguleringen av verdipapirmarkedet er å sørge for tilgang til risikokapital for næringslivet ved å sikre finansiell stabilitet og effektive og velfungerende markeder.³ For å ivareta formålene er det nødvendig å

¹ Lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75

² Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 236/2012 av 14. mars 2012 ”om short selling og visse aspekter af credit default swaps”

³ jf. blant annet vphl. § 1-1

opprettholde tilliten i markedet, sikre effektiv beskyttelse av aktørene og en effektiv og rettferdig konkurranse.

1.2 Avgrensning

Shortsalg av finansielle instrumenter er i norsk rett regulert i både vphl. §§ 10-4 og 3-14. De to bestemmelsene har lik ordlyd, men ulikt personelt virkeområde. Bestemmelsen i vphl. § 10-4 retter seg kun mot verdipapirforetakene og deres formidling av shortsalg, mens vphl. § 3-14 gjelder shortsalg generelt og retter seg mot alle aktørene på verdipapirmarkedet. Regelen i § 10-4 er således ingen reell skranke for shortsalg ved siden av § 3-14. I oppgaven vil det derfor tas utgangspunkt i en drøftelse av vphl. § 3-14. Vphl. § 3-14 regulerer shortsalg av de fleste finansielle instrumenter. Oppgaven avgrenses imidlertid til shortsalg av noterte aksjer, fordi det ikke er nødvendig å behandle flere finansielle instrumenter for å klarlegge innholdet i reguleringen.⁴

1.3 Bakgrunn for tema

Shortsalg spiller en stor rolle for handelen i verdipapirmarkedet fordi det er en vanlig handelsstrategi. Likevel er shortsalg et tema som er lite behandlet i juridisk litteratur. I oppgaven skal det klarlegges når et salg av aksjer er rettsstridig etter både vphl. § 3-14 og shortsalgforordningen art. 12. Grunnen til at begge regelsett behandles er at shortsalgforordningen med stor sannsynlighet trer i kraft i Norge senest i 2018.⁵ Når shortsalgforordningen trer i kraft, er det sannsynlig at § 3-14 oppheves og erstattes av forordningsbestemmelsene.⁶ Dersom reglene om shortsalg erstattes innen få år vil en gjennomgang av vphl. § 3-14 raskt bli utdatert. Samtidig reiser reguleringen i vphl. § 3-14 interessante rettslige spørsmål. Det er eksempelvis utfordrende å klarlegge eierbegrepet etter norsk rett. Videre er det ikke klarlagt om reguleringen av shortsalg i norsk rett er i tråd med shortsalgforordningen. Når begge regelsett gjennomgås og analyseres, vil det klarlegges hvilke endringer ikrafttreddelsen av shortsalgforordningen fører til.

⁴ Sphl § 3-14 regulerer alle noterte finansielle instrumenter som fremgår av vphl § 2-2. 1-3

⁵ Prop. 100 s (2015-2016)

⁶ Se finanstilsynets høringsutkast til gjennomføring av forordninger om shortsalg, pkt. 7 s. 33. Finnes på https://www.regjeringen.no/contentassets/c2a95b8049d2495aae637fc9206c520c/shortsalg_april2013.pdf

1.4 Metode og videre fremstilling

En analyse av eierbegrepet er sentral i oppgaven fordi definisjonen av shortsalg er salg av finansielle instrumenter selger ikke eier. Dette gjelder både etter reguleringen i vphl. § 3-14 og shortsalgforordningen. Reglene om shortsalg kommer derfor i utgangspunktet kun til anvendelse ved salg av finansielle instrumenter selgeren ikke eier. Hvorvidt noen eier aksjer eller andre finansielle instrumenter er imidlertid ikke klarlagt. Innspill fra forarbeidene gir noe til drøftelsen, men heller ikke her er fremstår tolkningen av vphl § 3-14 som klar.

En utfordring knyttet til drøftelse av vphl. § 3-14 i tillegg ordlyden, er at det lite rettspraksis knyttet til overtredelse av vphl. § 3-14 og den likelydende vphl. § 10-4. Det finnes ikke høyesterettspraksis av relevans, og kun én dom fra lagmannsretten. Det foreligger imidlertid noe praksis fra Finanstilsynet, som kan ha betydning i analysen. Praksis fra Finanstilsynet og liknende har relativt stor betydning på verdipapiriområdet fordi det generelt er lite rettspraksis. Nemndspraksis er på den annen side ikke en autoritativ kilde, og vil ikke være bindende for domstolene ved tolkning av bestemmelsen. Praksisen er derfor heller ikke avgjørende for resultatet i oppgaven. Det er videre noen fremstillinger om shortsalg i juridisk teori, men heller ikke denne er samstemt om hvordan vphl. § 3-14 skal tolkes.

Analysen av shortsalgforordningen artikkel 12 vil bero på en tolkning av forordningens tekst og fortalen i tråd med EU- rettslige tolkningsprinsipper. Ordlyden er utgangspunktet og det viktigste for tolkningen. Formålene ved reguleringen skal også tillegges noe, men begrenset vekt.⁷ Forordningen er enda ikke innlemmet i EØS-avtalen eller norsk rett. Fordi det dreier seg om en forordning, kreves det imidlertid ordrett gjennomføring.⁸ Teksten vil derfor gjennomføres slik EU-forordningen ser ut i dag, og drøftelsene vil basere seg på dette. Analysen vil, i motsetning til drøftelsen av vphl. § 3-14 måtte bli noe deskriptiv. Shortsalg er regulert detaljert i forordningen, og den gir ikke så mye tolkningsrom.

En utfordring relatert til tolkningen av art.12 er at rettskildematerialet er begrenset. Det er ingen praksis fra EU-domstolen, og veldig lite teori. Teori har uansett svært begrenset rettskildemessig betydning i tolkningen av forordninger utover sin argumentasjonsverdi.⁹

⁷ Arnesen og Stenvik (2009) s. 24

⁸ EØS-avtalen art.7, bokstav b.

⁹ I tråd med alminnelig EU-/EØS- rettslig metode

Oppgaven innledes med en nærmere gjennomgang av reguleringen av shortsalg for å plassere temaet i en rettslig kontekst i kap 2. Fremstillingen inneholder en historisk gjennomgang av den norske reguleringen, og en overordnet fremstilling av shortsalgforordningen. Fordi handel med finansielle instrumenter, herunder aksjer foregår på en særegen måte vil det videre i kap.3 kort gjennomgå hvordan aksjehandel gjennomføres i praksis. I kapittel 4 og 5 som er oppgavens hoveddel vil jeg gjennomgå og analysere først det norske og så det EU-rettslige reglene om shortsalg. Deretter vil det i kap.6 foretas en sammenlikning mellom de EU-rettslige reglene og norsk regulering for å avdekke forskjeller. Avslutningsvis vil det pekes det på svakheter ved reguleringen av shortsalg i kap. 7.

2 Nærmere om reguleringen av shortsalg

2.1 Rettshistorisk utvikling i norsk rett

Som nevnt innledningsvis, er rettskildebildet når det gjelder shortsalg tynt. Den historiske utviklingen og bakgrunnen for at shortsalg ble gjort lovlig i 1997, kan bidra til å si noe om hvordan regelen skal forstås.

Frem til 1997 var ikke adgangen til shortsalg regulert i norsk lovgivning. Oppfatningen var imidlertid at medvirkning til shortsalg fra verdipapirforetak ville bryte med kravet til god forretningsskikk i nåværende vphl. § 3-9.¹⁰ Hvorvidt shortsalg var ulovlig også for den enkelte investor var ikke klarlagt.

I 1994 fremmet imidlertid Finansdepartementet forslag til endringer av verdipapirhandelloven.¹¹ Kravet til god forretningsskikk skulle ikke være til hinder for dekket shortsalg.¹² Lovendringen ble begrunnet blant annet i de positive effektene shortsalg kan ha på markedet.¹³ Det ble videre uttalt at *”utilbørlige forhold vil hindres av forbudet mot innsidehandel, samt kravet til å opptre i samsvar med god forretningsskikk”*.¹⁴ Det er derfor verken nødvendig eller ønskelig med absolutt forbud mot shortsalg. Den tidligere vphl. § 8-7 trådte så i kraft: *”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”*. Bestemmelsen hadde dermed store likhetstrekk med dagens vphl. § 3-14, men rettet seg kun mot verdipapirforetak slik som dagens vphl. § 10-4. Det ble ikke innført noen begrensninger for shortsalg utført utenom verdipapirforetak, som ble ansett som lovlig uavhengig av om salget var dekket eller udekket.

Under og etter finanskrisen ble det i flere land innført midlertidig forbud mot shortsalg av enkelte aksjer.¹⁵ Det ble antatt at shortsalg førte til store kurssvingninger og betydelig fall i kursene, hvilket var svært uheldig for den økonomiske situasjonen under finanskrisen. Både dekket og udekket shortsalg ble forbudt. Også i Norge ble sendt ut en pressemelding i oktober

¹⁰ Prop.84.L (2009-2010) s. 37 pkt. 3-1

¹¹ Ot.prp.nr.15 (1995-1996)

¹² Ot.prp.nr.15 (1995-1996) s. 51

¹³ Se kap.3.2 for nærmere redegjørelse av formål

¹⁴ NOU 1995:1 s. 87-88

¹⁵ Dette gjaldt ulike typer finansaksjer

2008, der shortsalg midlertidig ble forbudt med hjemmel i vphl. § 3-9 1.ledd.¹⁶ Det er reist kritikk mot forbudet, blant annet fordi finanstillsynets hjemmel i lovgivningen var tvilsom.¹⁷ Shortsalg er en anerkjent og ”vanlig” forretningsmetode. Det er derfor diskutert om man kan hevde at shortsalg er urimelig etter vphl. § 3-9 uavhengig av hvordan salget gjennomføres. Forbudet ble imidlertid opphevet 28. september 2009, og varte således i underkant av et år i Norge.¹⁸

I 2010 trådte dagens vphl. § 3-14 i kraft, blant annet for å sørge for en mer effektiv etterlevelse av forbudet mot udekket shortsalg. Ved å innføre et generelt forbud mot udekket shortsalg fremfor et som kun er rettet mot verdipapirforetakene, pålegges plikten til dekning den som faktisk selger de finansielle instrumentene.¹⁹

2.2 Begrunnelsen for at dekket shortsalg ble tillatt i 1997

Shortsalg er historisk ansett som en spekulasjonsform som kan forstyrre markedet og bidra til volatile kurser. Strategien er likevel tillatt i dag, i regulerte former. Bakgrunnen for dette er at shortsalg også kan bidra til mye positivt. For den enkelte investor kan shortsalg være en strategi for å tjene penger i et synkende marked, fordi shortsalg gjør det mulig å tjene penger på kursfall. Videre kan shortposisjoner oppnådd gjennom shortsalg benyttes som en del av en portefølje bestående av flere poster. Ved å både spekulere i kursoppgang og nedgang vil investoren kunne redusere risikoeksponeringen.²⁰

Shortsalg er dermed viktig for risikostyringen.²¹ Mindre risiko for den enkelte aktør kan igjen føre til mindre risiko samlet i markedet og således mindre tap av kapital og lavere volatilitet.²² Derfor kan bruk av shorthandel også hjelpe den generelle stabiliteten i finansmarkedet, som er en viktig målsetting. Tillatelse av shortsalg kan også bidra til økt markedslivviditet. Dersom etterspørselen etter et verdipapir er større enn tilbudet, kan shortsalg utjevne en mangel på verdipapirer. Dette er fordi verdipapirene kan selges uten å kjøpes først. Økt likviditet i

¹⁶ <http://www.finanstillsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2008/4-kvartal/Midlertidig-forbud-mot-shorthandel-i-finansaksjer/>

¹⁷ Se blant annet Per Kristian Ramsland, ”Kredittilsynets midlertidige forbud” mot shorthandel i finansaksjer og grunnfondsbevis

¹⁸ Prop.84.L (2009-2010) s. 38 pkt. 3.1

¹⁹ Se Prop.84.L (2009-2010) s. 40

²⁰ Se blant annet Prop.84.L (2009-2010) s. 38 pkt. 3-1

²¹ Se blant annet Ot.prp.nr.15(1995-1996) s.52

²² Volatilitet tilsier svingninger eller ustabilitet

markedet vil føre til større omsetning, og dermed større strøm av penger i markedet.²³ Kurssvingninger i de enkelte verdipapirer vil også kunne reduseres. Når misforholdet mellom tilbud og etterspørsel senkes, vil ikke prisene i like stor grad presses oppover.²⁴ Dersom kun tradisjonelle aksjesalg tillates, vil markedet kunne gå glipp av den ”negative” informasjonen shortsalg av et instrument kan gi.²⁵ Økt informasjon vil kunne bedre tilliten i markedet, og påvirke den finansielle stabiliteten positivt. Det er derfor ikke ønskelig å hindre shortsalg i andre tilfeller enn der salget fører til en særlig risiko for at oppgjør ikke vil gjennomføres.

2.3 Shortsalgforordningen

Store deler av verdipapirlovgivningen er basert på EU-forordninger. Shortsalg av finansielle instrumenter var ikke regulert på EU-nivå før shortsalgforordningen trådte i kraft den 25. mars 2012. Shortsalgforordningen er vedtatt av Europaparlamentet og Rådet. I tillegg har EU-kommisjonen vedtatt utfyllende bestemmelser til forordningen som trådte i kraft kort tid etter shortsalgforordningen. Dette er blant annet kommisjonsforordning (EU) nr. 918/2012, (forordning 918/2012) og kommisjonsforordning (EU) nr. 827/2012, (forordning 827/2012). Alle de nevnte forordningene er av betydning for drøftelsen i oppgaven fordi de utfyller hverandre.

Shortsalgforordningen vil med stor sannsynlighet gjennomføres i norsk rett senest innen 2018.²⁶ Før shortsalgforordningen gjennomføres i norsk rett, må imidlertid EØS-komiteen fatte beslutning om å innlemme forordningen i EØS-avtalen, jf. EØS-avtalen art.102 (1). Det er antatt at forordningen er EØS relevant, slik at det forutsettes i EØS-avtalen art. 102 at den skal tas inn i avtalen. Det er imidlertid ikke endelig besluttet. Beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse er heller ikke fattet. Dette er blant annet på grunn av den overnasjonale myndigheten shortsalgforordningen gir ESMA²⁷, som er et overvåkningsorgan i EU.

Fordi forordningen krever lovendring, må forhandlingsmandatet legges frem for Stortinget før beslutningen om innlemmelse i EØS-avtalen tas av EØS-komiteen. Regjeringen har nå utstedt et høringsnotat der det foreslås at Stortinget samtykker til innlemmelse av blant annet

²³ NOU.1995:1 s.88

²⁴ Prop.84.L (2009-2010) s. 43

²⁵ Fordi shortsalg gjennomføres dersom en aksje anses kunstig høyt priset, eller det er tro på at kursen vil synke

²⁶ Jf. en uformell telefonsamtale med finanstilsynet

²⁷ European Securities and Markets Authority

shortsalgforordningen i EØS-avtalen.²⁸ Hvis Stortinget gir samtykke til regjeringens forslag og EØS-komiteen deretter fatter beslutninger i tråd med regjeringens utkast til regler, vil rettsaktene gjennomføres i norsk rett. Beslutningen om å innlemme shortsalgforordningen er således en politisk prosess. På bakgrunn av dette kan det ikke sies med sikkerhet at forordningen vil bli gjort til en del av EØS-avtalen og tre i kraft i norsk rett. Det er imidlertid få eksempler på at stortinget ikke samtykker til regjeringens forslag i saker som denne.

²⁸ Prop.100 S (2015-2016)

3 Stegene i aksjehandel på verdipapirmarkedet

Shortsalg er en handelsstrategi for salg av finansielle instrumenter i verdipapirmarkedet. Det er hensiktsmessig å gjennomgå hvordan handel med aksjer gjennomføres, fordi dette gjøres på en særegen måte.

Handel i verdipapirmarkedet kan deles i transaksjoner i primærmarkedet og sekundærmarkedet. Handel i primærmarkedet innebærer tegning i aksjeemisjon av nyemiterte aksjer direkte fra utstederforetaket.²⁹ Handel i sekundærmarkedet er annenhåndsomsetning, omsetning av utstedte verdipapirer.

En aksjeemisjon innebærer at det utstedes nye aksjer. Emisjonen gjennomføres som oftest ved at et utvalg investorer får tilbud om å tegne aksjer, eller ved at selskapet henvender seg til allmenheten for å finne potensielle tegnere. Det første er en rettet emisjon, mens det siste er en offentlig emisjon. Etter at tilbudene er mottatt, tegner de som er interessert seg og selskapet gir beskjed om antall aksjer som tildeles. Antall tildelte aksjer kan være et annet enn antall tegnede aksjer.³⁰ Dette har betydning for spørsmålet om når en tegner av aksjer kan anses som eier.³¹ Etter at aksjene er tildelt betales tegningssummen, før de tegnede aksjene registreres på tegnerens VPS-konto og dermed i aksjeeierregisteret. Det er som vist mange steg i en emisjon. Dette kan medføre problemer med å avgjøre når tegner regnes som eier av aksjene i ulike relasjoner.³²

Shortsalg gjennomføres i sekundærmarkedet, ved at en aktør selger aksjer til en annen aktør. Handel med noterte aksjer i sekundærmarkedet kan gjennomføres på ulike måter. Handel med aksjer i noterte selskaper i Norge skjer som regel på Oslo Børs. Slike handler foregår ved hjelp av meglere i verdipapirforetak som mellommenn.³³ Handel med aksjer kan også foretas utenfor handelssystemene, enten gjennom meglere eller direkte fra kjøper til selger. At det benyttes meglere er imidlertid det mest vanlige. Aksjekjøpene gjennom megler gjennomføres ved at kjøpers megler legger inn et kjøpsbud på Oslo Børs som matches med et salgsbud. Oppgjøret skjer ikke umiddelbart, men skal finne sted tre dager etter gjennomført handel.

²⁹ Knut Bergo 2014 s. 60

³⁰ Dette er fordi overtegning, dvs. at det tegnes flere aksjer enn de som skal utstedes forekommer. Ved overtegning beregnes det forholdsmessig hvilket antall aksjer den enkelte aksjonær skal tildeles

³¹ Se nærmere, blant annet under pkt. 4.3.3

³² Se kap. 4.1.2.4 for nærmere omtale

³³ Meglerne må ha tillatelse til å drive investeringstjenester, jf. vphl. § 9-1

Gjennomføringstiden tilsvarer handelsdagen pluss to oppgjørsdager (t+2).³⁴ Når en handel gjennomføres, leveres aksjene ved at de registreres på kjøpers VPS-konto og dermed i aksjeeierregisteret samtidig med at betalingen formidles gjennom Norges Bank.³⁵ Det tar med andre ord tre dager fra kjøp av en aksje til levering av aksjene (registrering på kjøpers VPS-konto) og betalingen for aksjene er gjennomført. Ved handel utenfor børsens oppgjørssystem kan kjøper og selger avtale egne leveringstidspunkt.

Praktisk gjennomføres aksjeoppgjøret ved at selgers megler etter fullmakt fra avhender sender melding til VPS etter verdipapirregisterloven³⁶ (vppl.) § 6-1 om at aksjene skal registreres på kjøpers investorkonto i VPS. Investorkontoen inngår som en del av aksjeeierregisteret i VPS. Kjøpet vil derfor samtidig vil være registrert i aksjeeierregisteret etter asal. § 4-2.

Det er imidlertid ikke bare gjennom tegning av aksjer i emisjoner eller ordinære transaksjoner i sekundærmarkedet aksjer kan omsettes. Det er flere finansielle instrumenter som omsettes selvstendig, men har aksjer som underliggende objekt. For eksempel opsjoner som gir rett til å kreve utstedt aksjer.³⁷ Dette betyr at innehaver kan bli eier av aksjer ved å benytte retten disse finansielle instrumentene gir.

³⁴ Tidligere var det normale t+3, altså fire dager før gjennomført oppgjør. Dette ble imidlertid endret i 2014 i tråd med internasjonale krav fra EU. Se blant annet <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Oslo-Boers-VPS-innfoerer-raskere-oppgjoer-fra-oktober-2014>

³⁵ Opprettelse av en VPS-konto der kontoinnehaverens aksjer registreres er en forutsetning for å handle i aksjemarkedet i Norge

³⁶ Lov om registrering av finansielle instrumenter 5. juli 2002

³⁷ Selskapets rett til å utstede slike fremgår av asal § 11-1

4 Reguleringen av shortsalg etter vphl. § 3-14

4.1 Shortsalgforordningens betydning ved tolkning av regelen i vphl. § 3-14 i dag

Som omtalt over I pkt. 2.3 er shortsalgforordningen ikke innlemmet i EØS-avtalen enda. Norske domstoler er derfor i utgangspunktet ikke forpliktet til å ta hensyn til shortsalgforordningens regler om shortsalg ved tolkningen av vphl. § 3-14.

Ved vedtakelse av EU-direktiver er det mulig det foreligger en lojalitetsplikt for medlemslandene. Det kan tenkes at det også for Norge kan gjelde en lojalitetsplikt overfor EØS. I EU går lojalitetsplikten ut på at medlemslandene kan ha plikt til å tolke regler i tråd med EU-regler som er vedtatt, men enda ikke trådt i kraft i landet. Norge vil dermed potensielt kun ha en slik plikt i relasjon til EØS dersom EØS-komiteén har besluttet å gjøre EU-reguleringen til en del av EØS- avtalen. Det er enda ikke besluttet av EØS-komiteén at shortsalgforordningen skal innlemmes i EØS-avtalen. En plikt til å vektlegge shortsalgforordningen ved tolkningen av de norske reglene i dag kan derfor ikke utledes. I det følgende vil vphl. § 3-14 derfor tolkes uten henblikk på forordningen.

4.2 Virkeområde vphl. § 3-14

Forbudet mot udekket shortsalg i vphl. § 3-14 retter seg mot alle som selger finansielle instrumenter. De finansielle instrumentene forbudet gjelder er alle typer omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter, jf. vphl. § 2-2 1.ledd 1-3, jf. § 3-14. Virkeområdet er således vidt. Finansielle instrumenter kan være både noterte og unoterte. Vphl. § 3-14 gjelder imidlertid kun finansielle instrument som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. vphl. § 3-1. At et finansielt instrument er notert betyr at det omsettes på et regulert marked, slik som for eksempel Oslo Børs og Oslo Axess. Denne fremstillingen avgrenser mot salg av andre finansielle instrumenter enn noterte aksjer.³⁸ Aksjer er å anse som omsettelige verdipapirer, og er dermed innenfor virkeområdet i vphl. § 3-14. jf. vphl. § 2-2 2.ledd nr. 1.

³⁸ Kap. 1.2

4.3 Når er salg av aksjer shortsalg etter vphl. § 3-14?

4.3.1 Tolkning av eierbegrepet

Vphl. § 3-14 regulerer i utgangspunktet kun aksjesalg som er å regne som shortsalg. Betegnelsen shortsalg er ikke et rettslig vilkår, og er derfor ikke gjenstand for tolkning. Det er definisjonen av shortsalg i vphl. § 3-14 som må tolkes. Shortsalg er definert som ”salg av finansielle instrumenter (..) selgeren ikke eier”, jf. vphl. § 3-14. Salg av aksjer selgeren ”eier”, faller således utenfor ordlyden i vphl. § 3-14. Virkningen der selger ”eier” aksjer han selger er at kravet om dekning som fremgår videre i vphl. § 3-14 ikke kommer til anvendelse. Før det vurderes om et salg av aksjer er dekket, må det derfor avgjøres om selger av aksjene var ”eier” på salgstidspunktet. Det som er gjenstand for tvil er fra hvilket tidspunkt en aksjekjøper er å regne som eier av aksjene, eventuelt når eierskapet opphører. Som gjennomgått i kap.2 gjennomføres kjøp av aksjer i mange ledd, fra inngåelse av avtalen eller tegning frem til endelig handel er avsluttet. Spørsmålet er hva som skal til for å anses som ”eier” av aksjer i relasjon til shortsalgbegrensningene, jf. § 3-14.

Ordlyden av ”eier” viser til eiendomsrett. Eiendomsrett er et sentralt begrep i norsk rett, likevel finnes ingen klar definisjon. Begrepet eiendomsrett er i teorien ofte definert negativt, eiendomsretten gir alle beføyelser som ikke er særskilt unntatt.³⁹ Det kan således hevdes at det i norsk rett ikke eksisterer et substansielt, men et funksjonelt eiendomsrettsbegrep. Dette betyr at eiendomsretten anses som en sum av funksjoner eller beføyelser, altså rettigheter og plikter.

At selger er ”eier” av aksjer indikerer dermed, men innebærer ikke nødvendigvis at han har faktisk og juridisk råderett over aksjene. At det er vanskelig å gi noen generell karakteristikk av eiendomsretten, fører til at det er vanskelig å fastslå når noen anses som ”eier”. Fordi det ikke er noen klar definisjon av hvorvidt noen anses som ”eier” av en aksje, kan det diskuteres om det å ha eiendomsrett som et materielt vilkår i vphl. § 3-14 er en heldig. I det følgende vil det undersøkes om øvrige rettskilder kan bidra til nærmere klarlegging av eierbegrepet i vphl. § 3-14. Den første vurderingen vil baseres på forarbeidene til vphl. § 3-14.

Det fremgår av forarbeidene til vphl. § 3-14 at hvorvidt noen eier en aksje ”*må avgjøres konkret, ut fra en samlet vurdering av når de ulike eierbeføyelsene til det finansielle*

³⁹ Falkanger (2005) s.44

instrumentet anses overdratt".⁴⁰ Uttalelsen er svært generell og avklarer lite utover det som kan utledes av ordlyden i vphl. § 3-14. Det kan utledes at det vanskelig kan oppstilles en generell regel for når noen anses som "eier" av aksjer etter vphl. § 3-14. Videre at de ulike eierbeføyelsene vil kunne overdras på ulike tidspunkt. Det gis likevel noen videre føringer i forarbeidene. For det første uttales det at det at det "*ikke foreligger udekket shortsalg når det selges verdipapirer selger har kjøpt inn, men ikke fått levert*".⁴¹ Med levering siktes det til registrering i VPS. Uttalelsen i forarbeidene er tvetydig. En mulig tolkning er kjøper "eier" aksjer før de er registrert på hans VPS-konto, og at videresalg derfor ikke er shortsalg. En annen tolkning er at kjøper ikke "eier" aksjer som ikke er registrert på hans VPS-konto, men at shortsalg anses dekket i tråd med vphl. § 3-14.

Ved aksjekjøp gjennom verdipapirforetak som er det vanligste, skjer betaling for og registrering av kjøpte aksjer på kjøpers VPS-konto samtidig.⁴² Hvis den første tolkningen av forarbeidene legges til grunn, innebærer det dermed at det generelt er nok å inngå en avtale om kjøp av aksjer for å anses som "eier" etter vphl. § 3-14. Et praktisk eksempel der aksjer selges før de er betalt og levert er daytrading. Daytrading innebærer at aksjer selges mer eller mindre umiddelbart etter at de er kjøpt, og er en vanlig handelsstrategi som i utgangspunktet er lovlig.⁴³ Det finnes ingen eksempler på at vphl. § 3-14 eller andre regler om shortsalg er drøftet i relasjon til daytrading. At slike salg ikke anses å være i strid med shortsalgreglene løser imidlertid ikke spørsmålet om hvilken tolkning av forarbeidene det er mest nærliggende å legge til grunn.

Det er uttrykt Bergo at en kjøper av aksjer må kunne anses som "eier" allerede fra kjøpet av aksjer.⁴⁴ Synspunktet støttes i Bechmann m.fl, der det antydes at det ikke er et shortsalg dersom noen kjøper aksjer og selger dem før han mottar aksjene.⁴⁵ I begge tilfeller knytter drøftelsene av eierbegrepet seg til den tidligere vphl. § 8-7 som i dag er opphevet. Bestemmelsen gjaldt shortsalg i likhet med dagens vphl. § 3-14, og det er ingen grunn til å anta at eierbegrepet i relasjon til shortsalg har forandret seg etter lovendringen. Uttalelsene indikerer dermed at inngåelse av kjøpsavtale til være tilstrekkelig for å anses som "eier" av

⁴⁰ Prop.84 L (2009-2010) s. 42, pkt. 3.3.4

⁴¹ Prop.84 L (2009-2010) s. 42, pkt.3.3.4

⁴² Se kap.2

⁴³ Jf, blant annet Rt.2012.s.686.

⁴⁴ Se Bergo, 1998 s. 352

⁴⁵ Se verdipapirhandelloven kommentarutgave s.618, pkt.1.8

aksjer etter vphl. § 3-14. Det er imidlertid ingen av forfatterne som utdyper sine konklusjoner nærmere, og det kan ikke trekkes noen slutning om hvor godt begrunnet de er.

Etter at avtale om kjøp av aksjer er inngått men før kjøper har betalt, er hans krav på å motta aksjene betinget av at han betaler. Dersom kjøper ikke betaler og misligholder av kjøpsavtalen er vesentlig, kan selger videre heve kjøpet, jf. kjøpsloven (kjl) § 54.⁴⁶ Kjøpers rett til aksjene er dermed betinget. Når og om kjøper vil komme til å få overført aksjene er dermed fremdeles veldig usikkert. En kjøper av aksjer bør derfor ikke kunne anses som "eier" før han har betalt for aksjene. Denne tolkningen er i tråd med formålet med vphl. § 3-14, som blant annet er å sikre levering av solgte aksjer.⁴⁷

Det må undersøkes om en tolkning av øvrige rettskilder kan gi et klarere svar på spørsmålet om når noen er å anse som "eier" av aksjer. I det følgende vil det undersøkes om slutninger basert på tilgrensende lovgivning gir bidrag til fastleggelsen av hva som skal til for å anses som "eier" etter vphl. § 3-14.

4.3.2 Tolkning av eierbegrepet i vphl. § 3-14 basert på slutninger fra allmennaksjeloven

Som drøftet i pkt. 4.2.1 vil spørsmålet om noen anses som "eier" av aksjer etter vphl. § 3-14 kunne avhenge blant annet av hvilke eierbeføyelser som er overdratt. Regler om eierbeføyelser til noterte aksjer og når de skifter hånd fremgår av allmennaksjeloven⁴⁸ (asal.). Bestemmelsene i asal. regulerer forholdet mellom aksjeeierne og selskapet, i motsetning til vphl. § 3-14 som skal beskytte aktørene på verdipapirmarkedet. De to regelsettene har således forskjellig virkeområde og skal beskytte ulike formål. Hva som skal til for å anses som eier av aksjer etter allmennaksjelovgivningen kan derfor ikke legges direkte til grunn ved tolkning av eierbegrepet i vphl. § 3-14. Reguleringen i asal. kan imidlertid gi tolkningsbidrag til fastleggelsen av eierbegrepet i vphl. § 3-14.

Å eie en aksje gir økonomiske rettigheter, disposisjonsrettigheter og forvaltningsrettigheter.⁴⁹ Eksempler på eierbeføyelser er rett til utdeling, rett til å stemme på generalforsamlingen, forkjøpsrett til andre aksjer i selskapet, rett til utbytte, og rett til å låne bort eller selge sine

⁴⁶ Lov om kjøp 13. mai nr.27

⁴⁷ Se nærmere under pkt.4.3.4

⁴⁸ Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 45

⁴⁹ Woxholth s. 55

aksjer.⁵⁰ Etter asal. anses en kjøper eller tegner av aksjer som eier først når alle eierbeføyelser er overdratt. Ved aksjekjøp i annenhåndsmarkedet er hovedregelen at alle eierbeføyelser anses overdratt når aksjeervervet er innført i aksjeeierregisteret, og dermed registrert på kjøperens VPS-konto, jf. asal. § 4-2. Ved aksjekjøp i førstehåndsmarkedet, altså ved tegning i aksjer i en emisjon er hovedregelen at alle eierbeføyelser anses overdratt når kapitalforhøyelsen som følge av aksjeutstedelsen er registrert i foretaksregisteret, jf. asal. § 10-11. Registrering av kapitalforhøyelsen forutsetter at aksjene er bindende tegnet, og tildelt, jf. asal. § 10-10 2.ledd.

Dersom det legges til grunn at en kjøper eller tegner av aksjer først anses som "eier" etter vphl. § 3-14 når han er eier etter asal., vil det gi en relativt klar regel som er lett å håndheve. Dette fordi hva som skal til for å anses som eier angis i asal §§ 4-2 og 10-11. På den annen side vil tidspunktet noen anses som "eier" i så fall være ulikt for aksjer kjøpt i første og annenhåndsmarkedet. Dette gir en uklar definisjon av shortsalg. Videre er det ikke nødvendigvis alle eierbeføyelser som bør være av betydning for å anses som "eier" etter vphl. § 3-14. Hvorvidt aksjeeieren har stemmerett e.l er interne forhold mellom aksjeeieren og selskapet som i utgangspunktet er uten betydning ved salg av aksjer. De eneste eierbeføelsene som reelt sett er av betydning ved salg av aksjer, er disposisjons- og råderetten. Det taler for at det kun er disse eierbeføelsene som er betydning ved fastleggelse av om en aksjeerverver er å anse som "eier" etter vphl. § 3-14.

Det fremgår forutsetningsvis av asal. § 10-9 at manglende betaling ikke er til hinder for salg av aksjer tegnet i en emisjon. Dersom aksjene ikke er betalt for, vil ikke kapitalforhøyelsen kunne registreres i foretaksregisteret, jf. tidligere i drøftelsen. Salg av aksjer tegnet i en emisjon er dermed ikke avhengig av registrering av kapitalforhøyelsen i foretaksregisteret. Det eneste som kan være gjennomført i en emisjon før betaling, er tegning og tildeling av aksjer.⁵¹ En tegner av aksjer vil således kunne selge aksjene etter tegning, eller i alle fall etter tildeling av aksjene.

Videre fremgår det av asal. § 4-2 at retten til utbytte ikke er avhengig av registrering av aksjekjøpet i aksjeeierregisteret. Utbytte forstås blant annet som utbytte ved salg av aksjene. De eneste stegene i et kjøp av aksjer som kan være gjennomført før registrering i aksjeeierregisteret, er inngåelse av en kjøpsavtale og eventuelt betaling.⁵² At aksjer kan selges

⁵⁰ Jf. asal. §§ 3-6, 5-2, 4-15, og 4-19

⁵¹ Se kap.3

⁵² Se kap.3

før vilkårene for å anses som eier etter asal. er oppfylt, taler for at reguleringen i asal. ikke kan være bestemmende for fastleggelsen av eierbegrepet i vphl. § 3-14. Noen videre slutninger kan imidlertid ikke trekkes.

Det neste som vil undersøkes er om rettspraksis sier noe om eierbegrepet i vphl. § 3-14. Som nevnt i kap. 1.3 er det ingen høyesterettspraksis om vphl. § 3-14 og sparsommelig med underrettspraksis. Drøftelsen vil derfor basere seg på en dom fra lagmannsretten

4.3.3 Lagmannsrettspraksis om eierbegrepet ved shortsalg

Spørsmålet om udekket shortsalg og herunder om selger av aksjer ble ansett som ”eier” ble behandlet av lagmannsretten inntatt i LB.2013 s.6194. Saken gjaldt videresalg av aksjer tegnet i en emisjon. Salget ble ikke gjennomført til avtalt tid. Lagmannsretten skulle ta stilling til om salgene innebar ulovlige shortsalg som kunne rammes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9. Resultatet i avgjørelsen ble brudd på vphl. § 3-9 og vinningsavståelse etter vphl. § 17-1. Vphl. § 3-14 var således ikke rettslig grunnlag i saken fordi aksjesalgene skjedde i 2010, og dermed før vphl. § 3-14 trådte i kraft. At det er benyttet en annen hjemmel for domfellelse enn vphl. § 3-14 svekker avgjørelsens rettskildemessige vekt ved tolkningen av eierbegrepet i vphl. § 3-14. Grunnen til at avgjørelsen likevel er relevant ved fastsettelse av eierbegrepet i vphl. § 3-14, er at retten konkluderer med at ”[selger] eide ingen aksjer i [selskapet] på salgstidspunktet, men solgte ca. 58 millioner aksjer over Oslo Børs uten dekning”, jf. avsnitt 14 i rettens begrunnelse. Det ble altså konkludert med at selger ikke var ”eier” av aksjene. Lagmannsretten tok videre utgangspunkt i definisjonen av udekket shortsalg i vphl. § 3-14 ved vurderingen av om aksjesalgene innebar en urimelig forretningsmetode etter vphl. § 3-9.

Hvorfor selger ikke ble ansett å eie aksjene han solgte fremgår ikke klart i avgjørelsen. Sakens bakgrunn må derfor undersøkes for å finne hvorfor selger ikke kunne anses å eie aksjene etter vphl. § 3-14. Tidlig mars 2010 tegnet selger seg for 50,2 millioner aksjer. Tildeling og betaling av de tegnede aksjene skjedde 12. april 2010. Kapitalforhøyelsen ble deretter registrert i foretaksregisteret 21. april 2010, før prospektet for kapitalforhøyelsen ble godkjent av Oslo Børs 23. april. Aksjene ble samtidig registrert på tegnerens VPS-konti. De omtvistede aksjesalgene skjedde hhv. 8., 9., 12., 13., og 14. april 2010. Ved de to første salgene hadde selger dermed kun tegnet seg for aksjer. Ved de tre siste salgene hadde imidlertid tildeling og

betaling av aksjene skjedd. Ved alle salgene gjenstod registrering av kapitalforhøyelsen i foretaksregisteret, og registrering av aksjene på tegnerens konto i VPS. Selger ble som nevnt ikke ansett som "eier" av aksjene på noen av salgstidspunktene.

En slutning som kan trekkes fra avgjørelsen er således verken tegning, tildeling eller betaling av aksjer nok til å anses som "eier" av aksjer utstedt i en emisjon.

En beslutning om tildeling av aksjer i en emisjon kan sammenliknes med inngåelse av en kjøpsavtale ved handel i førstehåndsmarkedet. På dette tidspunktet er antall aksjer som tegnes bindende avtalt, men handelen er ikke nødvendigvis gjennomført. Selgers rett til de kjøpte eller tegnede aksjene vil være den samme i begge situasjoner. Selv om aksjekjøp i første og annenhåndsmarkedet gjennomføres på forskjellig måte, er det ingen grunn til at det som skal til for å anses som "eier" etter vphl. § 3-14 skal være forskjellig. Hvis slutningen fra avgjørelsen legges til grunn, er det dermed nærliggende at inngåelse av salgsvitalen ikke er tilstrekkelig for å anses som "eier" ved kjøp av aksjer i annenhåndsmarkedet.⁵³

Samtidig er det grunn til å stille seg kritisk til en slutning basert på resultatet i avgjørelsen. Lagmannsretten drøfter ikke spørsmålet om selger var å anse som "eier" eksplisitt, og begrunner ikke heller ikke sin konklusjon på spørsmålet. Videre har ikke underrettspraksis den samme autoritet som høyesterettspraksis. For å legges til grunn, må slutningen derfor støttes av andre rettskilder. Formålet med vphl. § 3-14 står sentralt ved tolkning av bestemmelsen. Det neste som vil undersøkes er derfor om formålet med vphl. § 3-14 kan gi noe til tolkningen av eierbegrepet.

4.3.4 Tolkning av eierbegrepet i vphl. § 3-14 basert på hensyn bak reglene om shortsalg

Det overordnede formålet verdipapirhandelloven er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-1.⁵⁴ For å nå det overordnede formålet skal vphl. § 3-14 sørge for at verdipapirforetakene og markedet ikke utsettes for oppgjørssisiko. Forsinket eller manglende levering av aksjer skaper for det første en risiko for at kjøper lider tap fordi han ikke mottar de kjøpte aksjene som avtalt. Det vil også svekke forutberegneligheten for kjøpere av aksjer. Faren for at slike situasjoner oppstår svekker

⁵³ Se drøftelsen pkt. 4.2.1

⁵⁴ Se innledningen kap.1

tilliten i markedet. Videre vil salg av aksjer som verken eies eller disponeres av selger kunne føre til at det omsettes flere aksjer enn det reelt finnes i markedet. Dette kan skape en ubalanse i tilbud og etterspørsel, som gjør at kursene faller mer enn markedet skulle tilsi. Formålet med vphl. § 3-14 taler dermed for en tolkning av eierbegrepet som sikrer levering ved salg av aksjer. Det kan imidlertid være vanskelig å skissere et eierbegrep som alltid sikrer levering.

For det første taler formålet for at inngåelse av avtale om kjøp av aksjer ikke er tilstrekkelig for å anses som "eier" etter vphl. § 3-14. Om levering kan gjennomføres er på dette tidspunktet for usikkert.⁵⁵ Det må derfor i det minste kreves at aksjene er betalt før kjøper anses som "eier". Spørsmålet er imidlertid om det er mer som skal til.

Hvis selger har de aktuelle aksjene registrert på sin VPS-konto, vil han i normalsituasjoner kunne sørge for overføring av aksjene til kjøper. Han vil også ha rettsvern for sitt erverv av aksjene. For å oppnå rettsvern for et aksjekjøp, er hovedregelen av kjøpet må registreres i VPS, jf. verdipapirregisterloven (vprl). § 7-1.⁵⁶ Rettsvern vil sikre at aksjekjøpet står seg mot konkurrerende rettigheter i aksjene, slik som tidligere eiers konkursbo. Formålet kan dermed indikere at selger anses som "eier", dersom han har aksjene registrert på sin VPS-konto. Dette vil i så fall gjelde ikke bare ved kjøp av aksjer i annenhåndsmarkedet, men også ved aksjetegning i en emisjon.

Selger vil imidlertid også kunne levere aksjer til kjøper uten at han har aksjene registrert på sin VPS-konto.⁵⁷ Å være registrert som eier av aksjer i VPS er ikke et vilkår for å kunne selge aksjer.⁵⁸ Ved daytrading som er nevnt i pkt. 4.3.1, vil daytraderen aldri ha aksjene registrert på sin VPS-konto. Likevel har han rett til å selge aksjene, og de kan overføres til kjøper. Det sterkeste argumentet for at registrering av aksjer på VPS-konto er et vilkår for å anses som "eier", er derfor at kjøper vil ha rettsvern. Rettsvern er imidlertid ikke ensbetydende med eiendomsrett, og det er ikke vanlig at rettsvern er et vilkår for å anses som eier.⁵⁹

Videre vil ikke det at selger har aksjene registrert på sin VPS-konto sikre leveringen i alle tilfeller. Det kan foreligge ulike typer heftelser ved aksjene som medfører at selger ikke kan levere dem til kjøper. Et eksempel er en såkalt "lock-up-avtale" som kan benyttes for å sikre

⁵⁵ Se drøftelse i pkt.4.3.1

⁵⁶ Lov om registrering av finansielle instrumenter, 05. juli 2002

⁵⁷ Se for eksempel drøftelsen under pkt.4.4

⁵⁸ Se drøftelse pkt.4.3.2

⁵⁹ En kjøper av et hus blir for eksempel eier av huset, uavhengig av om han tinglyser sitt kjøp eller ikke

et krav. En slik avtale går ut på at aksjeeieren inngår en avtale om at aksjene han eier er låst, og således ikke kan selges. Likevel vil aksjene være registrert på selgers VPS-konto. Eksemplet viser at registrering på VPS-konto ikke alltid er tilstrekkelig for oppfyllelse av formålet med vphl. § 3-14. Det kan derfor stilles spørsmål ved om registrering på VPS-konto bør være nødvendig.

Formålet med vphl. § 3-14 gir dermed heller ingen klar løsning på spørsmålet om hva som skal til for å anses som "eier" etter vphl. § 3-14. I det følgende vil tolkningsbidragene fra de ulike rettskildene sammenholdes, for å forsøke å konkludere på hva som skal til for å anses som "eier" etter vphl. § 3-14.

4.3.5 Når er aksjesalg er å regne som shortsalg etter vphl. § 3-14 basert på de drøftede kildene?

Ved salg av aksjer selger "eier", vil vphl. § 3-14 som nevnt i utgangspunktet ikke komme til anvendelse.⁶⁰ Som det fremgår av drøftelsene I pkt. 4.3.1 til 4.3.4 er det imidlertid ingen rettskilder som gir noe klart svar på hva som skal til for å anses som "eier" av aksjer etter vphl. § 3-14. De ulike rettskildene peker mot forskjellige løsninger som ikke nødvendigvis lar seg forene. Her vil det likevel forsøkes å trekke noen konklusjoner.

Det første som kan fastslås er at en inngåelse av en kjøpsavtale ikke i seg selv er tilstrekkelig til å anses som "eier" av aksjer. Formålet om å sikre levering taler klart for at det må kreves noe mer. Hvorvidt og når aksjene vil overføres til kjøper fremdeles er veldig usikkert når det bare er inngått en kjøpsavtale.⁶¹ I samme retning taler resultatet i LB.2013 s.6194. Selv om det ikke kan legges avgjørende vekt på lagmannsrettsavgjørelsen, bør hensyn bak verdipapirreguleringen og vphl. § 3-14 tillegges stor betydning.

Hvorvidt selger kan anses som "eier" der aksjene er registrert på hans VPS-konto, fremstår som mer uklart. På den ene siden kan hensyn bak vphl. § 3-14 tale for at selger er "eier" av aksjer dersom de er registrert på hans VPS-konto. Aksjer kan på den annen side selges og leveres til kjøper uten at selger har aksjene registrert på sin VPS-konto. Levering vil dermed kunne sikres uavhengig av dette. Det er således ikke noe som direkte stenger for at formålet om levering oppfylles selv om selger ikke har aksjene på sin VPS-konto. Som drøftet er det heller ikke slik at registrering på VPS-konto i alle tilfeller bør være tilstrekkelig for å anses

⁶⁰ Se pkt. 4.3.1

⁶¹ Se pkt. 4.3.1

som ”eier”. Hvorvidt aksjene er registrert på VPS-konto er videre i utgangspunktet ikke av betydning for å anses som eier av aksjer etter shortsalgforordningen.⁶² Dette kan indikere at det heller ikke etter vphl. § 3-14 bør settes likhetstegn mellom det å ha aksjer på VPS-konto og å anses som ”eier”.

Et ytterligere argument mot at det er registrering på VPS-konto som er avgjørende for å anses som eier, finnes i vphl. § 4-10. Det fremgår av bestemmelsen at utenlandske eiere av norske, noterte aksjer kan forvalterregistrere sine aksjekjøp. Aksjene vil da aldri registreres på kjøperen sin VPS-konto, men hos en forvalter. Det er likevel den faktiske eieren av aksjene, og ikke forvalteren som må anses som ”eier”. Det vil kunne derfor gi dårlig sammenheng i regelverket hvis den som har aksjene registrert på sin VPS-konto ville vært ansett som eier i relasjon til shortsalgreglene.

Det kan konkluderes med at en kjøper av aksjer må ha inngått en bindende kjøpsavtale, og betalt for aksjene for å anses som ”eier”. Hva som ytterligere kreves er imidlertid ikke klart. Registrering på VPS-konto kan ikke være avgjørende for å anses som ”eier”, jf. vphl. § 3-14. Registrering på VPS-konto kan riktignok indikere hvem som er eieren, men det er ikke et absolutt, og kanskje heller ikke et tilstrekkelig vilkår. Det er således veldig vanskelig å endelig konkludere med når man er å anse som ”eier” av aksjer etter vphl. § 3-14. Dette fører til at det må foretas en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle, hvilket svekker forutberegneligheten vphl. § 3-14 gir.

Spørsmålet som ble stilt i pkt. 4.3.1, om det å benytte eiendomsrett som materielt vilkår er hensiktsmessig, er dermed svært aktuelt. Et ytterligere argument for at hvem som er ”eier” av aksjer ikke burde vært avgjørende for anvendelse av vphl. § 3-14, er at det ikke nødvendigvis er tilstrekkelig at selger er ”eier” for å sikre levering av aksjene. I det følgende vil det drøftes hvorvidt vphl. § 3-14 også vil kunne benyttes i situasjoner der selger etter ordlyden i vphl. § 3-14 er å anse som ”eier” av aksjene.

⁶² Se pkt. 5.2

4.3.6 Er anvendelse av § 3-14 utelukket der selger i utgangspunktet er ”eier” av aksjene?

Til tross for at selger er ”eier” av aksjer, kan det skje at han ikke får levert solgte aksjer som avtalt. Dette kan eksempelvis skje der selger har utstedt en opsjon med aksjene som underliggende. Når en opsjon utstedes får eieren av opsjonen rett til å kjøpe på forhånd bestemte aksjer. Eiendomsretten til aksjene vil imidlertid ikke overføres før retten benyttes. Utstederen av opsjonen vil derfor fremdeles være ”eier” av aksjen etter utstedelse av opsjonen. Hvis retten opsjonen gir benyttes før selger skal levere aksjene til kjøper, vil han imidlertid ikke kunne levere aksjene i tråd med salgavtalen. Det kan således reises spørsmål om vphl. § 3-14 krever at selger har ”tilgang” til aksjer slik at rettidig levering er ”sikret” også i tilfeller der han etter en tolkning er ”eier” av aksjene etter vphl. § 3-14, men mangler full disposisjonsrett. Formålet med vphl. § 3-14 kan tilsi en slik løsning for å sikre levering og sørge for at oppgjørsrisiko unngås.

I forarbeidene antydes det at verdipapirforetakene skal båndlegge selgers VPS-konto for å oppfylle sin plikt om å hindre udekket shortsalg. Dette bør gjøres uavhengig av om selger eier eller ikke eier de aktuelle finansielle instrumentene.⁶³ Uttalelsen kan tyde på at det er ment at begrensningene av shortsalg skal komme til anvendelse uavhengig av om selger eier verdipapirene eller ikke. Hvorvidt begrensningene av shortsalg skal kunne ramme salg av finansielle instrumenter selger ”eier” har også reist seg som et spørsmål i teorien.⁶⁴

Når aksjer ikke leveres som de skal, vil dette svekke tilliten til markedet. Kjøper vil kunne tape penger dersom aksjene synker i verdi før han mottar dem, og han derfor må selge de videre til en lavere pris. Et marked som ikke sikrer at oppgjør foretas som avtalt, er ikke effektivt. Verdipapirlovgivningens overordnede formål er en sikker, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter. Formålet taler dermed for at det avgjørende er at kjøper på avtaletidspunktet er sikret rettidig levering og at § 3-14 kan benyttes selv om selger er ”eier” av aksjene.⁶⁵

Brudd på § 3-14 er straffesanksjonert. Vphl § 17-3 hjemler straff i form av bøter eller fengsel ved overtredelse av vphl. § 3-14. Det følger av Grunnloven (Grl.) § 96 at ingen kan straffes

⁶³ Ot.prp.nr.15 (1995-1996) s. 53, pkt. 4.3.7

⁶⁴ Se Bergo, 1998 s. 352, som konkluderer med at en slik tolkning ikke har støtte i loven

⁶⁵ Se innledningen, kap 1. pkt. 1.1 for nærmere omtale av formålene

uten etter lov. Anvendelse av § 3-14 der det er klart at selger er "eier" aksjene, vil dermed være en analogisk anvendelse av vphl. § 3-14 som ikke er tillatt.

Legalitetsprinsippet stenger imidlertid ikke direkte for utvidende tolkning av eierbegrepet i vphl. § 3-14. Det vil kunne oppstå situasjoner der det er usikkert hvorvidt et tolkningsalternativ ligger innenfor eller utenfor ordlyden av "eier". Dersom formålet med vphl. § 3-14 klart taler for at selger ikke skal anses som "eier", kan det argumenteres med at dette tolkningsalternativet velges.⁶⁶ Som det fremkommer av drøftelsene overfor er det ikke alltid klart om en aksjekjøper kan anses som eier eller ikke. Det kan derfor ikke utelukkes at resultatet kan bli at selger ikke anses som "eier" av aksjer, selv der den mest naturlige tolkningen ut fra ordlyden er at han "eier" aksjene. Likevel er det viktig at ikke § 3-14 tolkes så utvidende at det i realiteten blir en analogisk anvendelse, og innholdet av "eier" blir uten betydning.

4.4 Når er shortsalg dekket etter vphl. § 3-14?

4.4.1 Tolkning av "tilgang" slik at "rettidig levering er sikret"

Det er som nevnt i kap.1.1 bare dekkede shortsalg som er lov etter vphl. § 3-14. For å avgjøre om et shortsalg er lovlig, må det derfor avklares om shortsalget er dekket. Det forutsettes i vphl. § 3-14 at et shortsalg er dekket dersom selgeren har tilgang til aksjene, slik at "rettidig levering er sikret" på avtaletidspunktet. Bestemmelsen viser at selgeren har en plikt til å skaffe tilgangen og sikre levering senest samtidig med inngåelse av salgavtalen. Det vil ikke oppfylle ordlyden i vphl. § 3-14 hvis selger for eksempel kjøper aksjene i markedet etter at han har solgt dem. Senest samtidig med inngåelse av salgavtalen må selger således ha "tilgang" til aksjene, slik at "rettidig levering er sikret", jf. vphl. § 3-14.

Ordlyden av "tilgang" gir ikke så mye, annet enn at selger må ha en rett til å disponere over aksjene. De vanligste måtene å skaffe tilgang til aksjer i praksis er ved å inngå avtale om lån eller kjøp av aksjene. Videre kan selger ha tilgang til aksjer for eksempel hvis han eier en opsjon eller konvertibel obligasjon som gir rett til å få aksjer.

⁶⁶ Formålet med § 3-14 er som nevnt flere steder at rettidig levering skal være sikret

Ordlyden av ”rettidig levering er sikret” viser at tilgangen må være av en slik art at oppgjør med motparten vil kunne skje som avtalt. Rent praktisk er det grunn til å påpeke at spørsmålet som regel kommer på spissen hvis aksjer ikke leveres som avtalt. Hvis handelen gjennomføres i tråd med kjøpsavtalen, er dette et viktig argument for at ”rettidig levering [var] sikret”. Hvorvidt aksjene blir levert vil imidlertid ikke være avgjørende.

Det som er gjenstand for tvil er således hvilke disposisjoner som anses å sikre levering og hvordan. Det fremgår av forarbeidene at *”det vesentlige må være at selgeren på en eller annen måte har etablert sikker tilgang til de finansielle instrumentene på avtaletidspunktet”*.⁶⁷ Uttalelsen avklarer ikke hvordan den sikre tilgangen kan etableres. Det må avgjøres konkret i det enkelte tilfelle om tilgangen er sikker nok til å sikre rettidig levering. I pkt. 4.4.2 til 4.4.4 vil det drøftes hvorvidt de vanligste måtene å skaffe ”tilgang” til aksjer på, som er inngåelse av avtale om lån, inngåelse av avtale om kjøp, eller å eie en opsjon eller konvertibel obligasjon vil føre til at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14. Det første som vil drøftes er om en inngåelse av avtale om lån av aksjer fører til at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14.

4.4.2 Er ”rettidig levering (..) sikret” der selger har inngått en avtale om lån av aksjene?

Problemstillingen i dette underkapitlet er om inngåelse av en avtale om lån av aksjer gir selger en type tilgang til aksjene som gjør at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14. Ordlyden viser som nevnt tilgangen må være av en slik art at oppgjør med motparten vil kunne skje som avtalt. Lån av aksjer kjennetegnes ved at utlåner overfører disposisjonsretten til aksjene til låneren. Der selger har fått disposisjonsretten til aksjene, vil han derfor kunne levere aksjene til kjøper rettidig.⁶⁸ Der selger har inngått en avtale om lån av aksjer men enda ikke har fått overført disposisjonsretten, er det imidlertid ikke gitt at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14.

Forarbeidene synes å forutsette at sikker tilgang etter vphl. § 3-14 kan etableres gjennom en låneavtale som kan trekkes på innen levering av aksjene.⁶⁹ Hvorvidt selger kan levere aksjene vil imidlertid avhenge av låneavtalen, og tidspunktet aksjene skal lånes fra. Låneavtalen må

⁶⁷ Prop.84 L (2009-2010) s. 41, pkt. 3.3.4

⁶⁸ Som det fremkommer under pkt. 5.3 i drøftelsen av shortsalgforordningen, kan selger i et slikt tilfelle kunne anses som ”eier” av aksjene. Det er derfor ikke gitt at vphl. § 3-14 ville kommet til anvendelse

⁶⁹ Prop. 84 L (2009-2010) s. 41, pkt. 3.3.4

derfor sikre overføring av aksjene før det avtalte tidspunkt for levering til kjøper, slik at ”rettidig levering er sikret” for å oppfylle kravene i vphl. § 3-14. En måte å sikre dette på er dersom låneavtalen cleares. Dette betyr at en oppgjørssentral, eksempelvis Norsk Oppgjørssentral ASA trer inn i avtalen eller på annen måte garanterer for partenes forpliktelser.⁷⁰ I et slikt tilfelle har selger gjort alt han kan for å sikre levering, og eventuell mangelfull oppfyllelse innebærer da ikke brudd på vphl. § 3-14 for selger. ”Rettidig levering” kan videre sikres ved at selger sørger for at utlåner gir verdipapirforetaket som formidler salget fullmakt til å hente aksjene fra hans VPS-konto. I så fall er det ikke nødvendig at aksjene på noe tidspunkt er registrert på selgers VPS-konto. Skulle ikke salget bli gjennomført som avtalt, må eventuelt ansvar legges på utlåner eller verdipapirforetaket.

Det kan således trekkes slutning om at en avtale om å låne aksjer ikke alltid er nok for å oppfylle plikten selger pålegges etter vphl. § 3-14. Dersom det er truffet ytterligere forholdsregler, vil selger på den annen side kunne gå fri fra ansvar etter vphl. § 3-14 uavhengig av om de solgte aksjene leveres eller ikke. Konklusjonen er derfor at en inngåelse av avtale om lån av aksjer gir selger en type ”tilgang” til aksjer som kan føre til at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14. Hvorvidt avtalen fører til at den rettidige leveringen sikres, kommer imidlertid an på avtalen, og hvor godt den er sikret.

Det kan videre stilles spørsmål om en inngåelse av avtale om kjøp av aksjer oppfyller dekningskravet i vphl. § 3-14. Situasjonen likner den som er drøftet over.

4.4.3 Er ”rettidig levering (..) sikret” der aksjene er kjøpt men ikke levert til selger?

Gjenstand for drøftelse i dette underkapitlet er om inngåelse av en avtale om kjøp av aksjer fører til at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14. I shortsalgforordningen som vil gjennomgås i kap.5, er salg av aksjer som er kjøpt men ikke levert unntatt regulering.⁷¹ Dette tilsier imidlertid ikke at slike salg er unntatt regulering i vphl. § 3-14. Inngåelse av en salgavtale er ikke tilstrekkelig for å anses som ”eier” etter vphl. § 3-14.⁷² Utgangspunktet er derfor at kravene i vphl. § 3-14 kommer til anvendelse.

⁷⁰ Se eksempelvis Ot.prp.nr.42 (2002-2003) pkt. 1.2.1

⁷¹ Se pkt. 5.3

⁷² Se pkt.

Spørsmålet er om inngåelse av en avtale om kjøp av aksjer fører til at ”rettidig levering er sikret”. Ordlyden tilsier som nevnt i pkt. 4.4.1 at selger må ha rett til å disponere over aksjene tidsnok til at salget kan gjennomføres som avtalt. Etter at kjøpsavtalen er inngått, vil selger i utgangspunktet ha rett til å disponere over aksjene. I likhet inngåelse av en låneavtale, kommer det imidlertid an på kjøpsavtalen og når aksjene skal leveres hvorvidt ”rettidig levering er sikret”. Dette kan indikere at en kjøpsavtale, i likhet med en låneavtale må være ytterligere sikret for å oppfylle kravene i vphl. § 3-14.

Som nevnt i pkt. 4.3.1 uttales det imidlertid i forarbeidene at det ”ikke foreligger udekket shortsalg når det selges verdipapirer selger har kjøpt inn, men ikke fått levert”.⁷³ Videre vil daytrading falle innenfor slikt salg. Som tidligere gjennomgått finnes det ingen eksempler på at shortsalgreglene drøftes i relasjon til daytrading, jf. pkt. 4.3.1. Daytrading gjennomføres imidlertid ved kjøp og salg gjennom et verdipapirforetak med meglere som mellommenn. Ved kjøp og salg som gjennomføres gjennom et verdipapirforetak ved hjelp fra megler, vil leveringstiden være tre dager (t+2).⁷⁴ Dersom kjøpet skjer før salget, og salget også gjennomføres med vanlig leveringstid, vil aksjene således kunne leveres. Videre vil megleren til selgers kontraktspart stå som ansvarlig for at selgers kjøp gjennomføres som avtalt. Så lenge selger handler aksjene gjennom et verdipapirforetak med meglere som mellommenn vil ”rettidig levering” derfor være sikret, jf. vphl. § 3-14.

Hvis selgers kjøp på den annen side gjennomføres utenom et verdipapirforetak eller uten megler, kan en annen leveringstid kunne være avtalt. I så fall vil det komme an på avtalen hvorvidt videresalget gjennomføres i tråd med avtalen med kjøper. Avtalen må således sikre levering av aksjene til selger før det avtalte leveringen til kjøper. Hvis handelen videre ikke gjennomføres gjennom et verdipapirforetak med meglere som mellommenn, vil det i likhet med ved en låneavtale kunne kreves at salget clears.

Konklusjonen blir derfor at inngåelse av en avtale om kjøp av aksjer kan føre til at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14. Dette forutsetter imidlertid gjerne at kjøpet vil gjennomføres gjennom et verdipapirforetak med meglere som mellommenn. Hvis ikke vil kjøpsavtalen måtte sikres ytterligere, for eksempel på samme måte som låneavtaler.

⁷³ Prop.84 L (2009-2010) s. 42, pkt.3.3.4

⁷⁴ Se pkt. 4.3.5

Det er også andre disposisjoner enn lån og kjøp som kan gi selger rett til å motta aksjer. Dersom selger for eksempel eier en opsjon med aksjer som underliggende, eller en konvertibel obligasjon, vil han ha rett til å motta aksjer. I det følgende vil det drøftes om dette fører til at ”rettidig levering er sikret”.

4.4.4 Er ”rettidig levering (..) sikret” dersom selger er eier av en opsjon med aksjer som underliggende eller en konvertibel obligasjon?

Det som vil drøftes er om det at selger eier en opsjon med aksjer som underliggende eller en konvertibel obligasjon fører til at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14. Å eie en opsjon med aksjer som underliggende eller en konvertibel obligasjon innebærer en rett til å kjøpe eller få utstedt et fastsatt antall aksjer. Eieren er følgelig ikke ”eier” av de underliggende aksjene, men av et krav om å motta aksjene. Forskjellen mellom disse instrumentene er at en konvertibel obligasjon utstedes mot at det ytes et lån, mens en opsjon kjøpes. Ut over dette er det ingen realitetsforskjell. Regelen vil derfor måtte gi samme løsning ved både opsjoner og konvertible obligasjoner. Ved å eie en opsjon eller konvertibel obligasjon med aksjer som underliggende vil eieren ha tilgang til aksjer. Spørsmålet er om ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14.

Det fremgår av forarbeidene at en opsjon kan sikre dekning etter vphl. § 3-14. Dette gjelder imidlertid bare dersom innehaveren ikke kan velge om rettighetene til å motta aksjer skal benyttes eller ikke.⁷⁵ De omtalte forarbeidene er knyttet til vphl. § 10-4. Det fremgår av forarbeidene til vphl. § 3-14 at Ot.prp.nr.15 (1995-1996) vil fungere som tolkningsfaktorer ved tolkning av vphl. § 3-14.⁷⁶ Vphl. § 3-14 dels er en videreføring av vphl. § 10-4, og ordlyden etter de to bestemmelsene er nesten tilsvarende.⁷⁷ Det kan imidlertid stilles spørsmål ved om den omtalte uttalelsen passer også ved anvendelse av vphl. § 3-14. Etter vphl. § 10-4 pålegges plikten til å sikre levering verdipapirforetaket som formidler salget. Det er således foretaket som må ha sikret at selger har ”tilgang” til aksjene slik at levering skjer rettidig. Derfor vil det kunne kreves at foretaket har fått en sikker bekreftelse på at selger har valgt å motta aksjene. Etter vphl. § 3-14 er selger forpliktet. Hvorvidt det er valgfritt for selger om retten skal benyttes eller ikke, bør ikke være av betydning så lenge selger faktisk velger å benytte retten og motta aksjer.

⁷⁵ Ot.prp.nr.15 (1995-1996) s. 53

⁷⁶ Prop.84.L (2009-2019) s. 43

⁷⁷ Se pkt. 1.2

Det rettslige grunnlaget for utstedelse av konvertible obligasjoner med noterte aksjer som underliggende er asal. § 11-1. Av bestemmelsen fremgår det at eier av den konvertible obligasjonen kan "kreve" utstedt aksjer. Allmennaksjeselskapet plikter derfor å gi eieren aksjer dersom han velger å benytte retten. Selskapet har tilsvarende plikt der de har utstedt opsjoner, jf. asal. § 11-12. Innehaver av konvertible obligasjoner eller opsjoner vil derfor ha et sikkert krav på å motta aksjer. Hvorvidt "rettidig levering er sikret", jf. vphl. § 3-14 vil imidlertid måtte avhenge av når aksjene selgeren har krav på vil leveres til ham.

En beslutning fra finanstilsynet vedrørende shortsalg i 2014 illustrerer problematikken.⁷⁸ I saken hadde et selskap rett til å motta warrants med aksjer som underliggende. Warrants er en type opsjon. I følge vilkårene for warrantsene var utstederselskapet forpliktet til å tildele og utstede aksjer til eieren av warrants ved notifikasjon. Tidspunktet for tildelingen og utstedelsen var satt til "*on or prior to the last business day of the month*" den måneden notifikasjon om at aksjer skulle utstedes var sendt. Notifikasjon ble sendt 20. august 2013, og aksjene ville således mottas av selskapet 29. eller 30. august. Selskapet solgte aksjene den 26. august med fastsatt leveringstid t+3, altså 29. august. Aksjene ble imidlertid ikke levert til kjøper før 30. august. Resultatet i beslutningen ble vinningsavståelse etter vphl. § 17-2 fordi salget ble ansett som et udekket shortsalg i strid med vphl. § 3-14.

I finanstilsynets begrunnelse fremkommer det at selger ved inngåelse av salgavtalen ikke hadde "tilgang" til aksjene slik at "rettidig levering [var] sikret". Dette knytter seg altså til 26. august. Videre uttales det at selger hadde "tilgang" slik at "rettidig levering [var] sikret" den 27. august, slik at det ikke ville vært brudd på vphl. § 3-14 dersom salgavtalen var inngått på denne datoen. At det uttales at selger hadde "tilgang" til aksjene den 27. august men ikke den 26. august viser en sammenblanding av vilkårene i vphl. § 3-14. Selger må anses å ha "tilgang" i det notifikasjonen er sendt, fra dette tidspunkt er det sikkert at han vil motta aksjene, og han kan disponere over dem. Tilgangen vil ikke komme dagen etter notifikasjon.

Grunnen til at salget representerte et brudd på vphl. § 3-14, var derfor at ikke "rettidig levering [var] sikret" på salgstidspunktet. Dette fordi aksjene ble forutsatt levert til kjøper 29. august, og selger etter avtalen kunne risikere å motta aksjene 30. august, altså "*last business day of the month*". Det som kan utledes fra avgjørelsen er at det er av betydning når avtalen

⁷⁸ Se

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2014/3_kvartal/Decision_of%20surrender_of_gain_Scoggin_Capital_Management_II_LLC.pdf

tilsier at selger vil motta aksjene. Det er således ikke tilstrekkelig å ha et krav på å motta aksjer i seg selv.

Utgangspunktet er derfor at konvertible obligasjoner og opsjoner vil gi selger "tilgang" til aksjer slik at rettidig levering er "sikret", forutsatt at aksjene etter avtalen vil mottas før de skal leveres, jf. vphl. § 3-14.

4.4.5 Oppsummering av når selger har "tilgang" til aksjer slik at "rettidig levering er sikret"

Det kan, i likhet med ved eierbegrepet ikke konkluderes generelt på når en selger har "tilgang" til aksjer slik at "rettidig levering er sikret". Fordi det som vist finnes mange måter en selger kan skaffe tilgang til aksjer, er det vanskelig å utlede en generell regel for hva som skal til for å oppfylle ordlyden i vphl. § 3-14.

Ut fra de retningslinjer som er trukket opp i drøftelsene er det ikke av betydning hvordan selger har skaffet tilgangen. Eksempler på måter selger kan skaffe tilgang på er gjennom lån av aksjer, kjøp av aksjer eller gjennom å eie en opsjon eller en konvertibel obligasjon. Det avgjørende må uansett være at selger på salgstidspunktet har en avtale eller ordning som i utgangspunktet sikrer rettidig levering av aksjene til kjøper.

5 Reguleringen av shortsalg etter shortsalgforordningen art. 12 og tilhørende kommisjonsforordninger

5.1 Innledning og virkeområde

Shortsalgforordningen regulerer handel med finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, jf. shortsalgforordningen artikkel 1. Shortsalgforordningen art.12 regulerer imidlertid bare shortsalg av aksjer. Reguleringen av shortsalg er bygget opp på en annen måte enn den norske vphl. § 3-14, der regelen er samlet i én bestemmelse.

I shortsalgforordningen art.12 som fastsetter forbudet mot udekket shortsalg, presenteres alternative vilkår for at et shortsalg skal anses som dekket. Angivelsen av hvilke salg som anses som shortsalg, fremgår imidlertid av shortsalgforordningen art.2 b, og utdypes i forordning 918/2012. Videre fremstilles ulike typesituasjoner eller salg som ikke omfattes av shortsalgreglementet av forordning 918/2012 art. 3.

I tillegg til de nevnte bestemmelsene, utfylles reglene blant annet av bestemmelser i forordning 827/2012. Reguleringen er således spredt, og fremstår som fragmentert. I det følgende vil det gis en fremstilling og tolkning av reglene. I likhet med tolkningen av vphl. § 3-14 er siktemålet å komme frem til hva som regnes som et shortsalg etter forordningene, og når shortsalg er tillatt. Definisjonen av shortsalg vil behandles først, for å angi når salget må være dekket etter et av alternativene i shortsalgforordningen art. 12. Deretter vil handlene som unntas regulering presenteres og drøftes. Avslutningsvis vil de alternative dekningsmåtene som fremgår av shortsalgforordningen art. 12 gjennomgås.

5.2 Når er salg av aksjer shortsalg i relasjon til shortsalgforordningen art. 12?

Shortsalgforordningen art.12 regulerer som nevnt adgangen til shortsalg. Dette fremgår av shortsalgforordningen art. 12 1, der det heter at en fysisk eller juridisk person kun kan ”indgå i short sellig” hvis betingelsene i bestemmelsen er oppfylt. For å avgjøre om et salg av aksjer oppfyller betingelsene i art.12, må det derfor først avgjøres hvorvidt salget er et shortsalg.

Salg av aksjer som ikke er shortsalg, vil i likhet med etter vphl. § 3-14 ikke reguleres av bestemmelsene i shortsalgforordningen.

Shortsalgforordningen art. 2, b definerer shortsalg av aksjer som ”ethvert salg af en aktie (..) som sælgeren ikke ejer på det tidspunkt, hvor salgsaftalen indgås”. Det avgjørende for om salget er et shortsalg, er altså om selgeren er ”ejer” av aksjen når salgsavtalen inngås. Foreløpig er definisjonen av shortsalg lik som etter vphl. § 3-14.⁷⁹ Om en aksje eies av selger, er som vist i drøftelsen under pkt. 4.2 vanskelig å fastsette. Hva som skal til for å ha eiendomsrett er ikke klart etter norsk rett. Definisjonen av shortsalg i shortsalgforordningen art. 2, b gir ikke mer til tolkningen enn vphl. § 3-14. I det følgende vil det drøftes om spørsmålet om noen ”ejer” aksjer etter shortsalgforordningen art. 2 b. er enklere å avgjøre enn hvorvidt noen ”eier” aksjer etter vphl. § 3-14.

Hva som skal til for å være ”ejer” en aksje i relasjon til shortsalg, er forsøkt utdypet i forordning 918/2012 art.3. En fysisk eller juridisk person anses som ”ejer” av aksjer når det ”er tale om retlig eller reelt ejerskab (..) i overrensstemmelse med den lovgivning, der er gældende for short selling af den pågældende aktie (..)”. Å være ”ejer” vil dermed innebære å ha rettslig eller faktisk eiendomsrett, med de eierbeføyelser dette medfører. Hvorvidt noen har eiendomsrett, skal videre fastsettes i tråd med lovgivningen som gjelder for salget. Dette forstås som en henvisning til lovvalgsreglene. Hvorvidt selger ”ejer” aksjene eller ikke, må dermed fastsettes i tråd med det lands rett som regulerer salget. Ved salg av aksjer notert på norsk regulert marked, er det således de norske reglene om eiendomsrett som kommer til anvendelse. Ved salg av aksjer notert på norsk regulert marked, aktualiseres derfor de samme problemene ved tolkning av ”ejer” etter shortsalgforordningen art. 2, b. som ved tolkning av ”eier” i vphl. § 3-14.

Det fremgår imidlertid videre av forordning 918/2012 art.3 siste setning at ”den reelle ejer [er] den investor, som påtager sig den økonomiske risiko ved at erverve et finansielt instrument”. Det er altså den som tar den økonomiske risikoen som skal anses som eier. Presiseringen er grunnet i at det ikke alltid er den reelle eieren, altså den som har den økonomiske risikoen som fremstår som eier utad. Dette kan for eksempel forekomme dersom annen enn eieren er registrert som eier i VPS eller liknende register. Dette betyr at det ikke er av betydning for eiendomsretten hvis aksjer for eksempel er forvalterregistrert (etter norsk rett

⁷⁹ Se pkt.4.3

i tråd med asal. § 4-10), eller registrert på andre enn den reelle eier proforma. Hvem som er registrert som eier av en aksje i VPS eller liknende register er dermed som utgangspunkt uten betydning for fastsettelse av hvem som er ”ejer”, jf. shortsalgforordningen art 2, b. At registreringen ikke er avgjørende, gjelder også for hvem som er ”eier” etter vphl. § 3-14. Spørsmålet om noen ”ejer” aksjer etter shortsalgforordningen art. 2 b. vil således avgjøres på samme måte som spørsmålet om noen ”eier” aksjer etter vphl. § 3-14 der det er norsk rett som regulerer salget.⁸⁰

Der andre lands rett regulerer salget, kan løsningen bli en annen. Eierskapsbegrepet i forbindelse med verdipapirer ikke er harmonisert mellom medlemsstatene, jf. fortalen i forordning 918/2012 avsnitt 3. I følge fortalen skal bestemmelsene i shortsalgforordningen og de tilknyttede kommisjonsforordningene hjelpe med klarlegging, slik at reguleringen til dels kan harmoniseres. Det kan imidlertid ikke leses særlig mer ut av forordningsbestemmelsene enn at fastleggingen av eierskap er opp til det enkelte lands rett. Forordningen bidrar dermed ikke mye til klarlegging av eierbegrepet.

En grunn til dette kan være at EU og EØS-landene har forskjellige økonomiske system, slik at det vil medføre vanskeligheter å utforme en universell definisjon av eierskap som fungerer i alle land. Dette fører imidlertid til at definisjonen av shortsalg ikke klarlegges, og at reguleringen potensielt blir forskjellig ut fra hvilket lands rett som regulerer aksjesalget. Dette vil kunne føre til at harmoniseringsmålsettingen i forordningen ikke nås. Det kan derfor stilles spørsmål ved om løsningen shortsalgforordningen legger opp til er optimal.

Det finnes imidlertid tre lovbestemte unntak fra reguleringen i shortsalgforordningen. Unntakene vil kunne hjelpe oppnåelsen av harmoniseringsmålsettingen i forordningen, fordi salgstypene som fremgår av unntakene ikke rammes av reglene om shortsalg. Dette fører ikke til en klarlegging av eierbegrepet. Imidlertid kan det fremstå som klarere når reguleringen ikke kommer til anvendelse. Dette vil være likt i EU- og EØS-landene som tilslutter seg forordningen. I det følgende vil lovbestemte unntak fra reguleringen gjennomgås.

5.3 Lovbestemte unntak fra reguleringen av shortsalg

Det fremgår av forordning 918/2012 artikkel 3, 2 at shortsalgforordningen art. 12 ikke kommer til anvendelse ved:

⁸⁰ Se kap. 4.3 for drøftelse av dette

a) salg af finansielle instrumenter, der er blevet overført i henhold til en aftale om udlån af værdipapirer eller en repoaftale, såfremt værdipapirerne returneres, eller overdrageren tilbagekalder værdipapirerne, således at afvikling kan gennemføres på afviklingstidspunktet

b) salg af et finansielt instrument, der foretages af en fysisk eller juridisk person, der har købt det finansielle instrument inden salget, men som ikke har fået leveret det pågældende finansielle instrument på tidspunktet for salget, såfremt det finansielle instrument leveres i så god tid, at afvikling kan gennemføres på forfaldstidspunktet

c) salg af et finansielt instrument, der foretages af en fysisk eller juridisk person, der har udnyttet en option eller et tilsvarende krav på det pågældende finansielle instrument, såfremt det finansielle instrument leveres i så god tid, at afvikling kan gennemføres på afviklingstidspunktet.

Felles for unntakene er at de kun kommer til anvendelse hvis selger vil være i besittelse av aksjene tidnok til at de kan leveres til kjøper. Dette er i tråd med formålet med shortsalgreglene, som blant annet er at oppgjøret skal sikres. Det som kan være gjenstand for tvil er hva slags handelstyper som omfattes av unntakene og hvorfor de unntas regulering. En mulig slutning angående hvorfor handlene er unntatt regulering er at de innebærer salg av aksjer selger "ejer", jf. shortsalgforordningen art.2, b. I så fall vil handelstypene uansett ikke være omfattet av shortsalgforordningen art.12, men unntakene kan være en presisering. En kanskje mer nærliggende slutning er at unntakene innebærer salg av aksjer selger ikke "ejer", men unntas av andre grunner.

I det følgende vil unntakene analyseres. Det vil også drøftes hvorvidt unntakene innebærer salg av aksjer selgeren "ejer" i henhold til shortsalgforordningen art. 2, b. I tolkningen vil det tas utgangspunkt i hvordan eierbegrepet fastsettes i norsk rett. I Norge vil dette være avgjørende for om salg av aksjer er shortsalg, jf. forordning 918/2012 art.3.⁸¹

Det første som unntas i alternativ a) er salg av aksjer som er overført til en annen i henhold til en avtale om utlån av verdipapirer, eller en gjenkjøpsavtale. I begge situasjoner selges således aksjer selger ikke er i besittelse av, men som i henhold til avtalen med den andre parten skal tilbakeleveres. En gjenkjøpsavtale går ut på at en part selger aksjer til en annen, og samtidig inngår avtale om at aksjene skal kjøpes tilbake på et senere tidspunkt.⁸² Der aksjene er solgt,

⁸¹ Se pkt. 5.2

⁸² Bergo 2014 s.80

vil ikke selger lenger være ”ejer”, jf. forordning 918/2012 art.3. Det vil derfor i utgangspunktet dreie seg om shortsalg som ville ha blitt omfattet av shortsalgforordningen art.12.

Når det gjelder utlån av aksjer er det ikke like klart at utlåner ikke er ”ejer”, jf. forordning 918/2012. Ved utlån av for eksempel løsøre, er utlåneren fremdeles eier av tingen. Utlån av aksjer er imidlertid annerledes. Ved lån av løsøre skal man levere tilbake den samme tingen. Det som skal leveres tilbake ved utlån av aksjer er tilsvarende aksjer, ikke nødvendigvis de samme aksjene som ble utlånt. Ved utlån av aksjer er utgangspunktet derfor at eiendomsretten til aksjene overføres til låneren.⁸³ At utlåner fremdeles skal regnes som ”ejer” fremstår dermed ikke som like naturlig. En låner av aksjene vil videre kunne selge dem, slik som er vanlig ved shortsalg. I slike tilfeller vil det være kjøper som blir ”ejer”. Dette indikerer at utlåner ikke skal regnes som ”ejer” i relasjon til shortsalgreglene. Det fremgår videre av vphl. § 4-3 at i relasjon til flaggereglene skal innlån av aksjer og tilbakelevering regnes som erverv og avhendelse. Reguleringen av flaggingsplikten har andre formål enn reguleringen av shortsalg. Likevel bør det være en viss sammenheng i reguleringen av eiendomsrett til aksjer i vphl. Fordi hvorvidt noen er ”ejer” av aksjer etter shortsalgforordningen art.2, b. skal avgjøres etter norsk rett, taler dette dermed for at en som har lånt bort aksjer ikke lenger er ”ejer”.

Begge situasjoner som er unntatt regulering i forordning 918/2012 art. 3, 2. a vil dermed innebære salg av aksjer selger ikke ”ejer”, jf. shortsalgforordningen art. 2, b. Salgene ville derfor blitt regulert av shortsalgforordningen art.12, hvis ikke de var unntatt. Bakgrunnen for at de unntas regulering, må være at oppgjørsmessige problemer ikke oppstår hvis aksjene leveres tilbake tidnok for oppfyllelse av avtalen med kjøper. Tilbakelevering tidnok til at aksjene kan leveres til kjøper kreves for at unntaket skal komme til anvendelse.

Situasjonen som unntas i alternativ b) er salg av aksjer som er kjøpt men ikke levert. Daytrading er en type handel som vil falle innenfor unntaket. Inngåelse av en kjøpsavtale vil ikke være tilstrekkelig for å anses som ”ejer” av aksjer, jf. shortsalgforordningen art. 2, b, jf. drøftelsen i kap. 4.4.5. I utgangspunktet ville slike salg derfor vært regulert av shortsalgforordningen art.12 om det ikke var uttrykkelig unntatt. Imidlertid vil avtalen med selger sikre den videre levering, ⁸⁴ og anvendelse av unntaket er uansett avhengig av rettidig

⁸³ se <https://www.regjeringen.no/contentassets/1b229da11e95421c8319e2e95479bc65/02092013.pdf> s. 5

⁸⁴ Se nærmere under pkt. 4.4.2 for drøftelse av denne situasjonen

levering. Begrensningene som fremgår av shortsalgforordningen art.12 er derfor ikke nødvendig for å sikre oppgjøret.

I alternativ c) unntas handler som gjennomføres med aksjer som vil mottas etter en utnyttet opsjon eller liknende krav. Liknende krav kan eksempelvis være warrants, futures, forwards, og konvertible obligasjoner. Felles for de nevnte avtaletypene er at de innebærer en rett til å få utstedt eller kjøpt aksjer.⁸⁵ Et krav på å motta aksjer ikke at eier av kravet anses som ”ejer” av aksjene, jf. shortsalgforordningen art. 3, b. Slike salg av aksjer ville dermed også blitt regulert av shortsalgforordningen art.12 om ikke de var uttrykkelig unntatt. Unntaket kommer imidlertid bare til anvendelse der retten til å motta aksjer er utnyttet, altså at det er gitt melding til utsteder om at den som eier kravet skal motta aksjene. I tillegg gjelder det også her et krav om at aksjene skal leveres i så god tid at oppgjør kan gjennomføres som avtalt. I et slikt tilfelle vil dermed den videre levering være sikret godt nok.

Konklusjonen etter drøftelsen av unntakene, er at situasjonene i utgangspunktet innebærer salg av aksjer selger ikke ”ejer”, jf. shortsalgforordningen art. 2, b. Shortsalgforordningen art.12 ville dermed begrenset adgangen dersom situasjonene ikke var positivt unntatt. Oppgjør sikres imidlertid i tråd med formålet, som vist i drøftelsen. Det er derfor ikke nødvendig å avgjøre om salget oppfyller vilkårene i shortsalgforordningen art.12. Vphl. § 3-14 vil her være i tråd med shortsalgforordningens regulering. Handlene unntas ikke regulering etter vphl. § 3-14, fordi selger som vist ikke er ”eier” av aksjene. Der selger har en avtale som sikrer tilbakelevering eller levering av aksjer før oppgjør med kjøper, vil selger likevel ha ”tilgang” til aksjene slik at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14.

Det at situasjonene er unntatt regulering, gjør gjennomføringen av slike handler enklere. Det er da ikke nødvendig å forholde seg til shortsalgbegrensningene. Videre fremgår det av fortalet til shortsalgforordningen avsnitt 18 at handlene som er unntatt regulering er ordninger som ofte benyttes for å kunne gjennomføre et dekket shortsalg. Derfor er det ønskelig å unnta situasjonene fra regulering for ikke å vanskeliggjøre muligheten til å dekke shortsalg. I tillegg vil angivelse av unntakene som nevnt avslutningsvis i pkt. 5.2 kunne sikre en mer harmonisert anvendelse av shortsalgreglene i EU- og EØS-landene.

⁸⁵ For nærmere omtale av opsjoner og konvertible obligasjoner se kap.4

5.4 Når er shortsalg dekket etter shortsalgforordningen art.12?

5.4.1 Presentasjon av shortsalgforordningen art. 12

Kort forklart kan shortsalg av aksjer etter shortsalgforordningen art.12 dekkes ved innlån, avtale om lån eller annet tvangsgrunnlag om å overføre eiendomsrett, eller en avtale med tredjepart som bekrefter at aksjen er tilgjengelig. De tre dekningsmåtene er alternative og likeverdige etter forordningen. Det angis imidlertid ytterligere krav for at alternativene skal anses tilstrekkelig som dekning. Drøftelsen vil ta utgangspunkt i de tre dekningsmetodene, for å fastslå når de oppfyller kravet i shortsalgforordningen art.12.

Shortsalgforordningen art. 12 lyder:⁸⁶

1. En fysisk eller juridisk person må kun indgå i shortselling af en aktie, der er optaget til handel i et handelssystem, når en af følgende betingelser er opfyldt:

- a) den fysiske eller juridiske person har lånt aktien eller har truffet alternative foranstaltninger, der resulterer i en tilsvarende retsvirkning*
- b) den fysiske eller juridiske person har indgået en aftale om at låne aktien eller har et andet fuldstændig retskraftigt krav i henhold til aftaleretten eller ejendomsretten om at få over- ført ejerskab af et tilsvarende antal værdipapirer af samme klasse, således at afviklingen kan gennemføres på forfaldstidspunktet, eller*
- c) den fysiske eller juridiske person har en ordning med en tredjepart, ifølge hvilken tredjeparten har bekræftet, at aktien er tilgængelig, og har truffet foranstaltninger vis-à- vis tredjeparter, der er nødvendige for, at den fysiske eller juridiske person kan have en rimelig forventning om, at afviklingen kan gennemføres på forfaldstidspunktet.*

5.4.2 Dekning på bakgrunn av lån, inngått låneavtale eller liknende etter shortsalgforordningen art.12, a og b

Etter shortsalgforordningen art.12, a. er et shortsalg dekket dersom selger har lånt en aksje eller truffet alternative tiltak med samme rettsvirkning. Ved lån av en aksje overføres

⁸⁶ Forordningen i dansk originaltekst vil benyttes som utgangspunkt for drøftelsen i denne oppgaven

eiendomsretten til aksjen midlertidig til låneren, jf. pkt. 5. 3. Rettsvirkningen av lån er dermed at besittelsen og råderetten over aksjene er overført til selgeren på avtaletidspunktet.

Alternative tiltak må for å oppfylle kravet til dekning i shortsalgforordningen art. 12, a. dermed også føre til at råderett og besittelse av aksjen har gått over på selger. Hvis selger har aksjene, er shortsalget dermed å anse som dekket uavhengig av grunnlaget for dette.

Et salg av aksjer der selgeren har lånt aksjer, vil også anses som dekket etter vphl. § 3-14.⁸⁷ Når eiendomsretten og råderetten over aksjene er overført til selger, vil han kunne levere aksjene til kjøper. Det samme må gjelde der selger på annet grunnlag har fått disposisjonsrett til aksjene. Formålet om å sikre levering av aksjer vil videre oppfylles. Selger må derfor anses å ha ”tilgang” til aksjene slik at ”rettidig levering er sikret”, jf. vphl. § 3-14.

Etter shortsalgforordningen art.12, b. kan selger ha en avtale om å låne aksjene. Lest i sammenheng med alternativ a, gjelder dette der selger enda ikke har fått råderetten til aksjene. I forordning 827/2012 artikkel 5 er det eksemplifisert hvilke typer avtaler, ordninger eller krav som oppfyller kravet til dekning av et shortsalg etter art. 12. b. Dette er futures og swaps, opsjoner, tilbakekjøpsavtaler, stående eller rullende avtaler, avtale om tegningsretter og ”andre krav eller avtaler”. Listen er således ikke uttømmende. Alle de nevnte avtalene eller ordningene må ha aksjer som underliggende, og således gi en rett til å motta aksjer. Dekningsmetoden likner derfor veldig på situasjonen som er unntatt regulering etter forordning 918/2012 art.3, c som er omtalt over i pkt. 5.3. Imidlertid unntas situasjonene kun dersom kravet på å motta aksjer er utnyttet. Lest i sammenheng gjelder shortsalgforordningen art.12 b således krav som ikke enda er utnyttet.

Videre kan selgeren ha et rettskraftig tvangsgrunnlag, enten basert på kontraktsrett eller regler om eiendomsrett på å få overført aksjene, jf. shortsalgforordningen art. 12, b. Tvangsgrunnlag etter norsk rett er eksempelvis dom, kjennelse eller pant som har rettsvern, jf. tvangsfullbyrdelsesloven §§ 4-1 og 10-2.

Retten til å få overført aksjer må for å dekke shortsalget gjelde et tilsvarende antall aksjer som de solgte, av samme klasse. Det må også sikres at levering av aksjene skjer slik at oppgjør av shortsalget kan gjennomføres til avtalt tid, jf. forordning 827/2012 art.5. Her fremgår det også at avtalene eller ordningene må videre være juridisk bindende i hele shortsalgperioden. I tillegg kreves det at kontraktene er inngått senest samtidig med shortsalget. Avslutningsvis er

⁸⁷ Se pkt. 4.4.2

det et krav at avtalen eller kravet kan dokumenteres. At avtalen eller kravet må kunne dokumenteres tilsier at det ikke holder med en bekreftelse fra selgeren alene. I tråd med formålet om at shortsalgreglene skal sikre oppgjør, må dokumentasjonen være sikker og bekrefte at det faktisk foreligger en avtale eller ordning som oppfyller vilkårene.

En låneavtale eller liknende krav på aksjer vil være tilstrekkelig for at selger har ”tilgang” til aksjene slik at ”rettidig levering er sikret” etter vphl. § 3-14, såfremt avtalen er bindende og den sikrer rettidig levering av aksjene.⁸⁸ De strenge kravene som stilles i forordning 827/2012 artikkel 5. vil derfor føre til at salget ville vært dekket også etter vphl. § 3-14. På dette punkt er vphl. § 3-14 dermed i tråd med reguleringen i shortsalgforordningen.

5.4.3 Dekning på bakgrunn av avtale med tredjepart etter shortsalgforordningen art. 12, c

Etter shortsalgforordningen art.12, c. er en bekreftelse fra tredjepart om en aksjes tilgjengelighet og lokalisering tilstrekkelig som dekning på nærmere vilkår. Det må videre være truffet forholdsregler i relasjon til tredjeparter innebærer at selgeren kan ha en rimelig forventning om at oppgjør kan gjennomføres på oppgjørstidspunktet. At selger må ha en rimelig forventning tilsier at det må fremstå som sikkert for selger at oppgjør vil kunne gjennomføres. Vilåret kan forstås som en henvisning til en uaktsomhetsvurdering. Altså at spørsmålet vil bli om det var uaktsomt av selger å anta at han ville få levert aksjene tidsnok.

Det stilles imidlertid flere krav til sikringen etter alternativ c) i forordning 827/2012 art. 6. Bestemmelsen fastlegger hvilke ordninger med tredjeparter som er tilstrekkelige, og hvilke forholdsregler som må tas. Bestemmelsen oppstiller en meget detaljert liste. Tredjeparten som bekrefter aksjens tilgjengelighet må for det første være et verdipapirforetak, oppgjørssentral eller annen regulert virksomhet. Dette sikrer bekreftelsen og dens gyldighet. Det er forventet at regulerte virksomheter har en oversikt over markedet andre aktører ikke nødvendigvis har.

Etter forordning 827/2012 art. 6, 2 a) og b) må lokalisering av aksjene, tiltak og bekreftelser fra tredjeparten oppfylle følgende: En bekreftelse av at aksjen er tilgjengelig må være avgitt av tredjeparten før inngåelsen av shortsalgavtalen. Dersom bekreftelsen gis etter shortsalget, vil shortsalget være udekket på avtaletidspunktet. Tredjeparten må videre bekrefte at han anser det som mulig å stille aksjene til rådighet for oppgjør på det avtalte tidspunktet.

⁸⁸ Se pkt.4.4.2 og 4.4.4.

Bekreftelsen må være basert på antall aksjer som omfattes av det potensielle salget, markedsforholdene og han må angi en bestemt periode aksjene er lokalisert. Alternativt kan tredjeparten bekrefte at minst det antall aksjer shortsaltet omfatter er reservert til selger. Alternativet likner altså på en avtale som innebærer en rett til å låne eller kjøpe aksjene av en tredjepart. Dette innebærer at aksjene enda ikke er lånt eller kjøpt, men at tredjeparten kan bekrefte at de kan lånes eller kjøpes.

Etter forordning 827/2012 art. 6, 3 a) – e) som er alternativ til art. 6, 2. stilles krav til lokalisering av aksjene eller andre tiltak samme dag som shortsaltet finner sted. Bestemmelsen kommer altså til anvendelse hvis tredjepartens tiltak skal gjennomføres samme dag som shortsaltet, i motsetning til før shortsaltet der kravene følger av art. 6.2.

For det første kan shorts selgeren anmode tredjeparten om å bekrefte at shortsaltet vil dekkes av et kjøp samme dag som shortsaltet finner sted. Altså behøver ikke shorts selgeren å ha kjøpt aksjene eller inngått en kjøpsavtale enda. Alternativt må tredjeparten bekrefte at han anser det som mulig å stille aksjene til rådighet for oppgjør. Bekreftelsen må også her være basert på antall aksjer som omfattes av det potensielle salget, markedsforholdene og han må angi en bestemt periode aksjene er lokalisert. Alternativt kan tredjeparten bekrefte at aksjene er lett å låne eller kjøpe, basert på samme forhold som forrige alternativ. Eventuelt vil en bekreftelse av at det relevante antall aksjer er reservert til selgeren være tilstrekkelig. I motsetning til i art. 6.2 kan kravet til bekreftelse fra tredjeparten videre oppfylles ved tilsagn om at han overvåker den delen av shortsaltet som ikke er dekket av kjøp. Eventuelt kan tredjeparten få instruks om at han må gjennomføre tiltak hvis shorts selgeren ikke klarer å oppfylle sin avtale. Instruksen må innebære at tredjeparten, i tilfelle den inngåtte avtalen om shortsaltet ikke dekkes kan fremskaffe aksjene slik at oppgjør kan skje på avtalt tidspunkt.

Den siste måten kravet til dekning etter shortsaltforordningen art. 12, c kan dekkes, er på nærmere fastsatte vilkår dersom det dreier seg om likvide aksjer. Aksjene regnes som likvide dersom likviditetskravene i art. 22 i forordning 1287/2006 oppfylles. Kravene etter forordning 1287/2006 innebærer at aksjen må handles daglig med fritt omløp på minst 500 millioner euro. Forutsatt at det gjennomsnittlige daglige transaksjoner ikke er under 500, eller den daglige gjennomsnittlige omsetning av aksjen ikke er under 2 millioner euro. Det dreier seg således om aksjer som vil være lette å omsette og dermed også å kjøpe. Derfor vil det være enklere for selger å sørge for at aksjesalget gjennomføres, enn ved salg av aksjer som i mindre grad er tilgjengelige i markedet.

Det fremgår av forordning 827/2012 art. 6, a-c at shortsalg av likvide aksjer kan dekkes gjennom det følgende: En bekreftelse fra tredjeparten om at han anser det som mulig å stille aksjene til rådighet for gjennomføring av salgavtalen. Bekreftelsen må være gitt før inngåelse av shortsalg, og det må angi hvilken periode aksjene er lokalisert. Videre kan kravet oppfylles dersom tredjeparten bekrefter at aksjen er lett å låne eller kjøpe før shortsalg. Kan ikke tredjeparten bekrefte dette må han bekrefte at det relevante antall aksjer er reservert til shortsælgeren. Avslutningsvis kan tredjepersonen instrueres om å fremskaffe aksjene slik at oppgjør kan gjennomføres. Også der en slik instruksjon er avgitt, vil kravet til dekning i shortsalgforordningen art. 12, c. være oppfylt.

Et krav som stilles til alle avtaler eller bekreftelser etter forordning 827/2012 art. 6, er at de stilles til rådighet på et varig medium som dokumentasjon. Det holder således ikke at selgeren selv bekrefter avtalene, det må kunne bevises. Dette tilsvarer kravet ved dekning av shortsalg etter shortsalgforordningen art. 12, b.

En bekreftelse fra en tredjepart vil ikke gi selgeren "tilgang" til aksjen etter vphl. § 3-14. Ordlyden av "tilgang" indikerer at selgeren må ha rett til å disponere over aksjene på avtaletidspunktet. Der han kun har en bekreftelse fra tredjepart om at aksjene er tilgjengelige eller liknende, vil han ikke kunne disponere over aksjene. Til tross for at rettidig levering potensielt vil være sikret, vil dermed ikke ordlyden i vphl. § 3-14 oppfylles. Her er således ikke reguleringen i vphl. § 3-14 i tråd med shortsalgforordningen.

6 Endringer ved innlemmelse av EU-forordningene om shortsalg i norsk rett

Dersom shortsalgforordningen trer i kraft i norsk rett, vil den sannsynligvis erstatte dagens vphl. § 3-14.⁸⁹ Vphl. § 3-14 innebærer et forbud mot udekket shortsalg av aksjer, gjeldsinstrumenter, verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter.

Shortsalgforordningen innebærer til forskjell kun et forbud mot shortsalg av aksjer etter art.12 og statsobligasjoner etter art.13. Dersom forordningen gjennomføres slik den er, vil udekket shortsalg av enkelte finansielle instrumenter som i dag er forbudt dermed tillates.

Shortsalgforordningen vil således kunne innebære en noe lempeligere regulering av shortsalg enn i norsk rett pr. i dag.

Innholdet i den norske reguleringen av shortsalg i vphl. § 3-14 og reguleringen av shortsalg etter shortsalgforordningen er ellers relativt like. Reguleringen i vphl. § 3-14 er dermed i stor grad i tråd med shortsalgforordningen. Hvorvidt noen er å anse som eier av en aksje skal etter shortsalgforordningen avgjøres etter norsk rett ved salg i Norge.⁹⁰ Derfor vil artikkel 12 i shortsalgforordningen sette krav til samme type aksjesalg som vphl. § 3-14.

At shortsalgforordningen eksplisitt unntar noen situasjoner fra regulering i forordning 918/2012 artikkel 3 nr. 2, skiller imidlertid reguleringen fra den norske. Det er ingen spesielle måter å handle verdipapirer på som er unntatt i vphl. § 3-14. Som vist i drøftelsen i pkt. 5.3, omfatter videre alle handlene som er unntatt reguleringen i shortsalgforordningen salg av aksjer selger ikke "eier". Derfor ville § 3-14 i utgangspunktet kommet til anvendelse. Som vist i drøftelsen i pkt. 5.3 ville imidlertid alle salgene som er unntatt vært dekket og derfor tillatt etter vphl. § 3-14. At handlene eksplisitt er unntatt i shortsalgforordningen innebærer derfor ingen realitetsforskjell.

Når det gjelder kravet til dekningen av shortsalg i shortsalgforordningen art.12 a og b, vil lån av aksjer og eller inngått låneavtale også kunne anses tilstrekkelig som dekning av shortsalg etter vphl. § 3-14. Kravene til dekning ved låneavtalen må anses oppfylt etter vphl. § 3-14 på bakgrunn av de strenge vilkårene shortsalgforordningen art.12 og forordning 827/2012 setter.⁹¹

⁸⁹ Se finanstilsynets høringsutkast til gjennomføring av forordninger om shortsalg, pkt. 7

⁹⁰ Se pkt. 5.2

⁹¹ Se pkt. 5.4

Det som potensielt er en forskjell i dekningskravene, er at det er tilstrekkelig dekning av et salg at en tredjepart har bekreftet at aksjen er tilgjengelig etter shortsalgforordningen art 12, 1 c. En slik bekreftelse tilfredsstiller ikke nødvendigvis kravene om ”tilgang” og ”sikret rettidig levering” etter vphl. § 3-14. Dette fremgår også av finanstilsynets utredning om shortsalgforordningen. Kravene til dekning er dermed noe mer lempelig etter de nye reglene enn etter vphl. § 3-14. Formålet med reglene er imidlertid det samme som etter vphl. § 3-14, at levering skal sikres. Det dreier seg derfor ikke om store forskjeller.

7 Avslutning

Som vist i drøftelsene vil ikrafttredelsen av shortsalgreglene føre til noen endringer i reglene om shortsalg. Reguleringen vil sannsynligvis bli litt lempeligere etter shortsalgforordningen enn vphl. § 3-14. Likevel er det ikke store innholdsmessige forandringer i reguleringen det dreier seg om, reguleringen i vphl. § 3-14 er stort sett i tråd med reglene i shortsalgforordningen.

Det er imidlertid grunn til å peke på svakheter i reguleringen av shortsalg. Reguleringen av udekket shortsalg avhjelper en risiko i markedet. Fordi det stilles strenge krav til når en aktør kan selge aksjer han ikke eier, vil unnlatt levering av solgte aksjer i mange tilfeller unngås. Samtidig er det ikke opplagt hvorvidt vilkårene i vphl. § 3-14 er oppfylt. Det er spesielt eierbegrepet det er vanskelig å definere. En klarlegging av vilkårene vil være hensiktsmessig for økt forutberegnelighet. Som drøftet i kap 4. kan ordlyden og formålet med vphl. § 3-14 videre tale for to forskjellige løsninger. Dette er fordi selgerens eiendomsrett til aksjer ikke alltid sikrer levering av aksjene ved salg. Motstriden kan medføre problemer ved tolkningen av § 3-14. Videre kan dette føre til at vphl. § 3-14 ikke oppfyller sitt formål om å sikre levering av solgte aksjer. Det samme gjelder etter shortsalgforordningen, der shortsalg defineres på samme måte som i norsk rett. Det kan dermed reises spørsmål om vphl. § 3-14 og reguleringen i shortsalgforordningen er hensiktsmessig utformet.

Som gjennomgått i pkt.4.3.6 er det uttalelser i forarbeidene som kan tyde på en intensjon om at begrensningene av shortsalg skal komme til anvendelse også der noen selger aksjer de ”eier”. Uavhengig av om selger eier instrumentene eller ikke, er det videre tilgangen til aksjene og leveringsmuligheten som er avgjørende for om formålet vil oppnås. Som vist i pkt. 4.3.6 er det eksempler på situasjoner der selger etter vphl. § 3-14 er å anse som ”eier”, men likevel ikke får levert aksjene som avtalt. Formålet med bestemmelsen kan derfor tilsi at det ikke skulle vært avgjørende om selgeren eier aksjene ved salget eller ikke, men om han har sikker tilgang og kan levere aksjene. Som drøftet i pkt.4.3.6 er dette imidlertid i strid med ordlyden, og vil ikke kunne legges til grunn.

En mer hensiktsmessig utforming av reglene kunne derfor vært å lage en bestemmelse som stadfestet at det ved salg av aksjer kreves at selger har tilgang slik at rettidig levering er sikret. Dette bør gjelde uavhengig av hvorvidt selger eier eller ikke eier aksjene. På denne måten ville ikke verdipapirforetakene blitt utsatt for den oppgjørsrisiko begrensningene av shortsalg

ønsker å unngå, også i tilfeller der selger eier aksjene. Problemene med å oppfylle bestemmelsenes formål gjelder både de norske og EU-rettslige reglene om shortsalg. Dette fordi eierbegrepet i likhet med etter vphl. § 3-14 også er avgjørende for å anvende begrensningene av shortsalg i shortsalgforordningen.

Rettskilder:

Lover:

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven, vphl.)

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven, asal.)

Lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven, vprl.)

Lov 13. mai 1998 nr. 27 om kjøp (kjøpsloven, kjl.)

Lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven)

Forarbeider og andre offentlige publikasjoner:

Prop 84.L (2009-2010) Endringer i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) mv. og enkelte andre lover (samleproposisjon)

NOU 1995: 1 Investeringsforetak

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

Ot.prp.nr.42 (2002-2003) Om lov om endringer i skatteloven m.m.

Prop.100 S (2015-2016) Samtykke til 1) deltakelse i åtte beslutninger i EØS-komiteen om innlemmelse i EØS-avtalen av rettsaktene som etablerer EUs finanstilsynssystem og enkelte andre rettsakter, 2) overføring av myndighet til å utøve beføyelser med direkte virkning i Norge til EFTAs overvåkingsorgan og EFTA-domstolen ved fremtidig innlemmelse i EØS-avtalen av forordning (EU) nr. 600/2014, forordning (EU) nr. 1286/2014 og forordning (EU) nr. 2015/2365.

Finanstilsynets høringsutkast til gjennomføring av forordninger om shortsalg, Finnes på https://www.regjeringen.no/contentassets/c2a95b8049d2495aae637fc9206c520c/shortsalg_april2013.pdf (sist sjekket 01.06.2016)

Rettspraksis:

Rt. 2012 s. 686

LB. 2013 s. 6194.

Praksis fra finanstilsynet:

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2014/3_kvartal/Decision_of%20surrender_of_gain_Scoggin_Capital_Management_II_LLC.pdf (sist besøkt 1.06.2016)

EU-forordninger:

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 236/2012 av 14. mars 2012 ”om short selling og visse aspekter af credit default swaps” (shortsalgforordningen)

Kommisionens delegerede forordning (EU) Nr. 918/2012 af 5. juli 2012 ”om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps med hensyn til definitioner, beregning af korte nettopositioner, dækkede credit default swaps på statsobligationer, meddelelsetærskler, likviditetstærskler for suspension af begrænsninger, betydelige fald i værdien for finansielle instrumenter og negative hændelser”. (forordning 918/2012)

Kommisionens gennemføringsforordning (EU) nr. 827/2012 af 29. juni 2012 ”om gennemførelsesmæssige tekniske standarder vedrørende fremgangsmåden for offentliggørelse af nettopositioner i aktier, formatet for oplysninger, som skal indgives til Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed vedrørende korte nettopositioner, typer af aftaler, ordninger og foranstaltninger for i tilstrækkelig grad at sikre, at aktier eller statsobligationer er til rådighed for afvikling, og datoen og perioden for bestemmelse af det primære handelssystem for en aktie i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps” (forordning 918/2012)

Øvrige nettdokumenter:

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2008/4-kvartal/Midlertidig-forbud-mot-shorthandel-i-finansaksjer/> (sist besøkt 01.06.2016)

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Oslo-Boers-VPS-innfoerer-raskere-oppgjoer-fra-oktober-2014> (sist besøkt 01.06.2016)

Litteratur

Bergo, Knut, *Børs og verdipapirrett*, 4. utg., 2014

Bergo, Knut, *Børs og verdipapirrett*, 1. utg., 1998

Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, 2011.

Arnesen, Finn og Stenvik, Are, *Internasjonalisering og juridisk metode. Særlig om EØS-rettens betydning i Norsk rett*, 1. utg., 2009.

Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyn og Olav Kolstad, *EØS-rett* 2. utg., 3. opplag, 2007.

Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tøgard Trøbråten, *verdipapirhandelloven kommentarutgave*, 2002.

Falkanger, Thor, *Tingsrett*, 5.utg., 5. opplag 2005

Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 5.utg., 2014

Per Kristian Ramsland, "*Kredittilsynets midlertidige forbud*" mot shorthandel i finansaksjer og grunnfondsbevis. Tidsskrift for Forretningsjus 0901, s. 115