

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PRODAJA NA KRATKO: ŠTUDIJA PRIMEROV IN POTREBA PO REGULACIJI

Ljubljana, september 2010

TJAŠA HRASTAR

IZJAVA

Študent/ka Tjaša Hrastar izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom doc. dr. Mateja Marinča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV PRODAJE NA KRATKO	2
1.1 DEFINICIJA PRODAJE NA KRATKO	2
1.2 ZAKAJ PRILOŽNOSTI ZA PRODAJO NA KRATKO NASTANEJO?	5
1.3 PRODAJALCI NA KRATKO	6
1.4 POSTOPEK PRODAJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV NA KRATKO	6
1.5 MARGINALNI RAČUN	7
1.6 DIVIDENDE IN GLASOVALNE PRAVICE	8
1.7 POSOJANJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	8
1.8 FINANČNA KRIZA 2007 – 2009 IN PRODAJA NA KRATKO	11
1.9 PRODAJA NA KRATKO V SLOVENIJI	12
2 VRSTE PRODAJE NA KRATKO IN POMEMBNI POJMI	12
2.1 NEKRITA PRODAJA NA KRATKO	13
2.1.1 Zmotna prepričanja in nesporazumi	14
2.1.2 Primer Goldman Sachs	15
2.1.3 Primer Nanopierce Technologies, Inc.	15
2.2 INTERES PRODAJE NA KRATKO	15
2.3 IZTIS PRODAJE NA KRATKO	17
3 VLOGA HEDGE SKLADOV PRI PRODAJI NA KRATKO	18
3.1 IZVOR IN ZNAČILNOSTI HEDGE SKLADA	19
3.2 HEDGE SKLADI IN PRODAJA NA KRATKO	20
3.4 PRODAJA NA KRATKO S STRANI REGISTRIRANIH INVESTICIJSKIH PODJETIJ	20
3.5 »SHORT« SKLAD KYNIKOS ASSOCIATES	20
3.6 PREDATORSKO TRGOVANJE	21
3.7 VPLIV FINANČNE KRIZE 2007 – 2009 NA HEDGE SKLADE	21
4 PRIMERI PRODAJ NA KRATKO	23
4.1 ENRON	23
4.1.1 Padec cene delnice je najbolje izkoristil znan prodajalec na kratko, James Chanos	24
4.1.2 Kako se Enron ujame na radar	25
4.1.3 Opazovanja po propadu Enrona	27
4.2 VOLKSWAGEN	28
5 REGULACIJA PRODAJE NA KRATKO	31
5.1 REGULACIJA SHO	32
5.3 ZAHTEVE ZA ZAPRTJE POZICIJ	34
6 REGULATIVNI UKREPI SPREJETI MED FINANČNO KRIZO V LETIH 2007 – 2010	34
6.1 REGULATIVNI UKREPI SPREJETI V ZDA	35
6.1.1 Pravila za preprečevanje prevare	35
6.1.2 Nujni ukrepi	36
6.1.3 »Uptick« pravilo	37
6.1.4 Poročanje SEC-u o prodajah na kratko	38
6.1.5 Ukrepi sprejeti v letu 2010	39
6.2 REGULATIVNI UKREPI SPREJETI V EVROPI	39
6.3 ŠKODLJIV VPLIV PREPOVEDI IN OMEJITEV PRI PRODAJI NA KRATKO	40
6.4 POSLEDICE PREPOVEDI PRODAJE NA KRATKO NA PRILAGAJANJE CEN VREDNOSTNIH PAPIRJEV NA NOTRANJE INFORMACIJE	42
SKLEP	43
LITERATURA IN VIRI	45
PRILOGE	

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Postopek prodaje na kratko</i>	<i>6</i>
<i>Slika 2: Transakcija izposoje in vrnitve vrednostnih papirjev</i>	<i>9</i>
<i>Slika 3: Velikost trga izposoje vrednostnih papirjev 2003 – 2009</i>	<i>10</i>
<i>Slika 4: Delež kratkih pozicij (v %) glede na celoten trg</i>	<i>11</i>
<i>Slika 5: Padec cene delnice podjetja Enron leta 2000 – 2001</i>	<i>23</i>
<i>Slika 6: Gibanje cene delnice Volkswagen od aprila 2008 do aprila 2009</i>	<i>28</i>
<i>Slika 7: Časovna premica sprejetih regulativnih ukrepov v ZDA</i>	<i>35</i>
<i>Slika 8: Časovna premica sprejetih regulativnih ukrepov v nekaterih evropskih državah</i>	<i>40</i>

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Interes prodaje na kratko za nekaj podjetij, ki kotirajo na newyorški borzi za februar 2009</i>	<i>16</i>
--	-----------

UVOD

Prodaja tistih vrednostnih papirjev, ki niso v osebni lasti prodajalca, se že od nekdaj šteje za kontroverzna. Diskusije med investitorji, trgovalci, regulatorji finančnih trgov in drugimi tržnimi udeleženci o dopustnosti prodaje na kratko segajo že v 17. stoletje in se nadaljujejo še danes. Kljub temu, da je bila v ZDA prodaja na kratko dovoljena že pred 20. stoletjem, so med ekonomisti še vedno prisotni dvomi o njenih doprinosih k tržni učinkovitosti. Zagovorniki menijo, da prodaja na kratko spodbuja hitrost in učinkovitost prenosa informacij na cene finančnih instrumentov, povečuje likvidnost in omogoča učinkovitejšo razpršitev tveganja v ekonomiji. Njihovi nasprotniki pa trdijo, da prodaja na kratko moti pravilno delovanje trga z višanjem volatilnosti, povzročanjem paničnih prodaj (angl. *panic selling*) in borznih zlomov. Dejstvo, da manj kot polovica svetovnih borz trenutno dovoljuje prodajo na kratko, kaže na to, da se regulatorji finančnih trgov ne strinjajo o njenih koristih in slabostih.

Namen diplomskega dela je predstaviti prodajo na kratko, ki je v Sloveniji še dokaj nepoznana, v mednarodnem finančnem svetu pa precej znana in uporabljana investicijska tehnika. Gre za prodajo vrednostnih papirjev, ki si jih borzni vlagatelji izposodijo in jih prodajo v upanju, da jim bo cena padla in bodo izkoristili morebitni padec tečaja, nato pa jih kupijo nazaj ter vrnejo lastniku. To pomeni, da prodajalci s prodajo na kratko ustvarijo dobiček, če cena vrednostnih papirjev pade.

Zlom nepremičninskega trga v Združenih državah Amerike v letu 2007 je povzročil nastanek finančne krize, največje po veliki depresiji v tridesetih letih prejšnjega stoletja. Finančna kriza se je z ozkega področja slabih hipotekarnih posojil v ZDA od leta 2007 širila še na druge finančne trge po svetu ter vplivala na svetovno gospodarstvo. Finančne institucije so se soočile z nepredstavljivimi izgubami, nekatere celo s tolikšnjimi, da so morale v stečaj ali pa je lastništvo nad podjetji prevzela država. Nezaupanje še danes pesti investitorje v finančne trge. Mnogi za pospeševanje finančne krize krivijo prav prodajo na kratko. Zaradi njene špekulativne narave so s krizo namreč stopile v veljavo številne dodatne omejitve, ki preprečujejo in omejujejo zlorabo in neprimerno uporabo prodaje na kratko. V letu 2008 je ameriška Komisija za vrednostne papirje in borzo (SEC) prepovedala prodajo na kratko za 799 vrednostnih papirjev, večinoma finančnih podjetij, da bi umirila padanje in volatilnost tečajev na trgu. Mnogi menijo, da je prodaja na kratko kriva za propad nekaterih večjih ameriških finančnih institucij kot na primer investicijskih bank Lehman Brothers in Bear Stearns. S propadom bank je kriza dobila še večje razsežnosti. Prepoved prodaje na kratko je sprožila precejšen odziv in nestrinjanje finančnih strokovnjakov, saj naj bi spodbujala učinkovitost trga in mu dodajala likvidnost.

Diplomsko delo obsega šest poglavij. Uvodu sledi opredelitev prodaje na kratko, kjer so opisani postopek prodaje na kratko, njene značilnosti, prednosti in slabosti ter nastanek priložnosti za prodajo na kratko. Nato sledi drugi del z opisano nekrito (angl. *naked*) prodajo na kratko, ki je sicer prepovedana in se na trgu vrednostnih papirjev šteje kot zloraba. Nekrita

prodaja na kratko pomeni prodajo brez kritja, ki se je zaradi nenatančno definiranih zakonov in pravil v času finančne krize zelo razširila. Tretje poglavje opisuje hedge sklade, ki predstavljajo zelo obsežen delež v prodaji na kratko kot investicijski strategiji. V tretjem poglavju je opisan tudi vpliv krize na poslovanje hedge skladov v zadnjih treh letih. V četrtem poglavju sta predstavljena dva primera, povezana s prodajo na kratko. Prvi je nemško podjetje Volkswagen iz leta 2008, drugi pa je malo starejši primer energetskega podjetja Enron, ki je šel v stečaj zaradi »ustvarjalnega računovodstva« v letu 2001 – 2002. V predzadnjem, petem poglavju, je opisana regulacija na področju prodaje na kratko, ki je veljala pred finančno krizo. Države so zaradi pomanjkljivosti, ki so se pojavile prav med krizo, morale povečati nadzor nad prodajo na kratko, zato so v šestem poglavju opisani ukrepi, ki so bili sprejeti med finančno krizo.

1 OPREDELITEV PRODAJE NA KRATKO

1.1 Definicija prodaje na kratko

Termin prodaja na kratko (angl. *short selling*) je v različnih jurisdikcijah različno definiran. Tudi glede na tržno prakso se po svetu precej razlikuje, zato je še toliko bolj pomembno enotno razumevanje temelja prodaje na kratko (Regulation of short selling, Final report, 2009).

V nekaterih jurisdikcijah je prodaja na kratko uzakonjena oz. definirana v pravilnikih. Ponekod je dovoljena le, če je »pokrita«, to je, če si prodajalec pred prodajo izposodi vrednostne papirje, oziroma pridobi pravico do tega. Druge jurisdikcije pa namesto uzakonitve le navajajo prepovedana ravnanja v povezavi s prodajo na kratko. To se nanaša predvsem na »nekrito« prodajo na kratko, kadar se tržni udeleženci predhodno ne dogovorijo za izposojno vrednostnih papirjev. Posledično dostava vrednostnih papirjev ob poravnavi posla ni mogoča (Regulation of short selling, Final report, 2009).

Ne glede na različna pravila v jurisdikcijah, o prodaji na kratko govorimo, kadar sta izpolnjena dva pogoja (Regulation of short selling, Final report, 2009):

1. prodaja vrednostnih papirjev,
2. prodajalec v času sklenitve prodaje ni lastnik vrednostnih papirjev, ki so predmet posla.

Ne glede na to, ali v času prodaje prodajalec je ali ni lastnik vrednostnih papirjev, se šteje, da je njihov lastnik v naslednjih primerih (Regulation of short selling, Final report, 2009):

- prodajalec je kupil vrednostne papirje ali nepreklicno sklenil pogodbo, da jih bo kupil, a jih še ni prejel,
- prodajalec je upravičen do drugih vrednostnih papirjev, ki so zamenljivi v te vrednostne papirje, in je izdal zahtevo za njihovo zamenjavo,

- prodajalec ima v lasti nakupno opcijo za ta vrednostni papir, ki jo je že izvršil,
- prodajalec ima v lasti pravice oziroma nakupne bone, s katerimi lahko pridobi te vrednostne papirje, ki jih je že unovčil,
- prodajalec prodaja vrednostne papirje, ki so v procesu izdaje, pred tem pa se je zavezal za nakup teh vrednostnih papirjev, a le v primeru, da bodo vrednostni papirji izdani (prva javna prodaja),
- prodajalec je kupil vrednostne papirje na enem trgu in nato iste papirje prodal na drugem trgu.

Prodaja na kratko je prodaja sredstva, običajno in najbolj pogosto je to vrednostni papir, izposojen od nekoga drugega, z namenom odkupa istega vrednostnega papirja nazaj po nižji ceni. Če tečaj vrednostnega papirja pade, prodajalec na kratko realizira dobiček. Če naraste, pa bo imel izgubo (Taulli, 2004, str. 3).

Pri prodaji na kratko gre za predvidevanje padca cene vrednostnega papirja v prihodnosti. Pomeni prodajo vrednostnega papirja, ki ni v prodajalčevi lasti, zato si ga najprej izposodi od imetnika (proti določenemu jamstvu) in ga nato proda. Kasneje ga na trgu kupi nazaj po nižji ceni, ga vrne lastniku in realizira dobiček, ki je razlika med prodajno in nakupno vrednostjo. Vrednostne papirje si lahko izposodi pri bankah, večjih borznoposredniških družbah in institucionalnih investitorjih, kot so npr. vzajemni in pokojninski skladi.

Pri običajnem investiranju v vrednostne papirje investitor vrednostne papirje kupi, ker predvideva, da bo njihova vrednost narasla, da jih bo kasneje prodal in ustvaril zaslužek (dolga pozicija). Pri prodaji na kratko pa je ravno nasprotno. Investitor bo ustvaril dobiček, če bo cena vrednostnega papirja, ki jih je prodal, padla, da jih bo lahko kupil nazaj po nižji ceni (Spellman, 2009a).

Primer: prodajalec na kratko predvideva, da je cena delnic podjetja XYZ previsoka, zato proda na kratko 100 lotov podjetja XYZ po ceni 50 evrov za lot in od prodaje prejme 5.000 evrov. Borzni posrednik si te delnice izposodi iz računa nekoga drugega, ki dovoli izposojiti delnic. Te delnice nato dostavi kupcu. Če cena delnice podjetja XYZ potem pade na 30 evrov za delnico, kupi 100 lotov nazaj za vrednost 3.000 evrov. Tako ustvari 2.000 evrov zaslužka (minus provizija), kar je razlika med prodajno in nakupno vrednostjo (5000 evrov - 3000 evrov). Problem lahko nastane, če cena delnice po prodaji na kratko naraste. V primeru, da naraste na 70 evrov, bo imel prodajalec izgubo v vrednosti 2000 evrov (5000 evrov - 7000 evrov). Prodajalec lahko minimizira izgubo tako, da ko začne cena naraščati, delnice čim prej kupi nazaj. V nasprotnem primeru tvega še večjo izgubo.

Prodajo na kratko se običajno uporablja kot zavarovalno naložbeno tehniko, pri kateri gre za zavarovanje dolgih pozicij v primeru negativnega cenovnega trenda na trgu in sicer tako, da investitor na kratko proda vrednostne papirje istega podjetja ali podjetja v istem sektorju. Portfelj, ki vključuje dolgo in kratko pozicijo, je običajno manj volatilen kot tisti, kjer so le

dolge pozicije. Portfelj z obema pozicijama naj bi prinašal malo višje donose, tako pravi raziskava o hedge skladih (Spellman, 2009a). Uporablja se tudi kot tehnika trgovanja v času volatilnih in neuravnoteženih cen vrednostnih papirjev, ki so posledica kratkoročne neučinkovitosti finančnih trgov.

Za prodajo na kratko torej obstajata dva razloga. To je lahko špekulacija, s katero vlagatelj poskuša doseči dobiček na račun precenjenih vrednostnih papirjev ali trga. Po drugi strani pa prodaja na kratko lahko predstavlja varovanje pred tveganjem. Kratka pozicija v tem primeru služi kot varovanje dolge pozicije (Staley, 1997, str. 4).

Potrebno je vedeti, da je prodaja na kratko precej tvegana strategija investiranja. Značilnosti, ki kažejo, kako tvegana je, so (Staley, 1997, str.13):

- na dolgi rok cene večine vrednostnih papirjev rastejo. Cene zvišuje tudi inflacija. Prodaja na kratko torej pomeni investiranje v nasprotno smer splošnega toka trga,
- izgube vlagateljev so neomejene. Cena na kratko prodanega vrednostnega papirja lahko bistveno naraste, kar pomeni visoke izgube. V nasprotnem primeru so donosi omejeni na investirani znesek,
- kadar začne cena vrednostnega papirja rasti in večje število vlagateljev začne pokrivati svoje odprte kratke pozicije, pride zaradi večjega povpraševanja do še večje rasti cene,
- obstaja tudi tveganje prehitre ugotovitve precenjenosti vrednostnega papirja. To poveča ranljivost vlagatelja v času do padca cene. Lahko pride do odpoklica s strani lastnika vrednostnih papirjev in vlagatelj bo moral vrednostne papirje predčasno kupiti nazaj.

Kljub špekulativnim razlogom in nedovoljenim vplivom prodaje na kratko na padec cene vrednostnega papirja, ima takšna prodaja tudi pozitivne lastnosti za trg. To so povečevanje likvidnosti, zniževanje cene precenjenim vrednostnim papirjem in povečevanje učinkovitosti trga (Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005).

Prodaja na kratko pomaga uravnavati presežni borzni optimizem, ki vodi do pretirano visokih cen vrednostnih papirjev. Teži k temu, da cene vrednostnih papirjev odsevajo fundamentalne vrednosti. Prodajalci na kratko imajo torej velik pomen pri uravnavanju cen vrednostnih papirjev. Njihovo pomembno vlogo pri preprečevanju neracionalnega obnašanja investorjev, ki lahko tvori nastanek borznega balona, pa priznavajo tudi pomembni finančniki, npr. predsednik Ameriške centralne banke Ben Bernanke. Profesor Owen Lamont iz univerze Yale pravi: »Nerealne cene vrednostnih papirjev prizadanejo investitorje in njihove denarnice, zato učinkovit trg zahteva, da cene odražajo realno in dejansko stanje.« (Welcome, financial detectives). Bernard Baruch pa meni, da brez prodajalcev na kratko trg ne bi imel nikogar, ki bi kritiziral in krotil lažni optimizem, ki lahko vodi v katastrofo (Welcome, financial detectives).

1.2 Zakaj priložnosti za prodajo na kratko nastanejo?

James Chanos, eden največjih prodajalcev na kratko pravi, da so prodajalci na kratko finančni detektivski. Analizirajo ideje glavnih managerjev v podjetjih, poskušajo ugotoviti, kakšni so njihovi cilji in iščejo napake v njihovih odločitvah in poslovnih modelih (Spellman, 2009a).

Investicijski managerji in posamezniki so ugotovili, da je na finančnih trgih skozi čas težko ustvarjati konstanten dobiček. Prodaja na kratko predstavlja majhno nišo v primerjavi s celotnim trgom vrednostnih papirjev. Veliko študij o obnašanju cen vrednostnih papirjev ocenjuje, da je prodaja na kratko teoretično smiselna. Edward M. Miller, profesor finančne ekonomije na Univerzi New Orleans, je prepričan, da so cene vrednostnih papirjev navzgor in navzdol omejene z nakupi in prodajami na kratko informiranih vlagateljev. Zgornje meje cen vrednostnih papirjev so postavljene s strani prodajalcev na kratko, ki bodo ustavili dvigovanje cen vrednostnih papirjev, če je potencialni zaslužek dolge pozicije večji od stroškov držanja kratke pozicije (Staley, 1997, str. 5). Najbolj kritično je za Millerja vprašanje, kdaj na zgornji meji cene vrednostnega papirja naj prodajalec na kratko vrednostni papir proda. Ker obstajajo pravne zakonske omejitve in precej visoki stroški celotne transakcije, pravi, da ne obstaja samo ena cena, ki je učinkovita za prodajalce na kratko, ampak je teh cen več. Njegova teorija govori tudi o tem, da obstaja veliko več podjetij, katerih vrednostni papirji so precenjeni, kot tistih, ki so podcenjeni. Ravno zato je treba to upoštevati pri prodaji na kratko (Staley, 1997, str. 6).

Podjetja, katerih vrednostni papirji so primerni za prodajo na kratko, lahko razdelimo na tri večje kategorije (Staley, 1997, str. 8):

1. podjetja, kjer management javnosti prikriva resnične podatke o poslovanju in prireja izkaze poslovanja,
2. podjetja, katerih vrednosti delnic so prenapihnjene,
3. podjetja, ki jih spremembe v zunanjem okolju lahko močneje prizadenejo.

Prodajalci na kratko so na te tri značilnosti podjetij vedno pozorni. Vendar pa je njihova analiza veliko bolj natančna. Preučijo mnogo finančnih poročil podjetij, spremljajo poslovanje podjetij, raziščejo vse povezave z drugimi podjetji in prebirajo članke v časopisih. Ko najdejo dejavnost, ki je po njihovi presoji precenjena, začnejo s preučevanjem in iskanjem dodatnih namigov o težavah podjetij v tej izbrani panogi (Staley, 1997, str. 8). Namig, da je v podjetju nekaj narobe, je začetna točka analize prodajalcev na kratko. S preiskavo nadaljujejo tako, da preverijo naslednje kritične karakteristike podjetja (Staley, 1997, str. 9):

- zavajajoče računovodske izkaze. Ugotovijo, ali izkazi in poročila podjetja odsevajo dejansko stanje,
- pogled zaposlenih na podjetje,

- gibanje cene vrednostnega papirja podjetja. Zanima jih, ali je v zadnjem času precej narasla,
- velike appetite podjetja po denarju,
- sredstva in bilance stanja. Ali so sredstva precenjena in je bilanca slaba.

Če je vsaj ena od naštetih karakteristik prisotna v podjetju, se izčrpno preučevanje podjetja nadaljuje. Zberejo vse mogoče informacije in značilnosti, tako znotraj kot zunaj podjetja, spremljajo gibanje tečaja vrednostnega papirja, skratka temeljito analizirajo podjetje na podlagi danih informacij. Popolnih informacij nimajo, zato morajo biti sposobni logičnih zaključkov in zaupati v svojo presojo in izkušnje (Staley, 1997, str. 10).

1.3 Prodajalci na kratko

Prodajalce na kratko (angl. »*shortiste*«) lahko delimo v tri skupine (Staley, 1997, str. 4):

1. borzni specialisti: strokovnjaki, vzdrževalci likvidnosti (angl. *market makers*) in trgovalci s svežnji (angl. *block traders*), ki prodajajo na kratko, da ustvarjajo likvidnost in cenovno stabilnost,
2. tisti, ki hočejo zaslužiti z arbitražo, torej z iskanjem cenovnih neravnovesij. Če npr. podjetje razglasi prevzem nekega podjetja, se lahko delnice prevzemnika proda na kratko in na dolgo kupi delnice podjetja, ki bo prevzeto,
3. poučeni investitorji, ki mislijo, da je določen vrednostni papir ali borzni indeks precenjen in bo čez čas njegova vrednost padla (v to skupino spadajo na primer hedge ali short skladi).

1.4 Postopek prodaje vrednostnih papirjev na kratko

Slika 1: Postopek prodaje na kratko



Vir: J. D. Spellman, *Financial Detectives*, 2009a.

Za prodajo na kratko si mora investitor (prodajalec na kratko) najprej zagotoviti vrednostne papirje, ki jih želi prodati na kratko. To zanj običajno naredi borzni posrednik tako, da si vrednostne papirje izposodi. Izposodi si jih bodisi iz trgovalnega računa neke druge stranke

(izključno marginalni račun), bodisi od katere druge finančne institucije, ki se ukvarja z izposojjo vrednostnih papirjev. To pomeni, da v procesu prodaje na kratko poleg prodajalca in kupca nastopa tudi tretji člen, to je ponudnik vrednostnih papirjev (posojilodajalec) v t.i. najem. Po navadi so to banke, borznoposredniške družbe in institucionalni investitorji (npr. vzajemni skladi). Poleg vrednostnih papirjev pa mora prodajalec na kratko zagotoviti tudi kritje ob morebitni izgubi. Če tečaj vrednostnega papirja po prodaji naraste toliko, da investitor nima več zadostnega kritja, mora na trgovalni račun nakazati dodatna denarna sredstva, da zopet doseže potrebno kritje. Ko se odloči zapreti svojo kratko pozicijo, na trgu preko svojega borznega posrednika kupi nazaj vrednostne papirje in jih vrne lastniku (posojilodajalcu). Lahko se zgodi, da želi lastnik svoje vrednostne papirje prodati prej, kot bi mu jih investitor (prodajalec na kratko) želel vrniti. Posrednik si jih mora zato izposoditi od neke druge stranke ali finančne institucije. Če si jih ne more izposoditi, jih mora investitor nemudoma kupiti nazaj na trgu, vrniti lastniku, in s tem zapreti svojo kratko pozicijo (Understanding short selling, 2000).

Borznoposredniška družba torej običajno prodaja vrednostne papirje, ki so visoko likvidni, jih ima na marginalnih računih večje število njihovih strank oz. si jih brez težav izposodijo pri drugi finančni instituciji. Tako je lahko proces poravnave enostaven in predvsem pravočasen (Understanding short selling, 2000).

1.5 Marginalni račun

Za prodajo na kratko mora investitor (prodajalec na kratko) pri borznoposredniški družbi odpreti poseben trgovalni račun, imenovan marginalni račun (angl. *margin account*). To pravilo je v veljavi zaradi specifične oblike in tveganosti te vrste investiranja, ker gre za dejansko prodajo nečesa, česar prodajalec ne poseduje. V nekem trenutku v prihodnosti je potrebno lastniku vrniti vrednostne papirje, kar pomeni, da ima prodajalec na kratko v času do vrnitve vrednostnih papirjev dolg do lastnika. Pomembno je tudi dejstvo, da ni nujno da cena vrednostnega papirja pade, kar bi si prodajalec želel, pač pa njena cena lahko zraste. Tako prodajalec na kratko tvega celo večjo izgubo denarnih sredstev, kot jih je prejel od prodaje. Zato marginalni račun in vrednost na njem delujeta kot poroštvo in zavarovanje, da bodo vrednostni papirji vrnjeni tudi, če cena vrednostnega papirja raste.

Federal Reserve Board iz ZDA je izdal regulacijo Regulation T, ki določa, da lahko shortisti vrednostne papirje prodajo le preko marginalnega računa. Določa tudi, da mora biti v času odprtja pozicije na marginalnem računu 150-odstotna vrednost pozicije. Sestavlja jo celotna vrednost na kratko prodanih vrednostnih papirjev (100 odstotkov) in dodatnih 50 odstotkov vrednosti prodanih vrednostnih papirjev, ki bo namenjenih za kritje odprte kratke pozicije. Če je vrednost vrednostnih papirjev, ki bodo prodani na kratko, 20.000 dolarjev, je na marginalnem računu potrebno po prodaji imeti poleg omenjenih 20.000 dolarjev še dodatnih 10.000 dolarjev, torej skupaj 30.000 dolarjev. Borzni posrednik dnevno izračunava vrednost odprte pozicije, ki jo ima posamezna stranka na marginalnem računu in sicer tako, da izračuna

vrednost pozicije glede na dnevni enotni tečaj vrednostnega papirja. Tako se dnevno beleži zaslužek ali izguba na računu. Če izguba preseže 50 odstotkov celotne vrednosti, ki je že na računu, bo posrednik zahteval, da se na račun nakaže dodaten denar. Največkrat se ta izračun dela tedensko in ne vsak dan, razen če je trg precej volatilen (Staley, 1997, str. 277).

Če borzni posrednik predvidi, da investitor ne bo finančno sposoben kupiti vrednostnih papirjev nazaj in jih vrniti lastniku, ker je njihova cena narasla, lahko kratko pozicijo zapre (Why do you need a margin account to short sell stocks?).

1.6 Dividende in glasovalne pravice

Dividenda pripada lastniku vrednostnih papirjev, ne glede na to, če jih v času, ko podjetje izplačuje dividende, nima na trgovalnem računu, ker so posojene tretji osebi. Dividenda se prenakaže iz marginalnega računa prodajalca na kratko na račun lastnika - posojilodajalca v enakem znesku, kot bi jih lastnik moral prejeti od podjetja. Prodajalec na kratko torej ni upravičen do dividendnega izplačila (Lewis, 2002).

Glasovalne pravice nosi kupec vrednostnih papirjev, ki so bili prodani na kratko. Prvotni lastnik si pravice glasovanja zopet pridobi, ko so vrednostni papirji vrnjeni na njegov račun (Lewis, 2002).

1.7 Posojanje vrednostnih papirjev

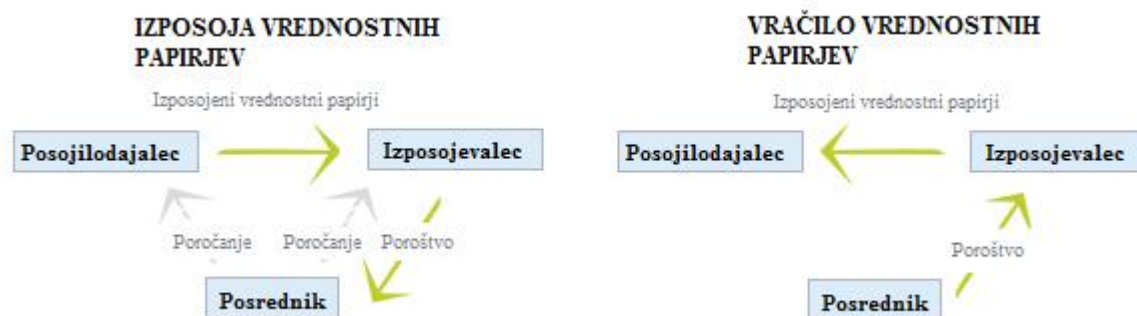
Vrednostne papirje si borzni posrednik lahko izposodi iz drugega marginalnega računa pri isti borznoposredniški družbi ali pri drugi finančni instituciji, ki razpolaga z večjimi količinami vrednostnih papirjev in se ukvarja s posojanjem (Tabela 1 v Prilogi). Borznoposredniška družba ima lahko tudi računalniško avtomatiziran dostop do vrednostnih papirjev preko skrbnika (Duffie et al., 2002). Finančne družbe in posamezniki s posojanjem vrednostnih papirjev dobijo določene prednosti. To je npr. dodaten vir zaslužka, saj mora izposojevalec plačati nadomestilo za izposajo vrednostnih papirjev v višini od 2 do 5 odstotkov posojene vrednosti (v obliki denarnih sredstev, državnih obveznic, vrednostnih papirjev ali kreditnega pisma), ki deluje kot zavarovanje - poroštvo, da bo vrednostne papirje dejansko vrnil. Deluje pa lahko tudi kot kompenzacija, s katero lastnik vrednostnih papirjev pokrije svoje transakcijske stroške, povezane s poslovanjem z vrednostnimi papirji in z držanjem naložbenega portfelja. Poleg tega pa posojilodajalci obdržijo vse prednosti kot imetniki vrednostnih papirjev, razen glasovalnih pravic (About securities lending, 2009).

Najbolj pomembno tveganje, ki se ga mora posojilodajalec vrednostnih papirjev zavedati, je, da obstaja možnost, da mu vrednostni papirji ne bodo vrnjeni oz. da posojilodajalec svoje obveznosti ne bo popolnoma izpolnil, npr. kot posledico insolventnosti. Da se to tveganje čimbolj zmanjša, se podpisniki pogodb o posoji vrednostnih papirjev lahko dogovorijo o

parametrih poročstva, ki bodo v čim večji meri zadovoljili posojilodajalca (Securities lending, 2009).

Pomembno dejstvo je tudi, da je izposoja vrednostnih papirjev transakcija na klic (angl. *at-call product*). To pomeni, da lahko posojilodajalec kadarkoli zahteva svoje vrednostne papirje nazaj in je do tega upravičen (Securities lending, 2009).

Slika 2: Transakcija izposoje in vrnitve vrednostnih papirjev

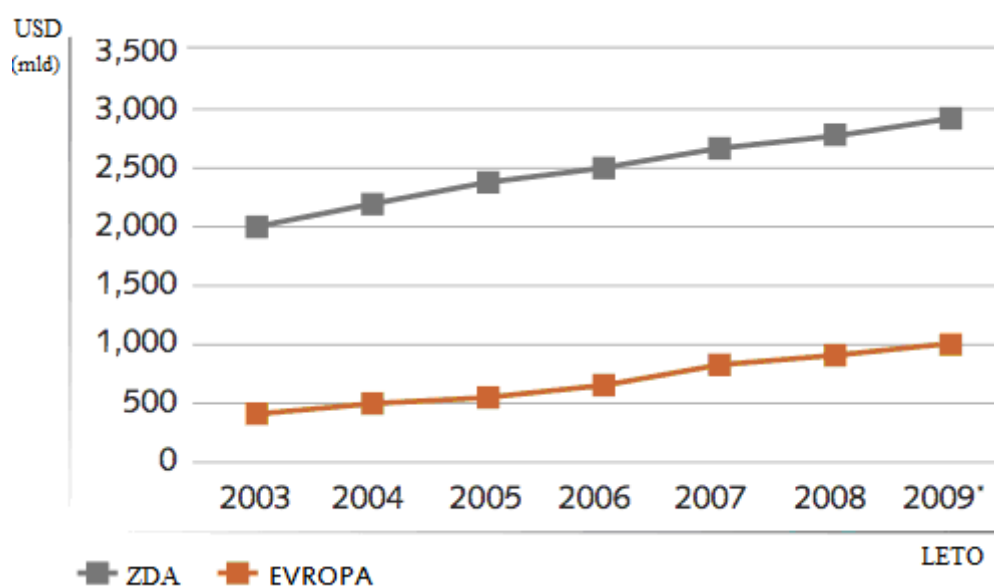


Vir: *About securities lending*, 2009.

Po raziskavi Mednarodne organizacije za posojanje vrednostnih papirjev (International Securities Lending Association - ISLA) so imeli njihovi člani v juniju 2004 za izposajo na voljo za 5,99 milijard evrov vrednostnih papirjev. V ZDA je organizacija Risk Management Association za junij leta 2005 objavila podatek o vrednosti delnic za izposajo v ZDA, in sicer je vrednost znašala 5,77 milijard dolarjev. Do začetka leta 2009 so bili vrednostni papirji na voljo za izposajo le na OTC trgu (angl. *over the counter*), zato je bilo velikost in razširjenost te industrije zelo težko oceniti. Za leto 2007 je ISLA objavila informacijo, da je globalno vrednost vseh vrednostnih papirjev za izposajo presegla 2 trilijona dolarjev (Securities lending, 2009).

V drugi polovici leta 2008 je bilo na svetu izposojenih za povprečno 12,6 trilijonov dolarjev vrednostnih papirjev. Za primerjavo je pomemben podatek, da je bila sredi leta 2008 celotna vrednost vrednostnih papirjev, ki so bili na upravljanju po vsem svetu, 24,8 trilijonov dolarjev. Večja investicijska podjetja imajo v povprečju izposojenih 10 odstotkov vseh vrednostnih papirjev, ki jih imajo v portfeljih, s posameznimi odstopanji tudi do 25 ali celo 50 odstotkov (Spellman, 2009a).

Slika 3: Velikost trga izposoje vrednostnih papirjev 2003 – 2009



Vir J. D. Spellman, *Financial Detectives*, 2009a.

Vzrok za naraščajoči trg posojanja vrednostnih papirjev v zadnjih desetih letih je v visoko cvetočem kapitalnem trgu in iskanju možnosti za vse večje donose, deregulaciji mednarodnih trgov in vedno večjem zanimanju investorjev za tuje trge. Pomemben vpliv na rast posojanja pa je imela predvsem naraščajoča aktivnost upravljalcev hedge skladov, ki so s svojimi investicijskimi strategijami posegali po najrazličnejših finančnih instrumentih.

Čeprav je posojanje vrednostnih papirjev aktivnost, ki je relativno nizko tvegana, tveganja vseeno ne gre zanemariti. Tveganje za ne-vrnitev izposojenih vrednostnih papirjev, se je npr. v času finančne krize in propada več finančnih institucij (npr. investicijska banka Lehman Brothers) precej povečalo. To tveganje je s seboj prineslo veliko izgub investorjev in novih težav v državi. Posledica je bila prepoved in določene omejitve prodaje na kratko za podjetja iz finančnega sektorja, ki jih bomo opisali v poglavju o regulaciji (Securities lending, 2009).

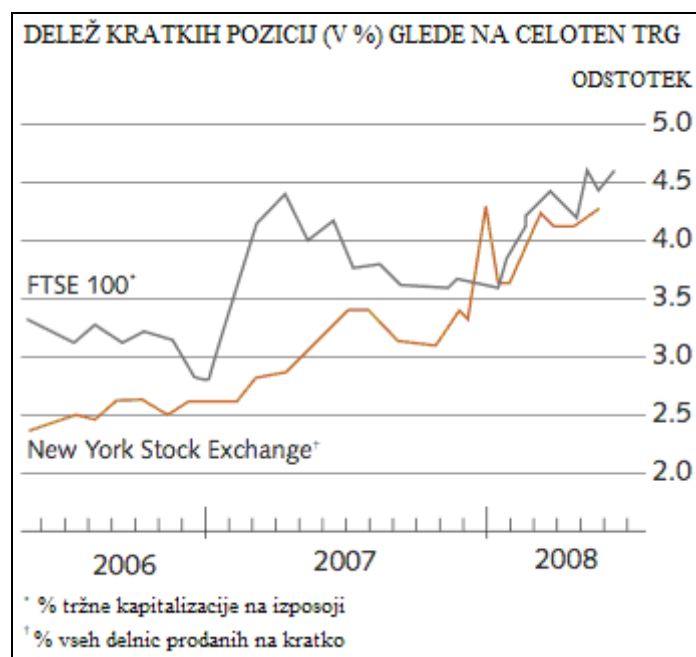
Razlogi za posojanje vrednostnih papirjev so predvsem v dodatnem zaslužku institucionalnih investorjev oz. tistih, ki vrednostne papirje posojajo. Sredstva po navadi porabijo npr. za kritje stroškov svojih transakcij, poslovanja ipd. Plačilo za »oddajo« vrednostnih papirjev se razlikuje glede na vedenje povpraševanja in ponudbe po vrednostnem papirju in glede na tveganje, ki ga je posojilodajalec vrednostnih papirjev pripravljen sprejeti s posojilom. Stroški izposoje so npr. manjši za bolj varne oz. nižje tvegane vrednostne papirje, kot so državne obveznice. Tisti, ki za posojene vrednostne papirje prejmejo denarno poroštvo, lahko ta denar vložijo naprej in s tem zaslužijo dodatne prihodke. Drugi pomembni faktorji, zakaj posoditi vrednostne papirje, pa so odvisni od same narave in velikosti portfelja, namenjenega za posojilo, stabilnosti portfelja in davčnega statusa posojilodajalca (Securities lending, 2009).

1.8 Finančna kriza 2007 – 2009 in prodaja na kratko

V ZDA je julija 2007 izbruhnila kriza na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, ki se je razširila v svetovno finančno in gospodarsko krizo. Po poku nepremičninskega balona v ZDA so se z velikimi težavami soočile največje finančne institucije, porušenih je bilo več zakonitosti finančnih sistemov. Vse to je vodilo k povečanju volatilnosti na finančnih trgih. Delniški trgi so strmo padli in investitorji so začeli svoja sredstva seliti iz delnic v bolj varne naložbe. Wall street je prodajo na kratko večinoma obravnaval pozitivno, vendar se je to mnenje s finančno krizo spremenilo. Večje ameriške banke so poleti leta 2008 zahtevale prekinitev prodaje na kratko z njihovimi delnicami. Razlog je bil, da naj bi prodaje na kratko močno vplivale na padec tečajev delnic bank in ustvarile nezaupanje vlagateljev v te delnice.

Med velikimi izgubami vrednosti na finančnih trgih med oktobrom 2007 in oktobrom 2008, so skladi, usmerjeni v prodajo na kratko (angl. *short-bias funds*), zrasli za 21,4 odstotkov. Za primerjavo je delniški indeks 500 najboljših ameriških podjetij S&P 500 Index v tem času padel za 22 odstotkov. To kaže, kako pomembna je uporaba diverzificiranih investicijskih strategij. Slika 4 prikazuje delež kratkih pozicij (prodaj na kratko) glede na celoten promet na newyorški borzi (obarvano z oranžno) in količino na kratko prodanih vrednostnih papirjev, glede na vrednost vseh izposojenih vrednostnih papirjev iz indeksa FTSE 100, ki predstavlja 100 največjih angleških podjetij, ki kotirajo na borzi v Londonu (obarvano z modro). Konec decembra 2008 je bilo na kratko prodanih 1,99 odstotka vseh delnic iz indeksa S&P 500 in le 1,86 odstotka vrednosti tržne kapitalizacije indeksa FTSE 100 je bilo na izposoji (Spellman, 2009a).

Slika 4: Delež kratkih pozicij (v %) glede na celoten trg



Vir: J. D. Spellman, *Financial Detectives*, 2009a.

1.9 Prodaja na kratko v Sloveniji

Prodaja na kratko v slovenski davčni zakonodaji ni posebej urejena. Po pojasnilu Ministrstva za finance iz leta 2006 gre pri prodajah na kratko za dogovor o posojanju vrednostnih papirjev, ki ga obravnavajo podobno kot dogovor REPO (angl. *Repurchase agreements*) oz. dogovor o začasnem nakupu in prodaji oz. dogovor o začasnem odkupu z obveznim povratnim odkupom. Pri obeh vrstah dogovorov (tj. o posojanju vrednostnih papirjev in o začasnem nakupu in prodaji) gre za prenos vrednostnih papirjev in kasnejšo vračilo teh vrednostnih papirjev. Pri takih dogovorih ostane ekonomski lastnik prenesenih vrednostnih papirjev prenositelj (tj. posojilodajalec v primeru dogovora o posojanju vrednostnih papirjev ali »repo« prodajalec v primeru »repo« dogovora), čeprav ne ostane pravni lastnik prenesenih vrednostnih papirjev ali jamstva (Rozman, 2009).

Dogovor o posojanju vrednostnih papirjev običajno predlaga oseba, ki si želi izposoditi vrednostne papirje (posojilojemalec) in sicer osebi, ki take vrednostne papirje ima (posojilodajalec). Razlogi za izposojilo so lahko različni, med drugim tudi pokritje prodaje na kratko. V takem dogovoru, biti mora v pisni obliki, posojilodajalec v zameno za določeno jamstvo (zavarovanje) prenese pravno lastništvo vrednostnega papirja na posojilojemalca. Prav tako se posojilojemalec zaveže, da bo vrnil enakovredne vrednostne papirje posojilodajalcu in sicer na njegovo zahtevo ali v določenem času, ta pa mu bo ob istem času vrnil jamstvo (zavarovanje). V času posojila posojilodajalec ostane upravičen do ekonomskih koristi iz vrednostnega papirja in nosi tveganje iz vrednostnega papirja. Ker ekonomski lastnik pri dogovoru o posojanju vrednostnih papirjev ali dogovoru REPO ostane prenositelj, prenos vrednostnih papirjev in jamstva na podlagi dogovora o posojanju vrednostnih papirjev ali dogovora REPO ni odsvojitve vrednostnih papirjev, ki ima za posledico ugotavljanje dobička iz kapitala pri prenositelju. Prav tako se tudi prenos enakovrednih vrednostnih papirjev nazaj (vračilo) ne obravnava kot ponovna pridobitev vrednostnih papirjev pri prenositelju. Tako prenositelj ne ugotavlja morebitnega dobička ali izgube pri prenosu vrednostnih papirjev ali jamstva po dogovoru o posojanju vrednostnih papirjev ali dogovoru REPO. Leta 2008 sprejeti Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI) v 9. členu za odsvojitve IFI šteje vsako transakcijo ali dogodek, zaradi katerega zavezanec doseže izgubo ali dobiček. Tako se za davčno osnovo upošteva razlika med vrednostjo izvedenega finančnega instrumenta ob odsvojitvi in vrednostjo izvedenega finančnega instrumenta ob pridobitvi (Ministrstvo za finance: Odgovor na novinarska vprašanja, 2006).

2 VRSTE PRODAJE NA KRATKO IN POMEMBNI POJMI

Obstajata dve vrsti prodaje na kratko. Poleg krite, obravnavane v prvem poglavju, obstaja tudi nekrita (angl. *naked*) prodaja na kratko. Razlikujeta se v tem, ali si prodajalec pred prodajo na kratko vrednostne papirje izposodi ali ne.

2.1 Nekrita prodaja na kratko

Pri nekriti prodaji na kratko (angl. *naked short selling*) si prodajalec ne izposodi vrednostnih papirjev, ki jih proda na kratko. Kupcu se v roku v treh poravnalnih dneh zato ne dostavijo, torej se posel ne poravna. To pomeni, da kupec kupi samo prodajalčevo obljubo, da bo vrednostne papirje dostavil in ne dejanskih vrednostnih papirjev. Razlog za neporavnano v roku je seveda lahko tudi legitimen, lahko se na primer zgodi, da pride do mehanske ali človeške napake (npr. borzni posrednik se zmoti v tipkanju). Napako se lahko odpravi in so vrednostni papirji dostavljeni kupcu le kakšen dan kasneje. Večinoma pa vrednostni papirji niso dostavljeni zaradi nekrите prodaje na kratko.

Vzdrževalci likvidnosti (angl. *market makers*), ki nastopajo na trgu z namenom ustvarjanja likvidnosti, zaradi odsotnosti ponudbe na določenih vrednostnih papirjih zagotavljajo tržno likvidnost tako, da jih prodajajo na kratko. Ravno zaradi majhne ponudbe imajo problem z izposojjo teh vrednostnih papirjev. Nelikvidnost je zato lahko razlog, da se vrednostni papirji ne poravnajo v predvidenem roku (Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005). Čeprav se količine vrednostnih papirjev, prodanih na kratko in nedostavljenih kupcem, ne da natančno določiti, je njen dober kazalnik količina vrednostnih papirjev, ki niso bili dostavljeni kupcem v treh predpisanih dneh. »Naked« prodaja na kratko predstavlja večino teh poslov (Norris, 2009).

SEC je za prodajo na kratko razvila določena pravila za zaježitev manipulativnega obnašanja določenih investorjev in preprečevanje zlorab na trgu. Pa tudi zaradi pomena, ki ga ima taka prodaja za izdajatelje vrednostnih papirjev in nenazadnje za investitorje in njihovo zaupanje v samo borzo vrednostnih papirjev. Regulacija SHO je bila sprejeta 3. januarja 2005 v ZDA kot posodobitev zakona o prodaji na kratko. Regulacija SHO razlaga pojem prodaja na kratko, določa, kako se zakonito prodaja vrednostne papirje na kratko, obravnava probleme in pravno zaokrožuje celoten proces (Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005).

Kdaj je torej nekrita prodaja na kratko nezakonita in jo kot tako lahko štejemo za zlorabo trga vrednostnih papirjev? Regulacija SHO navaja 3 vrste nekrите prodaje in sicer (Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005):

- **prodaja vrednostnih papirjev na kratko brez predhodne izposoje vrednostnih papirjev za pravočasno dostavo oziroma poravnano.** Ta način krši pravila Regulacije SHO, razen, če prodajalec, ki je vzdrževalec likvidnosti, v dobri veri (angl. *»bona fide«*) ustvarja ponudbo vrednostnih papirjev na trgu. Vzdrževalcem likvidnosti, ki so največkrat večje investicijske banke, si ni potrebno izposoditi vrednostnih papirjev pred prodajo na kratko, ker so oskrbovalci likvidnosti in delujejo v skladu z zakonodajo. Vzdrževalci likvidnosti ne uporabljajo špekulativnih investicijskih strategij pri prodaji vrednostnih

papirjev, ker so zavezani k določenim zakonskim obveznostim in pravilom, ki jim tega ne dopuščajo,

- **prodaja vrednostnih papierjev na kratko brez dostave kupcu na predviden dan poravnave (T+3).** Pravila niso nujno kršena, če so razlogi, zakaj ni prišlo do pravočasne poravnave vrednostnih papierjev, zakonsko upravičeni (mehanske napake, človeške napake),
- **prodaja vrednostnih papierjev na kratko brez dostave kupcu na predviden dan poravnave (T+3) z namenom nižanja cene vrednostnih papierjev.** Ta način je prepovedan, krši več zakonov, ki se nanašajo na trgovanje z vrednostnimi papirji, saj pomeni manipulacijo cene.

Zaradi še nenatančno definiranih zakonov in pravil za prodajo na kratko se je ta način prodaje vrednostnih papierjev v času padanja tečajev od oktobra 2007 naprej zelo povečal. Prodajalci na kratko so med krizo predvideli možnosti za zaslužek. Ker pa je zaradi velikega zanimanja za prodajo na kratko zmanjkalo vrednostnih papierjev za izposojajo, so vrednostne papirje prodajali brez kritja in se tako izognili stroškom izposoje. Nekrita prodaja na kratko ima lahko negativne posledice na trgu. Špekulanti jo uporabljajo kot orodje za manipulacijo trga. Prekomerno prodajajo določene vrednostne papirje z namenom ustvarjanja dobička v obdobju padanja tečajev, kar je prepovedano. Vrednostni papirji se ne dostavljajo in posli ostajajo neporavnani dalj časa, to pa povzroča neizpolnjene obveznosti pri klirinški družbi, kjer se posli poravnajo. Regulacija SHO zato posebno pozornost namenja zmanjševanju števila potencialnih neporavnjav. Od borznih posrednikov npr. zahteva, da zaprejo odprte neporavnane pozicije za vrednostne papirje, ki so na listi »threshold securities« (to so vrednostni papirji, katerih število neporavnanih poslov presega po regulaciji SHO dovoljeno količino) že 13 ali več delovnih dni. Borza dnevno objavlja seznam vrednostnih papierjev, ki po treh dneh niso bili poravnani.

Nekrita prodaja na kratko vlagatelju prihrani stroške izposoje vrednostnih papierjev ali omogoči prodajo na kratko tistih, katerih izposoja je zaradi velikega števila že izposojenih vrednostnih papierjev skoraj nemogoča.

2.1.1 Zmotna prepričanja in nesporazumi

Pri prodaji na kratko večkrat pride do zmotnih prepričanj in neresnic. Nekateri kritiki pravijo, da nekrita prodaja na kratko povzroči, da je število vrednostnih papierjev, s katerimi se prosto trguje na borzi, dejansko lahko večje in presega število izdanih vrednostnih papierjev, ki so na voljo za prosto trgovanje. Tako naj bi borzni posredniki trgovali z vrednostnimi papirji, ki »ne obstajajo«. Ameriški klirinško depotni sistem naj bi potem poknjižil tiste s statusom neporavnani (nedostavljeni) in tako produciral plagate vrednostnih papierjev. Kupci, ki nevede kupijo te plagate od nekritega prodajalca na kratko, pa v bistvu te vrednostne papirje nehoti posodijo. SEC razlaga in pojasnjuje, da vse to ne drži. Nekrita prodaja na kratko namreč nima nikakršnega vpliva na količino izdanih vrednostnih papierjev in ameriški klirinško depotni

sistem ne ustvarja »kopij«. Dokler vrednostni papirji niso dostavljeni kupcu, kupec še ni lastnik teh vrednostnih papirjev. Klirinško depotni sistem namreč ne poknjiži vrednostnih papirjev na novega lastnika, dokler ti niso dostavljeni s strani prodajalca (Practices related to naked short selling complaints and referrals, 2009).

2.1.2 Primer Goldman Sachs

V letu 2010 je bila borznoposredniška družba, Goldman Sachs Execution & Clearing, L.P. (GSEC), podružnica investicijske banke Goldman Sachs Group, Inc., obtožena kršitve Regulacije SHO. GSEC bi morala, tako kot vsa investicijska podjetja, registrirana pri SEC, upoštevati zakone in pravila. V tem primeru je kršila pravilo »Rule 204T«, ki spada pod regulacijo SHO. To pravilo zahteva od registriranih članov, da dostavijo delnice na dan poravnave posla. V primeru prodaje na kratko pa morajo kupiti oz. si izposoditi vrednostne papirje, da zaprejo odprto pozicijo, najkasneje naslednji delovni dan po dnevu, ko bi morala biti poravnava, do začetka trgovanja. GSEC 9. decembra 2008 ni pravočasno poravnala vrednostnih papirjev iz naslova prodaje na kratko. Zaposleni naj bi se zmotil pri izračunu dneva poravnave poslova za 22 različnih vrednostnih papirjev. Napako so odkrili sami in vrednostne papirje poravnali 12. decembra 2008. Podobno se je zgodilo 6. januarja 2009, ko niso pravočasno poravnali poslova za 38 različnih vrednostnih papirjev. Napako so odkrili in papirje poravnali 22. januarja 2009. S tem so kršili pravilo in zato dobili kazen v višini 450.000 USD (Securities and Exchange Commission, File No. 3-13877, 2010).

2.1.3 Primer Nanopierce Technologies, Inc.

Podjetje Nanopierce Technologies, Inc. je obtožilo klirinško podjetje Depositary Trust and Clearing Corp. (DTCC), da je dovolil prodajalcem na kratko, da niso poravnali večjih količin odprtih pozicij dlje časa. To naj bi posledično povzročilo padec cene njihove delnice za več kot 50 odstotkov. DTCC je imel vzpostavljen program izposoje delnic s svojimi člani. V primeru, da prodajalec na dan poravnave posla ni dostavil vrednostnih papirjev, si jih je DTCC izposodil od svojih članov in posel poravnal. Nanopierce Technologies, Inc. je trdil, da s tem ustvarjajo dodatne vrednostne papirje izdajateljev, vplivajo na padec cen vrednostnih papirjev in s tem razvrednotijo deleže obstoječih delničarjev. Sodišče je obtožbe s strani Nanopierce Technologies, Inc. ovrglo (Emshwiller & Scannell, 2007).

2.2 Interes prodaje na kratko

Zelo pomemben indikator tržnega sentimenta za investitorje, ki prodajajo na kratko, je interes prodaje na kratko (angl. *short interest*). To je interes prodaje na kratko, ki kaže število vrednostnih papirjev določenega podjetja, ki so prodani na kratko. Predstavlja število vseh odprtih kratkih pozicij za določen vrednostni papir, izražen pa je v številu ali v odstotkih. Če je izražen v odstotkih, je interes število vrednostnih papirjev prodanih na kratko glede na

število celotne izdaje. To je pomemben podatek za tiste, ki spremljajo prodajo na kratko, da lahko opazujejo cenovna gibanja vrednostnih papirjev.

Večina borz sledi interesu prodaje na kratko za vsak vrednostni papir. Dvakrat v mesecu (na sredini in na koncu meseca, kar je značilno za Nyse group in Nasdaq) objavijo, kolikšen je interes prodaje na kratko. Ta podatek je dostopen tudi na internetu. Večji porast ali padec interesa določenega vrednostnega papirja glede na prejšnji mesec lahko pomembno vpliva na tržni sentiment. Če za določen vrednostni papir interes naraste, to pomeni, da se je povečalo število vlagateljev, ki verjamejo, da bo cena tega vrednostnega papirja v prihodnje padla. Nekatere študije pravijo, da visok nivo interesa prodaje na kratko napoveduje in nakazuje prihodnje slabe novice in negativna presenečenja pri objavi poslovnih rezultatov podjetja. Druge pa zagovarjajo, da visok interes kaže na preobrat na trgu ali pa celo, da ne kaže nobene smeri obnašanja vlagateljev (Spellman, 2009a).

Drug pomemben kazalnik je »short-interest ratio« oziroma pogosto imenovan tudi »days-to-cover ratio«, ki nam pove, v koliko dneh lahko prodajalci na kratko zaprejo svoje odprte kratke pozicije glede na dnevni volumen vrednostnega papirja. Višji kot je kazalnik, dalj časa traja, da prodajalci kupijo nazaj izposojene vrednostne papirje.

Tabela 1: Interes prodaje na kratko za nekaj podjetij, ki kotirajo na newyorški borzi za februar 2009

OZNAKA DELNICE	PODJETJE	KRATKE POZICIJE NA DAN 13.FEB 2009	KRATKE POZICIJE NA DAN 30.JAN 2009	POVPREČEN DNEVNI VOLUMEN	DNEVI ZA POKRITJE
F	FORD MOTOR COMPANY	267.189.909	273.286.779	46.668.000	5,73
C	CITIGROUP	182.221.323	180.983.983	258.224.100	1,42
GE	GENERAL ELECTRIC	166.144.011	167.972.565	130.138.900	1,28
AIG	AIG	151.268.200	128.659.009	38.734.800	3,91
WFC	WELLS FARGO & CO.	124.486.523	111.677.537	107.001.900	1,16

Vir: J. D. Spellman, Financial Detectives, 2009a.

Iz zgornje tabele lahko razberemo interes za prodajo na kratko za nekaj izbranih ameriških podjetij, ki kotirajo na newyorški borzi (NYSE) na dan 13. februar 2009. Podjetje Ford motor je imelo npr. na ta dan na kratko prodanih (odprte pozicije) 267.189.909 delnic, kar je nižje od 273 milijonov na dan 30. januar 2009, vendar še vedno zelo visoko. Glede na povprečen dnevni volumen bi prodajalci na kratko porabili več kot 5 dni, da bi pokrili svoje odprte pozicije. Višje, kot je število dni za pokritje odprtih pozicij, več časa je potrebnega, da se vse izposojene delnice kupijo nazaj. Če število dni, potrebnih za pokritje kratkih pozicij v

določeni delnici presega 8, to na splošno pomeni, da odprte pozicije ni možno pokriti v vsakem trenutku. To kaže na veliko tveganje, da bo cena delnice zaradi povečanega povpraševanja izrazito narasla, če bi prodajalci na kratko naenkrat hoteli pokriti pozicije (Spellman, 2009).

Vprašanje, ali je interes prodaje na kratko pozitiven ali negativen znak za rast cen vrednostnih papirjev, pesti mnoge ekonomiste in motivira raznorazne študije. Prodajalci na kratko morajo namreč enkrat zapreti svoje odprte pozicije in kupiti vrednostne papirje nazaj, kar je lahko znak za rast cen. Po drugi strani pa razmišljajo, ali je interes prodaje na kratko znak za padec cen vrednostnih papirjev zaradi korelacije med interesom prodaje na kratko in morebitno še neznano negativno notranjo informacijo (Reed, 2007).

Seneca (1967) uporablja interes prodaje na kratko za napovedovanje prihodnjih donosov in ugotavlja, da visok interes pelje do nižjih donosov za indeks S&P 500. Figlewski (1981) podobno ugotavlja, da je interes prodaje na kratko negativno koreliran z bodočimi donosi. Nadalje o interesu prodaje na kratko kot negativnem signalu Asquith in Meulbroek (1996) kreirata portfelj delnic, na katerih je interes prodaje na kratko višji od 2,5 odstotka izdanih delnic. Ugotovila sta, da je donosnost sestavljenega portfelja nižja od donosnosti trga. Desai et al. (2000) pridejo do enakih rezultatov za trg Nasdaq in ugotovijo celo, da se verjetnost umika vrednostnega papirja iz organiziranega trgovanja na borzi poviša za vrednostne papirje z visokim interesom prodaje na kratko (Reed, 2007).

2.3 Iztis prodaje na kratko

Osnovno načelo prodaje na kratko, če cena vrednostnega papirja po prodaji narašča, namesto da bi padala, je, da je odprto pozicijo najboljšo zapreti, preden je izguba prevelika. Iztis prodaje na kratko (angl. *short squeeze*) je pojav, ko prodajalci zapirajo svoje pozicije z nakupi vrednostnih papirjev, povečujejo povpraševanje, zmanjšujejo ponudbo in s tem višajo ceno vrednostnega papirja. Nepričakovane pozitivne novice, pozitivni makro ali mikroekonomski podatki lahko povzročijo visok porast cene. Prodajalci na kratko tako lahko zapirajo svoje pozicije v takšni meri, da njihovo povpraševanje preseže ponudbo vrednostnih papirjev na trgu, kar pa še dodatno vpliva na višanje cen (Spellman, 2009a).

Za nastanek iztisa prodaje na kratko sta potrebna dva razloga. Prvi je, da mora cena vrednostnega papirja, prodanega na kratko, naraščati. Prodajalci se tako soočajo z izgubo, ki je lahko iz dneva v dan večja. Drugi pa, da je ponudba vrednostnih papirjev na trgu zelo majhna, kar pomeni, da je nakup večje količine težko izvesti npr. v enem dnevu. Majhno trgovanje z vrednostnim papirjem je lahko posledica tega, da večji del držijo večji investitorji, ki vrednostnih papirjev nočejo prodati. Zato lahko sledi, da prodajalci na kratko, ki finančno niso zmožni prenesti izgub zaradi naraščanja cen, tveganje, da bi čakali na padec cene, pa je preveliko, so prisiljeni vrednostne papirje kupiti nazaj in tako zapreti svoje odprte pozicije. To pa zaradi majhne ponudbe ni enostavno, saj tak nakup še dodatno zvišuje ceno. Porast cene

začne vplivati še na druge tržne udeležence, ki se jim izguba zaradi višje cene vrednostnega papirja povečuje, zato morajo, ali zagotoviti dodatna sredstva na svoj marginalni račun, ali pa zapreti pozicijo. Če se odločijo za slednje, to zopet povzroči dodatne izgube za drugega tržnega udeleženca zaradi vedno višje cene vrednostnega papirja in ta »domino efekt« pripelje do nepredstavljivo visokih cen. Zaradi iztisa prodaje na kratko lahko cena naraste torej za štirikrat ali še več, to pa povzroči izgube, ki so lahko večje kot v primeru dolgih pozicij in stečaja podjetja. Prodaja na kratko je torej zelo nevarna strategija investiranja, saj so izgube neomejene, kratkim pozicijam v nelikvidnih vrednostnih papirjih pa se je boljše izogibati (Short squeeze).

Irvine in Venkataraman (Irvine & Venkataraman, 2006) razlagata, da je iztis prodaje na kratko redek pojav. Edini povod za večje tveganje, da se iztis zgodi, je visok interes prodaje na kratko. Možnost nastanka iztisa omenjata kot dodaten strošek za prodajalce na kratko, saj morajo biti vrednostni papirji, ki jih imajo na izposoji, vrnjeni posojilodajalcu na njegovo zahtevo. To vpliva na izpostavljenost prodajalcev na kratko tveganju iztisa. Nadalje pravita, da se iztis zgodi, ko hoče posojilodajalec svoje vrednostne papirje prodati, prodajalec na kratko pa ne najde drugega vira za izposojno papirjev in mora zato vrednostne papirje kupiti na trgu, da jih lahko vrne posojilodajalcu. Če to pokrivanje odprtih pozicij povzroči začasno tržno neravnovesje, lahko cene nepričakovano in hitro narastejo zaradi ostalih udeležencev, ki morajo prav tako zapreti svoje odprte pozicije. Zato Irvine in Venkataraman (Irvine & Venkataraman, 2006) menita, da se prodajalci na kratko nagibajo k prodaji na kratko bolj likvidnih vrednostnih papirjev, to je tistih, kjer so možnosti za izposojno večje.

Pomemben je tudi vpliv na donose vrednostnih papirjev z višjim tveganjem nastanka iztisa prodaje na kratko. Irvine in Venkataraman (Irvine & Venkataraman, 2006) ugotavljata, da je možnost iztisa prodaje na kratko v splošnem minimalna, ker je za večino vrednostnih papirjev interes prodaje na kratko nizek in zato ni nikakršne možnosti, da bi iztis prodaje na kratko vplival na donose vrednostnih papirjev. Kljub temu pa v svojem modelu pokažeta, da verjetnost nastanka iztisa prodaje na kratko negativno vpliva na donose za vrednostne papirje, in sicer: če je interes prodaje na kratko visok, je donosnost nižja (Irvine & Venkataraman, 2006).

3 VLOGA HEDGE SKLADOV PRI PRODAJI NA KRATKO

Hedge skladi spadajo v skupino netradicionalnih investicijskih skladov kot predstavniki alternativnih oblik investiranja. Pojem »hedging« pomeni zavarovanje, zato so hedge skladi oblika zavarovanja premoženja pred izgubo vrednosti. Hedge skladi posegajo po različnih investicijskih strategijah z uporabo prodaje na kratko in izvedenih finančnih instrumentov. Beseda hedge je bila v petdesetih letih prejšnjega stoletja dodana tistim investicijskim skladom, ki so tveganje dolgih pozicij nevtralizirali s prodajo vrednostnih papirjev na kratko, z naložbami v izvedene finančne instrumente in z uporabo finančnega vzvoda. Dandanes pa je

zaradi uporabe najrazličnejših instrumentov s ciljem doseganja čim višjih donosov ime »hedge« sklad zavajajoče, saj je bolj tvegano od tradicionalnih naložb (Recelj, 2004, str. 2).

3.1 Izvor in značilnosti hedge sklada

Po koncu 2. svetovne vojne, leta 1949, je sociolog in finančni novinar Alfred Winslow Jones (po rodu Američan) pripravljal znanstveno raziskovalno delo za revijo Fortune magazine o napovedovanju gibanja trga delnic (angl. *stock-market forecasting*). Presenečen nad neortodoksnimi metodami in tehnikami investiranja, je izumil nov pristop investiranja, ustanovil je tržno-nevtralen sklad (angl. *market neutral fund*). Njegov sklad je kupoval podcenjene vrednostne papirje in na kratko prodajal ostale, s čimer se je zavaroval pred tržnim tveganjem. Alfred Winslow Jones je bil prvi, ki je uporabil kombinacijo tehnike prodaje na kratko, tehnike finančnega vzvoda in vzpodbujevalne provizije na podlagi dosežkov (Spellman, 2009b).

Izraz hedge sklad se nanaša na privatno, profesionalno upravljanje premoženja z različnimi investicijskimi strategijami. "Hedge" pomeni zavarovati, zaščititi investicijo in izvira iz cilja zaslužiti denar v primeru, če trg raste ali če pada z uravnavanjem izpostavljenosti tveganju. Bolj primeren oz. natančen izraz za hedge sklad bi vsekakor bil privatna investicijska družba (angl. *private investment company*). Hedge sklad je od finančnih oblasti nenadzorovan sklad, ki za bogate stranke prakticira agresivno investiranje (Graham, 1973, str. 13).

Število investorjev v hedge sklad je omejeno. Zaradi določenih omejitev, predvsem finančnih in premoženjskih, v hedge sklad vlagajo institucionalni investitorji in premožnejši posamezniki. Večina hedge skladov ima bolj tvegane portfelje od vzajemnih skladov. Veliko bolj pogosto se poslužujejo tveganih operacij, kot npr. prodaje na kratko in kupovanja vrednostnih papirjev z zadolževanjem (kupovanje na »margin«). Hedge skladov ni potrebno registrirati, niti ne poročati o njihovem poslovanju, ker so izločeni iz nadzora vladnih agencij. To je razlog, da je javno ponujanje, oglaševanje in pristopanje k takim skladom izredno omejeno, saj niso namenjeni širši množici (Pipan, 2003, str. 38).

Junija 2009 je okrog 8.900 hedge skladov oziroma privatnih investicijskih družb upravljal z več kot 1,43 trilijoni ameriških dolarjev, kar je za celoten trg relativno majhna vrednost, saj ta vsota predstavlja 1,1 odstotka celotnega trga (npr. vzajemni skladi upravljaajo z 26,2 trilijoni ameriških dolarjev). Te skladi imajo pomembno vlogo za ameriški in druge globalne kapitalske trge. Razvijajo namreč boljše tehnike upravljanja s tveganjem, povečujejo in ustvarjajo likvidnost in spodbujajo učinkovitost trga, prispevajo k procesu oblikovanja cene ter integracije trgov. Razporejajo tveganja med udeležence trga in dosegajo nadpovprečne donose. Na trg imajo torej pozitivne učinke in koristi, seveda pa imajo tudi slabe lastnosti, saj z uporabo finančnega vzvoda (angl. *financial leverage*) in prodaje na kratko svoja sredstva povečujejo prek meja, ki jih lahko krijejo.

3.2 Hedge skladi in prodaja na kratko

Pogosta tehnika investiranja hedge skladov je prodaja na kratko. Veliko hedge skladov prodajo na kratko redno uporablja kot komponento v investicijski strategiji. Z njo zavarujejo dolge pozicije, ali pa npr. kupijo delnice s pričakovanim višjim donosom in na kratko prodajo tiste z nižjim. Veliko se poslužujejo prodaje na kratko tudi v povezavi z arbitražnimi aktivnostmi. Arbitraža, pogojena s tveganjem (angl. *risk arbitrage*), je strategija, kjer se kupujejo vrednostni papirji podjetja, ki ga v kratkem čaka prevzem, na kratko pa prodajajo vrednostni papirji podjetja prevzemnika. Zamenljiva arbitraža (angl. *convertible arbitrage*) pomeni nakup zamenljivih vrednostnih papirjev (angl. *convertible securities*), ki so večinoma obveznice, in prodajo na kratko vrednostnih papirjev – delnic, ki so predmet (osnova) te zamenjave (angl. *underlying securities*) in tako izkoristek razlike v ceni. S statistično arbitražo (angl. *statistical arbitrage*) pa se lahko ustvari dobiček z izkoriščanjem razlike v cenah med statistično povezanimi vrednostnimi papirji, ki jih tržni udeleženci identificirajo z različnimi matematičnimi modeli.

Ocenjeno je, da hedge skladi predstavljajo le 5 odstotkov vseh sredstev v upravljanju po svetu, vendar sočasno predstavljajo tretjino do polovice dnevnih aktivnosti na newyorški (NYSE) in na londonski borzi (LSE). To pomeni, da imajo velik vpliv na oblikovanje dnevnih cen finančnih instrumentov, še večji delež pa predstavljajo aktivnosti hedge skladov pri trgovanju s kompleksnejšimi instrumenti. Če hedge skladi predstavljajo tretjino do polovico dnevnih aktivnosti na borzi in glede na to, da pogosto uporabljajo prodajo na kratko v svojih strategijah investiranja, lahko sklepamo, da so prav oni največja skupina dnevnih prodajalcev na kratko.

3.4 Prodaja na kratko s strani registriranih investicijskih podjetij

Investicijska podjetja registrirana pri SEC so manj fleksibilna pri uporabi strategije prodaja na kratko kot hedge skladi, saj so zavezana k uporabi zahtev in delovanju po smernicah Akta o investicijskih podjetjih (angl. *Investment Company Act*). Ta akt zahteva, da investicijsko podjetje sproti obvešča in informira vlagatelje o svojih investicijah, strategijah, tehnikah investiranja in tveganju, ki je povezan z njimi. Zato mora o prodaji na kratko obvestiti investitorje. Potrebno pa je dosledno upoštevati tudi tveganje, ki ga prodaja na kratko prinese, sploh pri odprtih investicijskih skladih (angl. *open end investment companies*), ki morajo imeti zadostna likvidnostna sredstva, da lahko kadarkoli izplačajo svoje vlagatelje, če hočejo izstopiti iz sklada.

3.5 »Short« sklad Kynikos Associates

Najbolj znan prodajalec na kratko James S. Chanos ima svoj »short« sklad imenovan Kynikos Associates, ki je bil včasih hedge sklad. Kynikos Associates je specializiran v iskanju precenjenih vrednostnih papirjev. V podjetju je zaposlenih sedem investicijskih

profesionalcev - analitikov in je kot »short sklad« največja organizacija na svetu, ki upravlja s premoženjem v vrednosti več kot 1 milijardo ameriških dolarjev.

3.6 Predatorsko trgovanje

V nasprotju z akademskimi raziskavami, ki v večini trdijo, da dokazov o zlorabi trga s strani prodajalcev na kratko ni, študija *Aggressive Short Selling and Price Reversals* iz leta 2009 ugotavlja, da prodajalci na kratko občasno ustvarjajo neupravičen pritisk na cene. Ti naj bi namreč bili nadpovprečno aktivni na začetku večjih dnevnih negativnih obratov cen vrednostnih papirjev – gre za časovne periode, ko cena razmeroma hitro pade in se nato zelo hitro obrne in začne naraščati. Brunnermeier in Pedersen (2005) postavita teorijo, da so trgi podvrženi epizodnim pomanjkanjem likvidnosti, ki jo na trgu povzročijo institucionalni investitorji zaradi kapitalskih odlivov. Institucionalni investitorji so tako primorani prodajati večje količine vrednostnih papirjev in s tem povzročajo pritisk na znižanje cen. Tržni udeleženci z namenom ti. predatorskega trgovanja (angl. *predatory trading*) to izkoristijo za prodajo na kratko in s tem še dodatno pritiskajo na cene. S tem agresivnim prodajanjem na kratko izbrišejo likvidnost in za kratek čas potisnejo cene pod ravnovesje. Ko prodajni pritisk pojenja, se cene hitro obrnejo (Shkilko et al., 2009).

Coval in Stafford (2007) dokazeta, da prodajni pritisk, ki izvira iz finančno izčrpanih vzajemnih skladov, ustvarja profitne priložnosti za »front-running«. Chen et al. (2008) v tem vidijo priložnosti za hedge sklade in ugotavljajo, da se donosi hedge skladov povečajo, ko je število finančno izčrpanih vzajemnih skladov visoko (Shkilko et al., 2009).

3.7 Vpliv finančne krize 2007 – 2009 na hedge sklade

Bikovski trend na borzi od leta 1990 je povzročil propad velikega števila short skladov ali pa vsaj spremembe njihovih strategij in preusmerjanje na bolj donosne in primerne trendu naraščajočih tržnih cen. Finančna kriza in razmere v letih od 2007 do 2009 pa so zopet povzročile nastanek novih udeležencev, ki prodajajo na kratko in temu primerno stopnjevanje kontrole in nadzora nad njimi.

Uporaba prodaje na kratko s strani hedge skladov naj bi bila v času finančne krize od leta 2007 naprej s strani nekaterih kritikov domnevno manipulativno naravnana. Nekateri izdajatelji vrednostnih papirjev so trdili, da si hedge skladi kopičijo kratke pozicije v njihovih delnicah s prodajami na kratko in s kupovanjem prodajnih opcij ter CDS-jev (angl. *credit default swap*). To pa zato, da bi namerno povzročili padec cen finančnih instrumentov in nato nižje cene izkoristili za zaslužek (Smith, 2008).

V zadnjih letih pred izbruhom krize so bili nekateri borzni poznavalci prepričani, da bodo hedge skladi in druga privatna investicijska podjetja povzročitelji naslednje finančne krize zaradi pomanjkljive regulacije. Vendar se je izkazalo, da so največja nevarnost za svetovno

ekonomijo pravzaprav »strogo« regulirane finančne institucije, kot so banke, zavarovalnice, borzaposredniške družbe itd. (Testimony of James Chanos, 2009).

Hedge skladi lahko z najrazličnejšimi pristopi zaščitijo investicije v času, ko trg pada. Rezultati hedge skladov tako niso odvisni od trenda gibanja na borzah, ker njihovi upravljavci lahko uspešno izkoriščajo tako obdobja rasti kot tudi padanja tečajev (Spellman, 2009b).

Hedge skladi po donosih vedno presežejo svoja merila uspešnosti (angl. *benchmark*), npr. indeks S&P 500. Raziskava National Bureau of Economic Research za leto 2006 je pokazala, da za vsakih 100 bazičnih točk (1%), za katere hedge sklad preseže donosnost svojega merila uspešnosti v obdobju treh let, preseže to merilo v naslednjih treh letih za povprečno 57 bazičnih točk (Spellman, 2009b).

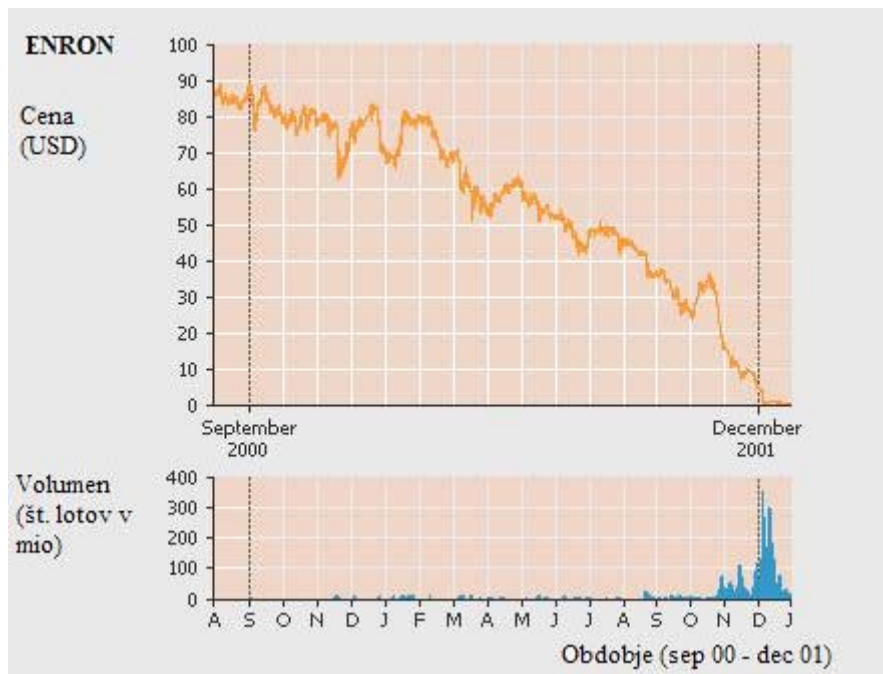
Leto 2009 je bilo za hedge sklade pomembno leto, saj so si opomogli od rekordnih izgub iz leta 2008. Izstop vlagateljev iz hedge skladov se je postopoma zmanjševal in vlagatelji so se vračali na trg ter alocirali sredstva v alternativne investicijske strategije. Institucionalnim investitorjem je zdaj še toliko bolj pomembno, da se sredstva čimbolj diverzificirajo, to pa vključuje uporabo različnih strategij, s katerimi se minimizira tveganje in poveča možnost višjih donosov. Zaupanje v finančne trge je zaradi krize precej upadlo, zato je osnova za okrevanje in vrnitev likvidnosti na trge ravno vzpostavitev ponovnega zaupanja investitorjev. Finančna kriza je celemu svetu pokazala nujnost sprememb v finančni industriji. Zaradi dogodkov, kot so npr. propadi velikih finančnih institucij, bo potrebno bolj skrbno opredeliti vlogo državnih regulativnih organov, regulativne mehanizme na novo definirati. Treba je zmanjšati tveganja, ki so prisotna na finančnih trgih tako za malega vlagatelja kot za celotno ekonomijo. Postaviti je potrebno temelje za učinkovitejši nadzor nad finančnim trgom, da bodo investitorji vedeli, da so zaščiteni pred različnimi vrstami manipulacij in prevar.

Finančna kriza je prinesla zelo pomembno težnjo investitorjev v hedge sklade in sicer povečanje transparentnosti poslovanja hedge skladov, ki je pomembna zato, da se investitorji bolje zavedajo, s kakšnimi tveganji se soočajo in pa lažje razumejo osnove strategij, ki jih izvajajo hedge skladi.

4 PRIMERI PRODAJ NA KRATKO

4.1 Enron

Slika 5: Padec cene delnice podjetja Enron leta 2000 – 2001



Vir: The fall of Enron stock.

Enronov škandal, kot pogosto pravijo mediji poslovnemu škandalu ameriške energetske družbe, se je zgodil konec leta 2001. Enron je bila ameriška energetska družba s sedežem v Houstonu, najbolj znana po odmevnem stečaju, ki se je pričel 30. novembra 2001. Tik pred stečajem je imela 21.000 zaposlenih po celem svetu in je poslovala z električno energijo, zemeljskim plinom, papirjem in celulozo ter s telekomunikacijskimi storitvami. Ukvarjala se je tudi z investicijami in finančnim poslovanjem. V letu 2000 naj bi ustvarila prihodek v višini 101 milijard ameriških dolarjev. Revija Fortune je Enron šest let zapored (od leta 1996 do 2001) imenovala za "najbolj inovativno ameriško podjetje". Proti koncu leta 2001 pa je Enron doživel sramoto, ko je bilo odkrito, da je že več let goljufivo prikazoval ugodne poslovne izide. Nadaljnji postopki so pokazali, da je bilo goljufivo poslovanje sistematično in načrtovano, izvedeno pa s pomočjo "ustvarjalnega računovodstva". »Spektakularni« propad korporacije se je torej zgodil zaradi zavajajočega prikazovanja poslovnih rezultatov - dobička namesto izgube, česar pa nista odkrili niti notranja niti zunanja revizija (Ackman, 2002).

Uprava in managerji Enrona, ki so bili krivi za propad energetskega giganta, so si nabrali ogromne vsote denarja in ker so vedeli, da bo podjetje propadlo in vrednost delnice navpično padla, so jih pravi čas prodali. Večina zaposlenih, ki ni vedela, kaj se s podjetjem dogaja, seveda ni imela te sreče, da bi pravočasno prodali delnice, tako so poleg službe izgubili še prihranke, ki so jih vlagali v delnice za čas pokoja (The fall of Enron stock).

V stečajnem postopku je 4.000 zaposlenih izgubilo službe, 29 vodilnih pa je bilo obdolženih poslovnih goljufij. Enron je postal simbol za goljufivo poslovanje nekaterih velikih korporacij in do takrat največji bankrot v zgodovini ZDA. Enron je s svojim poslovanjem pomembno prispeval h kalifornijski elektroenergetski krizi leta 2000 in 2001.

Škandal in dogodki v Enronu so imeli pomembno vlogo pri krhanju zaupanja investitorjev v ameriška podjetja, saj nikomur pravzaprav ni bilo čisto jasno, kako je možno, da je podjetje prirejalo rezultate in skrivalo izgube javnosti skoraj 5 let. Zunanja podjetja, kot npr. računovodske firme, bonitetne agencije in borzni analitiki v vseh teh letih niso ugotovili, da je nekaj v podjetju močno narobe, prav tako je zatajila notranja kontrola. Upravni odbor Enrona se očitno ni dobro zavedal svojih aktivnosti ali pa niso razumeli oz. niso hoteli razmišljati o tem, kakšen vpliv imajo lahko njihova dejanja za prihodnost podjetja. Večina izmed obdolženih vodilnih oseb Enrona je bila v sodnih postopkih spoznana za krive, nekateri pa so se obsodbi izognili z visoko denarno poravnavo iz svojega premoženja. Med znanimi udeleženci padca Enrona je bilo mednarodno svetovalno podjetje Arthur Anderson, glavni finančni svetovalec Enrona, ki je kasneje izgubil ugled in s tem možnost za nastopanje na svetovalnem trgu (Majmudar, 2002).

Stečaj in škandal v Enronu še vedno velja za enega izmed najbolj odmevnih v ameriškem in svetovnem poslovnem svetu. V ZDA so zato posledično spremenili nekatere zakone in poslovna ter računovodska pravila. SEC je uvedla bolj poglobljene postopke za lažje ugotavljanje in preiskovanje nepravih in goljufivih računovodskih podatkov.

4.1.1 Padec cene delnice je najbolje izkoristil znan prodajalec na kratko, James Chanos

James Chanos, direktor newyorškega podjetja za investicijsko upravljanje premoženja Kynikos Associates, ustanovljenega leta 1985, ki je specializirano v strategiji investiranja prodaje na kratko, je v času padanja cene delnice Enron s prodajo na kratko veliko zaslužil. Ko se je večina investitorjev soočala z izgubami zaradi vedno nižje cene delnice, je Kynikos, prav nasprotno, imel velike dobičke.

James Chanos je diplomiral na univerzi Yale, kjer je opravljal tudi podiplomski študij na področju Ekonomije in Političnih ved. Po študiju je bil zaposlen kot borzni analitik pri Deutsche Bank Capital and Gilford Securities. Njegova prva služba na Wall Streetu pred ustanovitvijo Kynikos-a je bila v investicijskem bančništvu pri podjetju Blyth Eastman Paine Webber (Majmudar, 2002).

Podjetje Kynikos Associates je specializirano za iskanje precenjenih vrednostnih papirjev, katerih cena je obsojena na padec. Kot pravi Chanos, niti on niti kdorkoli od zaposlenih v Kynikosu niso imeli nikakršnih poznanstev ali kakršnihkoli drugih vez pri podjetju Enron, da bi si na ta način lahko pridobili notranje informacije. Pri izboru vrednostnih papirjev za prodajo na kratko jim pomagajo natančne in temeljite finančne analize podjetij, ki lahko trajajo tudi po več mesecev. Osredotočajo se predvsem na podjetja, ki naj bi imela: 1. izkazane pretirane dobičke (Enron), 2. so bila žrtve »popačenih« in zavajajočih poslovnih načrtov (internetna podjetja v času internetnega razvoja) ali 3. so bila neposredno vpletena v prevare. Seveda jim pri izbiri pomagajo še dolgoletne izkušnje, ki so si jih pridobili na kapitalskih trgih v preteklosti (Chanos, Prepared statement, 2003).

4.1.2 Kako se Enron ujame na radar

Zgodba med Enronom in Kynikoss Associates se je začela oktobra leta 2000, ko je prijatelj predlagal Chanosu, naj si prebere zanimiv članek v časopisu The Texas Wall Street Journal (a regional edition) o računovodskih metodah, ki naj bi jih uporabljale večje energetske firme. V članku je novinar Jonathan Weil poudaril, da večina energetskih podjetij, vključno z Enronom, računovodske izkaze pripravlja po metodi imenovani »gain-on-sale«. To je metoda, ki dolgoročne, v prihodnosti nastale prihodke iz danes sklenjenih poslov, ki še ne prinašajo koristi, že upošteva v poslovnem izidu za sedanjost. Omogoča torej, da jih podjetje prikazuje predčasno (Chanos, Prepared statement, 2003). Metoda »gain on sale« podjetju omogoča, da prihodke upošteva in prikaže v izkazih še preden dejansko nastanejo, zato bi lahko rekli, da je to dejansko le prihodek na papirju. Kot pravi Richard Benson, direktor Specialty Finance Group, »gain on sale« kalkulacija proizvaja prihodke kar tako iz nič (Browning, 2007).

Ravno ta članek pa je vzbudil zanimanje Chanosovega short sklada, da bolj podrobno preverijo, kaj se v Enronu in v drugih energetskih podjetjih dogaja. Vedeli so, da v podjetjih, ki so kdaj uporabljala računovodsko kalkulacijo »gain on sale«, managerji po navadi stremijo k pretirani agresivnosti pri predpostavljajanju prihodnjih poslovnih dogodkov. Posledica teh lastnosti managerjev pa je, da so še nenastali prihodki že prikazani v bilancah, ki tako ne izkazujejo pravega stanja. Velikokrat se zgodi, da se predpostavljeni poslovni dogodki dejansko potem sploh ne zgodijo, kot so si zamislili managerji, zato je potrebno bilance temu prilagoditi in znižati dobičke. Ko enkrat vpelješ metodo »gain on sale« v računovodstvo podjetja, tako pravi Chanos, postaneš od nje odvisen, saj prikazuje boljše rezultate v izkazih, kar vpliva še na marsikateri drug kazalnik uspešnosti, viša ceno delnice itd. (Majmudar, 2002).

Prvi Enronov dokument, ki so ga analizirali v Kynikosu, je bilo letno poročilo 10-K za leto 1999, ki ga morajo podjetja, ki imajo v sredstvih več kot 10 milijonov USD oz. katerega delnice so v lasti več kot 500 lastnikov, vsako leto predložiti SEC-u. Presenetilo jih je, kako imajo lahko kljub uporabi »gain on sale« modela, ki prihodke prikaže predčasno, donos kapitala pred davki, ki meri profitabilnost (angl. *return on equity* – ROE), le pičlih 7

odstotkov. To pomeni, da na vsak dolar zunanjega kapitala (s strani lastnikov investiranega kapitala) Enron zasluži 7 centov. Za tako veliko korporacijo je to zelo malo, sploh glede na takratno tržno prevlado Enrona nad ostalimi energetskimi podjetji v Ameriki. Drug pomemben kazalnik, ki so ga hoteli preučiti, je strošek kapitala. Menili so, da je večji od 7 odstotkov in bližje 9 odstotkov, kar bi pomenilo, da Enron sploh ne služi, svojim lastnikom pa vseeno prikazuje dobičke (Majmudar, 2002).

To neujemanje stroška kapitala z donosom na kapital je bilo temelj razmišljanja strokovnjakov v Kynikosu, da je v podjetju nekaj močno narobe. Novembra 2000 je zato Kynikos Associates začel Enronove delnice prodajati na kratko.

Kar jih je še zmotilo v 10-K poročilu za leto 1999, je bilo veliko število nejasnih transakcij z Enronom povezanih družb. Te transakcije so se nadaljevale tudi v četrtnih izkazih marca, junija in septembra leta 2000. Razlage teh transakcij niso bile jasno opisane in razložene niti v opombah finančnih izkazov, zato si nikakor niso znali razjasniti, kakšen vpliv so imele na poslovanje Enrona in njegovo finančno stanje (Chanos, Prepared statement, 2003).

Poleg vsega pa so v Kynikosu ugotovili, da so glavni izvršni direktorji začeli prodajati večje količine Enronovih delnic. To je bil še dodaten dokaz, da ima podjetje veliko težav, s katerimi se očitno niso znali soočiti in jih rešiti pravočasno. Zadnja v sklopu nerazumljivih dogodkov in dejanj s strani Enrona je bila razglasitev delovanja podjetja na telekomunikacijskem področju, predvsem na usmeritvi v širokopasovnih zmogljivostih. Javnosti so se hvalili, da so našli še dokaj nedotaknjeno tržno nišo, ki bo pripomogla k uspešnosti podjetja in rasti cene delnice. V Kynikosu se s tem niso strinjali, ker so po temeljitih analizah zaznali probleme na področju trga telekomunikacij, predvsem zaradi prenasíčenosti telekomunikacijskega trga in že obstoječih ponudnikov teh storitev. Njihove investicije so že vključevale kratke pozicije v določenih telekomunikacijskih podjetjih. Do konca leta 2000 se je zgodilo dejansko to, kar so napovedali Chanos in sodelavci. Cene delnic telekomunikacijskih podjetij so začele strmo padati, v Enronu pa se na to niso kaj dosti ozirali. Kljub očitnemu medvedjemu trendu na telekomunikacijskem področju, je Enron predvideval trend rasti glede na svoje vrednotenje trga telekomunikacij (Chanos, Prepared statement, 2003).

Januarja 2001 so zaposleni v Kynikosu začeli kontaktirati analitike različnih podjetij na Wall Streetu in jih povabili v Kynikos na pogovor o vrednotenju Enrona. Presenečeni so bili nad odzivom, koliko analitikov je menilo, da je Enron podjetje, ki ga je nemogoče popolnoma analizirati, investiranje v njihove delnice pa je zagotovo ena najboljših naložb. Večina investicijskih družb in bank je imela celo priporočilo za nakup Enronovih delnic. Februarja 2001 je Chanos predstavil njihove analize in mnenje o Enronu na letni konferenci »Bears In Hibernation«. Večina prisotnih se je strinjala, da so predstavljena dejstva in številke zaskrbljujoče in da cena delnice ne dopušča »prostora« za napake. Po tej konferenci so se še povečale kratke pozicije v Enronovih delnicah (Chanos, Prepared statement, 2003).

Spomladi leta 2001 se je razvedelo, da več izvršnih direktorjev zapušča svoja delovna mesta v Enronu, njihovo prodajanje lastnih delnic pa se je nadaljevalo. V Kynikosu so še naprej analizirali rezultate poslovanja Enrona in bili vedno bolj prepričani, da trg cene Enronove delnice ne vrednoti pravilno. Po njihovem prepričanju je bila še vedno previsoka glede na stanje, v kakršnem je bilo podjetje. Povrhu vsega pa so poleti istega leta začele padati cene energije, predvsem elektrike in zemeljskega plina. Enron je veliko investiral v finančne instrumente, imel je več dolgih pozicij v energijskem sektorju in zato se je moral hitro zavarovati proti padanju vrednosti svojih pozicij oz. zmanjšati izpostavljenost, da ne bi imel prevelikih izgub.

Ključni razlog za prepričanje, da so imeli v Kynikosu glede Enrona prav, je bila nenadna odpoved takratnega predsednika uprave Jeffa Skillinga v avgustu leta 2001. Odstopil je iz osebnih razlogov. Kajti po njihovih izkušnjah, kot pravi Chanos, je najbolj prepričljiv dokaz ravno nenaden, nepojasnen odhod ključnega človeka iz podjetja, ko je podjetje v zelo slabi kondiciji. Skilling je bil po njihovem mnenju »arhitekt« Enrona, človek, ki je živel za to podjetje, zato je bila njegova odpoved glede na razvoj dogodkov v zadnjem letu samo še pika na i, da so v Kynikosu spet povečali količino delnic, prodanih na kratko (Chanos, Prepared statement, 2003).

Kasneje, jeseni 2001, je Enronova zgodba prišla v javnost. Bila je na naslovnicaх vseh finančnih časopisov in revij in začel se je nepojemljiv propad največjega ameriškega energetskega giganta.

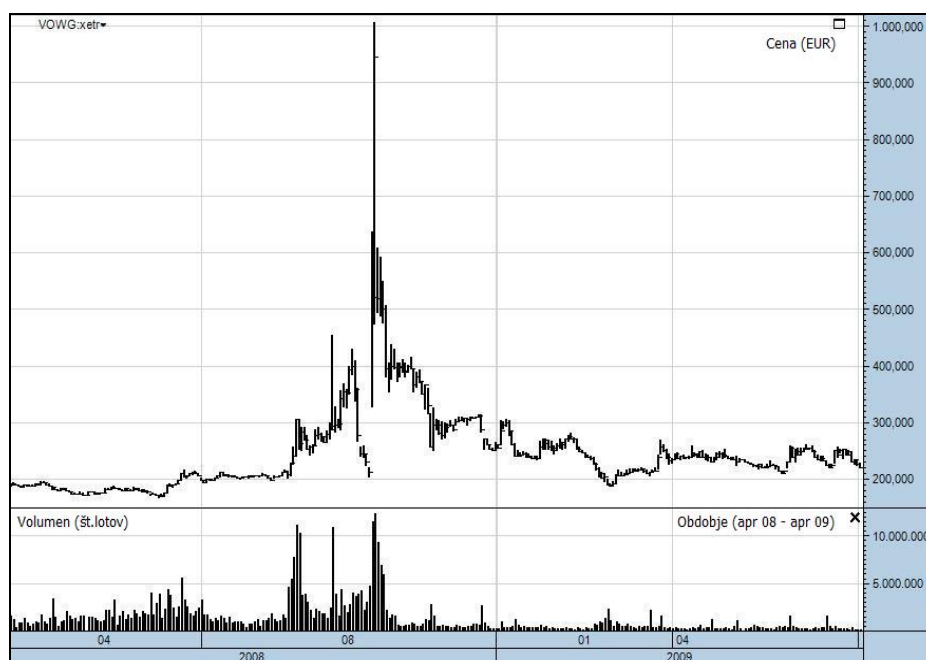
4.1.3 Opazovanja po propadu Enrona

Chanos pravi, da se ne bi smel nihče nikoli zanesti na Wall Street pri odkrivanju in razkrivanju pogubnih finančnih dogodkov v podjetjih. Po njegovem obstaja preveč različnih konfliktov v interesih, ki so skriti javnosti, vendar zato nič manj pomembni za investitorje. Če pobrskamo po podobnih dogodkih v Ameriki v preteklih desetih letih, lahko ugotovimo, da ni skoraj nobenega primera finančne goljufije s strani podjetij, ki bi jo odkrili analitiki v večjih borznih družbah ali v računovodskih firmah oziroma revizijskih hišah. Večina je bila odkrita in razkrita s strani prodajalcev na kratko in/ali finančnih novinarjev.

Četudi so prodajalci na kratko na slabem glasu že dve stoletji, so prav oni tisti, ki so odkrili finančno katastrofo v Enronu in drugih podjetjih v zadnjem desetletju, kot npr. Sunbeam, Boston Chicken itd. Najverjetneje se to mnenje ne bo nikoli spremenilo in bodo na Wall Streetu vedno nepriljubljeni, vendar imajo kljub vsemu največ zaslug pri odkrivanju raznoraznih finančnih goljufij v podjetjih. (Chanos, Prepared statement, 2003).

4.2 Volkswagen

Slika 6: Gibanje cene delnice Volkswagen od aprila 2008 do aprila 2009



Vir: Saxobank, trgovalna postaja Saxobank Trader 2.

Volkswagen in Porsche sta bila vedno v tesni povezavi, ki pa se je začela že pred letom 1931, ko je glavni in prvi dizajner Volkswagna Ferdinand Porsche ustanovil svojo športno znamko avtomobil Porsche. Prvi Porschejev avtomobil, narejen leta 1938, Porsche 64, je imel veliko sestavnih delov od Volkswagnovega Beetla. Porsche 356 iz leta 1948 je imel Volkswagnov motor, menjalnik in še nekaj komponent. Podjetji sta ohranjevali takšno sodelovanje skozi leta in npr. prvi Porschejev »terenec« Cayenne, predstavljen leta 2002, ima enako podvozje kot Volkswagnov Touareg (Relationship with Porsche and the »Volkswagen law«).

Septembra 2005 je Porsche oznanil povečanje dotedanjega 5-odstotnega lastniškega deleža v Volkswagnu na 20 odstotkov, za katerega bi plačal 3 milijarde evrov. Njihov namen je bil, z novim 20-odstotnim deležem in deležem Zvezne dežele Spodnje Saške (tudi 20 odstotkov), kjer je sedež podjetja, preprečiti morebiten sovražni prevzem konkurenčnim avtomobilskim koncernom, kot so DaimlerChrysler, Renault in BMW. V juliju 2006 je Porsche zopet povečal svoj delež v Volkswagnu na 25,1 odstotka (VW shares climb higher as short-sellers get caught out, 2008).

Tu igra pomembno vlogo sporni zakon o Volkswagnu, sprejet leta 1960, ko je bilo podjetje prvič privatizirano in je omejeval volilno pravico posameznih delničarjev na 20 odstotkov, ne glede na to, kakšen lastniški delež so imeli v podjetju. Prav tako je na 20 odstotkov omejil tudi delež, ki delničarjem omogoča blokiranje odločitev podjetja. 13. februarja 2007 je španski pravnik, generalni odvetnik Damaso Ruiz-Jarabo, zaposlen na Sodišču Evropskih skupnosti, predlagal razveljavo tega spornega zakona. Ta zakon namreč ni bil v skladu z

evropsko zakonodajo, ki prepoveduje kakršne koli omejitve pretoka kapitala med članicami EU (Top EU court finds against VW law, 2007). To je ponovno sprožilo možnosti sovražnega prevzema Volkswagna in zato je Porsche marca istega leta zopet povečal svoj lastniški delež v Volkswagnu, tokrat na 30,9 odstotkov. V izjavi za medije je predstavnik iz Porscheja zanikal, da imajo namen prevzeti Volkswagen. Dejanje je označil kot potezo, s katero konkurenčnim avtomobilskim koncernom onemogočajo, da bi pridobili večji delež v Volkswagnu in tudi da večjim hedge skladom preprečijo vplivanje na ceno delnice (Porsche triggers VW takeover bid, 2007). Po pričakovanjih je Evropsko sodišče ugodilo Ruiz-Jarabovemu predlogu. Zakon je bil 22. oktobra 2007 razveljavljen (Landler, 2007).

Junija 2008 je Evropska komisija sprožila postopek proti Nemčiji, ker ta ni spoštovala odločitve sodišča in spremenila spornih zakonskih določb. Nemčija je dobila rok, da do avgusta 2008 izpolni zahteve sodišča. V Bruslju naj bi jeseni odločili, če bodo proti Nemčiji znova vložili tožbo pred Sodiščem Evropskih skupnosti. Še pred končno odločitvijo o zakonu pa so želeli v Volkswagnu strukturo novega povečanega koncerna urediti tako, da bi imela Spodnja Saška dva predstavnika v nadzornem svetu, s čimer bi ohranila svoj veto tudi v primeru korenitih sprememb zakona o Volkswagnu (Volkswagen načrtuje dokapitalizacijo, 2009).

V nedeljo, 26. oktobra 2008, je Porsche dokončno razkril namero o prevzemu Volkswagna. S tem dnevom je obvladoval 42,6 odstotkov Volkswagnovih delnic in prednostnih pravic za nakup delnic še za dodatnih 31,5 odstotkov. Če seštejemo odstotke in zraven prištejemo še 20,1-odstotni delež, ki ga ima Zvezna dežela Spodnja Saška, za prosto trgovanje na finančnem trgu ostane natančno 5,8 odstotkov delnic na razpolago. Večino od tega so držali vzajemni skladi, ki pa delnic zaradi zakonodaje niso mogli prosto prodajati. Na dan razkritja prevzemne namere, so imeli hedge skladi okoli 13 odstotkov Volkswagnovih delnic prodanih na kratko. Zato so morali, obupani po Porschejevem razkritju deleža v Volkswagnu, čim prej pokriti svoje odprte kratke pozicije v Volkswagnovih delnicah, in so s kupovanjem delnic potisnili ceno delnice iz dotedanjih 200 evrov na več kot 1.000 evrov za delnico. S tem je podjetje Volkswagen postalo največje svetovno podjetje po tržni kapitalizaciji 28. oktobra 2008 (Norris, 2008).

Volkswagen ima kar velik delež v nemškem borznem indeksu DAX. Njegove delnice so bile precej popularne za prodajalce na kratko iz naslednjih razlogov (Short squeeze, 2008):

1. proizvajalce avtomobilov naj bi recesija močnejše prizadela in iz tega bi lahko sklepali, da bo cena delnic avtomobilskih podjetij v prihodnosti padla,
2. obstaja strategija, ki naj bi jo uporabljali špekulanti, po kateri se kupuje prednostne delnice Volkswagna in prodaja navadne delnice. Po logiki naj bi bile oboje delnice približno enako vredne, saj je edina razlika v tem, da prednostne delnice nimajo glasovalne pravice, medtem ko jo navadne imajo. Vendar je treba biti pozoren na to, da te

delnice med seboj niso zamenljive in pri prodaji navadnih delnic na kratko (izposojenih pred tem), prodajalec na kratko upniku ne more oz. ne sme vrniti prednostnih delnic.

Pri Porscheju so komentirali, da so prevzemno namero najavili tudi zaradi tega, da bi prodajalcem na kratko omogočili zapreti kratke pozicije. V ponedeljek zjutraj je cena delnice poskočila iz okrog 250 nad 1000 evrov in pri tej ceni je bil Volkswagen teoretično največje podjetje na svetu. Zgodil se je iztis prodaje na kratko, saj so bili prodajalci na kratko prisiljeni zapreti svoje kratke pozicije (Short squeeze, 2008). Takšne pozicije so nastavljene tako, da se pri določenem nivoju (angl. *margin call*) likvidirajo. Ko je dosežen tako imenovan »margin call«, borzni posredniki pozovejo vlagatelja, naj poveča jamstvo za zavarovanje, ali naj zapre pozicijo. Ob koncu »squeeze-a« je cena delnice padla na normalni nivo (Dougherty, 2008b).

Hedge skladi so imeli skupno izgub za okrog 40 milijard evrov. Likvidnosti na delnici skoraj ni bilo, tisti, ki pa so prodajali delnice po 1.000 evrov, so zaradi špekulacije ogromno zaslužili. Tudi DAXU je posledično zrasla vrednost. Zato so zaslužili tudi tisti, ki so imeli investicije v DAXU in tisti, ki so stavili na porast indeksa DAX. V malo manj kot tednu dni se je zgodilo naslednje (Short squeeze, 2008):

1. težo oziroma delež podjetja Volkswagen v borznem indeksu DAX so zmanjšali iz 27 na 10 odstotkov. Za investitorje, ki sledijo gibanju indeksov, je to pomenilo, da če so hoteli za svoje vlagatelje doseči čim višji profit, so morali prodati delnice po čim višjih cenah,
2. Porsche je napovedal, da bo 5 odstotkov svojih delnic po smiselnih cenah prodal prodajalcem na kratko, da se umiri nastala situacija.

Oboje je pomenilo sprostitev določenega števila delnic na trgu. Seveda je Porsche s prodajo teh 5 odstotkov delnic ogromno zaslužil. Nekateri članki so komentirali, da celo veliko več kot s prodajo avtomobilov. Večina kupcev teh delnic so bili hedge skladi in drugi prodajalci na kratko, ki so pokrivali pozicije (Short squeeze, 2008).

Nemški finančni regulator Bafin je oznanil, da bo izvedel formalno raziskavo gibanja cene Volkswagnove delnice, če je slučajno prišlo do tržne manipulacije, ki je po zakonu prepovedana. Sporno bi namreč lahko bilo, da je Porsche prodal 5 odstotkov delnic, ko je bila cena tako visoka in je s tem ustvaril zase dobiček. Porsche je zagotavljal, da so to naredili z namenom preprečiti nadaljnja tržna nesorazmerja in omiliti posledice za vse vpletene. V sredo, 29. oktobra 2008, je delnica končala trgovanje pri ceni 517 evrov. To je bilo še precej višje od petkovega zaključnega tečaja 210 evrov v tednu pred objavo Porscheja. Medtem so Porschejeve delnice narasle za približno 37 odstotkov, vendar so zanikali kakršnekoli lastne posle na borzi, ki bi pomenili tržno manipulacijo. Čeprav se je veliko govorilo o tem, da naj bi bil vse skupaj le dober scenarij s strani Porscheja za dober zaslužek, česar s prodajo avtomobilov v času recesije ni mogel doseči. Analitik Jens Schattner iz frankfurtskega Sal. Oppenheim-a je to komentiral kot dejanje zaradi zaslužka in ne, ker bi želeli pomagati hedge skladom (Dougherty, 2008a).

Večina hedge skladov si je oddahnila, ko je cena Volkswagnove delnice začela padati. Skladi, kot npr. Greenlight Capital, Glenview Capital in SAC Capital so stavili, da je bila delnica precenjena celo pri ceni 200 evrov, zato so imeli odprte večje kratke pozicije. Težko si je predstavljati njihov obup ob tako visoki ceni, kajti tveganje za milijonske izgube je bilo zelo visoko. Problem kratkih pozicij je večanje izgube ob rasti cen vrednostnih papirjev, ki lahko znaša več od začetnega vložka (Dougherty, 2008b).

Primer Volkswagen in z njim vpleteni znani in slavni finančniki, izgubljene nepredstavljive vsote denarja in špekulativni škandal so postavili Nemčijo na slab glas. Znani nemški dnevnik Die Tageszeitung je komentiral, da je finančni pretres tokrat v Volkswagnu udaril po profesionalnih igralcih v svetu borze. Povzročil je celo, da je Adolf Merckle, nemški milijarder, spoštovan in uspešen poslovnež, ki se je zaradi »shortanja« Volkswagnovih delnic soočal z nekaj sto milijonsko izgubo, naredil samomor (Konda, 2009).

Zaradi neurejene regulacije in pravil prodajanja na kratko si hedge skladi niso izposodili delnic pred prodajo in zato jih je bilo v določenem trenutku na kratko prodanih več, kot jih je bilo na voljo za prosto trgovanje. Zato je primer Volkswagen pokazal na nujnost ureditve tega področja in postavitev pravil.

5 REGULACIJA PRODAJE NA KRATKO

V dvajsetih letih prejšnjega stoletja so podjetja vrednostne papirje prodajala na podlagi obljub o dobičkih in dobremu poslovanju, brez razkritja ključnih in pravih informacij investitorjem. Po zlomu borze v ZDA leta 1929, je ameriški Kongres leta 1933 ustanovil agencijo za trg vrednostnih papirjev SEC. V ameriškem sistemu nadzora nad trgom vrednostnih papirjev se prepletata javni in privatni sektor. Pristojnosti so prav tako deljene med zveznimi oblastmi in oblastmi posameznih zveznih držav. Ameriška zakonodaja s področja kapitalskih trgov je nastajala večinoma v tridesetih letih 20. stoletja kot odgovor na borzni zlom in gospodarsko recesijo leta 1929.

Glavne naloge SEC so (Spellman, 2009a):

- izvajanje nadzora nad borznoposredniškimi družbami, investicijskimi skladi in javnimi holdingi, klirinškimi družbami, borzami vrednostnih papirjev,
- izvajanje nadzora nad rednim poročanjem javnih družb,
- vodenje registrov vrednostnih papirjev javnih družb,
- priprava zakonskih predpisov.

Glavna zakona, ki določata regulativo SEC sta (Pipan, 2003):

- Zakon o vrednostnih papirjih (Securities Act) iz leta 1933,
- Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji (Securities Exchange Act) iz leta 1934.

Prvi obravnava javno ponudbo in prodajo vrednostnih papirjev. Za veliko večino vrednostnih papirjev zahteva, da so registrirani pri SEC. Drugi, Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji, pa je uvedel zahtevo po rednem poročanju javnosti s strani javnih družb. Poleg tega je uvedel princip samonadzora in obvezne registracije vseh borznoposredniških družb (Pipan, 2003).

Prodaja na kratko je precej bolj regulirana in strogo nadzorovana kot običajno trgovanje z delnicami. SEC je še posebej pozorna pri investitorjih, ki prodajajo na kratko, predvsem zaradi zagotavljanja skladnosti tega načina investiranja z zakoni in pravilniki, ki veljajo za prodajo na kratko. Nadzorna agencija je zelo pazljiva tudi pri sprejemanju ukrepov, če pride do kršitve pravil in predpisanih postopkov.

10. poglavje v Zakonu o trgovanju z vrednostnimi papirji iz leta 1934 je že strogo določalo, da je neupoštevanje predpisanih pravil in postopkov za prodajo delnic na kratko nezakonito in zato nedovoljeno. Po obdobju precejšnjega padanja cen vrednostnih papirjev je leta 1938 SEC izdala pravilo Rule 10a-1, ki je vključevalo "tick test". Ta je omejeval prodajo na kratko v padajočem trendu na kapitalskem trgu in preprečeval prodajalcem na kratko, da bi nezakonito nižali ceno vrednostnim papirjem s povečanim prodajnim volumnom. Vlagatelj je lahko prodajo na kratko izvršil le pod pogojem, da je bila cena, po kateri se je ta prodaja izvršila, višja od cene zadnjega posla na borzi (»plus tick«) ali po enaki ceni, kot je bila cena zadnjega izvršenega posla s to delnico, če je ta cena višja od cene njenega predhodnega posla (»zero-plus tick«) (Spellman, 2009a).

5.1 Regulacija SHO

SEC je leta 2004 uvedla Regulacijo SHO, ki se nanaša predvsem na nekrito prodajo na kratko in modernizira ter poenostavlja pravila za prodajo na kratko. Ta regulacija je zelo pomembna, saj po letu 1938 na tem področju ni bilo predpisanih nobenih novih ukrepov. SHO je nadomestila oz. posodobila določene akte iz Zakona o trgovanju z vrednostnimi papirji iz leta 1934 in sicer pravili »Rule 3b-3« in »10a-2« z novimi pravili »Rule 200« in »Rule 203«. »Rule 203« zagotavlja raznovrstne ukrepe proti nekriti prodaji na kratko z uvedbo in razširitvijo postopkov za pravno veljavno zagotovitev izposoje vrednostnih papirjev pred njihovo prodajo in za dostavo vrednostnih papirjev, predvsem tistih, pri katerih je že opazna večja količina neporavnanih poslov. »Rule 200« pa določa, da se prilagodi definicija lastništva vrednostnih papirjev za namene prodaje na kratko in od borznih posrednikov zahteva, da pri vsakršni prodaji vrednostnega papirja ločijo, ali gre za navadno prodajo (angl. *long*), prodajo na kratko (angl. *short*) ali »short exempt«. »Short exempt« je prodaja na kratko, ki je opravičena uporabe uptick pravila (Division of market regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005).

Okvirni cilji Regulacije SHO, ki je v veljavi od dne 3. januarja 2005 (Division of market regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005):

- vzpostaviti enotne zahteve za izposojno in dostavo vrednostnih papirjev, da se preprečijo kakršnikoli problemi v zvezi z nepravočasno dostavo vrednostnih papirjev, vključno s preprečevanjem možnosti za nedovoljeno prodajo na kratko. Regulacija SHO od borznih posrednikov zahteva, da zagotovijo izposojno v taki meri, da bo zagotovljena pravočasna dostava kupcu teh delnic v treh poravnalnih dneh in da bo izposoja dokumentirana, preden se delnice na kratko prodajo. SHO dodeljuje dodatne zahteve za poravnavo za tiste vrednostne papirje, kjer je že zaznano večje število neporavnjav (»threshold securities«) in sicer, da morajo borzni posredniki zapreti vse odprte kratke pozicije, ki so neporavnane že 13 delovnih dni ali več, da se zagotovi poravnava. Dokler pozicij nimajo zaprtih, te iste delnice ne morejo prodati na kratko niti katerikoli drugi stranki,
- ustvariti enotne zahteve za označevanje vseh lastniških vrednostnih papirjev pri njihovi prodaji (long, short ali short exempt),
- vpeljati začasno razveljavitev pravil plus-tick in zero-plus tick, da se lahko oceni in izmeri učinkovitost in namembnost teh restrikcij.

Kljub zlorabam pri prodaji na kratko, se pri 99 odstotkih vrednostni papirji poravnajo v predvidenem tridnevnem roku. Od preostalega odstotka pa se jih 85 odstotkov reši v naslednjih 10 dneh oz. 90 odstotkov v 20 dneh po prodaji (Division of market regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005).

Pri poravnavi vrednostnih papirjev lahko pride do problemov, tako pri običajni prodaji kot pri prodaji na kratko. Zato nepravočasna poravnava vrednostnih papirjev na trgovalni račun kupca še ni zadosten dokaz, da se je zgodila nekrita prodaja na kratko. Regulacija SHO vključuje številne zahteve, ki so namenjene temu, da preprečejo nepravočasno poravnavo. Preden borzni posrednik izvede prodajo na kratko, si mora po Regulaciji SHO vrednostne papirje izposoditi, se dogovoriti za izposojno ali pa imeti velik razlog, da verjame, da si jih bo lahko izposodil v tolikšnem času, da bodo pravočasno dostavljene kupcu (angl. *the »locate requirement«*).

Regulacija SHO dovoljuje določene izjeme, ko pred izvršitvijo prodaje na kratko ni potrebno upoštevati pravila o predhodni izposoji oz. predhodnem dogovoru o izposoji vrednostnih papirjev (Spellman, 2009a):

- prodaja na kratko, za katero borzni posrednik prejme naročilo od drugega pri SEC registriranega borznega posrednika, ki je pravno-formalno zavezan k pravilom in regulativnim zahtevam,
- prodaje na kratko, izvršene s strani vzdrževalcev trga in v povezavi z bona-fide tržnimi aktivnostmi in sicer vrednostnih papirjev, ki so upravičeni za to izjemo,
- prodaja na kratko izvedenih finančnih instrumentov,
- prodaja na kratko s strani vlagatelja, ki je lastnik vrednostnih papirjev pod pogoji pravila 200 (»Rule 200«) in mu borzni posrednik lahko verjame, da bo dostavil vrednostne

papirje za omogočeno pravočasno poravnavo takoj, ko bodo omejitve na vrednostnih papirjih odstranjene.

5.3 Zahteve za zaprtje pozicij

Regulacija SHO vsebuje določene zahteve za zaprtje pozicij (angl. *close out requirements*) za vrednostne papirje s statusom »threshold securities«. »Threshold securities« so lastniški vrednostni papirji, na katerih je večje število odprtih pozicij s statusom neporavnanih (nedostavljenih) delnic že vsaj 5 dni. To število neporavnanih vrednostnih papirjev je enako ali presega količino 10.000 oz. je število vrednostnih papirjev enako ali večje od 0,5 odstotka celotne izdaje. »Threshold securities« so lahko samo tisti vrednostni papirji, katerih podjetja so registrirana pri SEC (Division of market regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005).

Regulacija SHO od SRO (angl. *Self Regulatory Organization*) zahteva, da dnevno objavi seznam »threshold« vrednostnih papirjev. SRO je organizacija, ki ustvarja in uveljavlja pravila in dolžnosti svojih članov, temelji na državnih zakonih o vrednostnih papirjih in je prvi regulator v vrsti za borzne posrednike. Zadolžena je namreč za preverjanje, ali borzni posredniki izpolnjujejo predpisane zakone. SRO je seznam »threshold« vrednostnih papirjev prvič razkrila 10. januarja 2005. Po regulaciji SHO mora borzni posrednik zapreti odprto pozicijo neporavnanih vrednostnih papirjev, ko so vrednostni papirji na listi »threshold« 13 nepretrganih delovnih dni. To pomeni, da je potrebno pozicijo zapreti - kupiti nazaj vrednostne papirje - 14. dan od dneva prodaje na kratko. Dokler pozicija ni zaprta in vrednostni papirji poravnani, borzni posrednik na tem vrednostnem papirju ne more izvršiti prodaje na kratko za drugo stranko ali za lastni račun finančne institucije, v kateri je zaposlen. To lahko stori le, če se prej pogodbeno dogovori za izposojlo (Division of market regulation: Key Points About Regulation SHO, 2005).

Organizacije SRO so odgovorne za objavo seznama »threshold« vrednostnih papirjev. Objava vrednostnega papirja na »threshold« seznamu pa še ne pomeni, da je prišlo do nezakonite nekrite prodaje na kratko ali do nedopustnega trgovanja z vrednostnim papirjem.

6 REGULATIVNI UKREPI SPREJETI MED FINANČNO KRIZO V LETIH 2007 – 2010

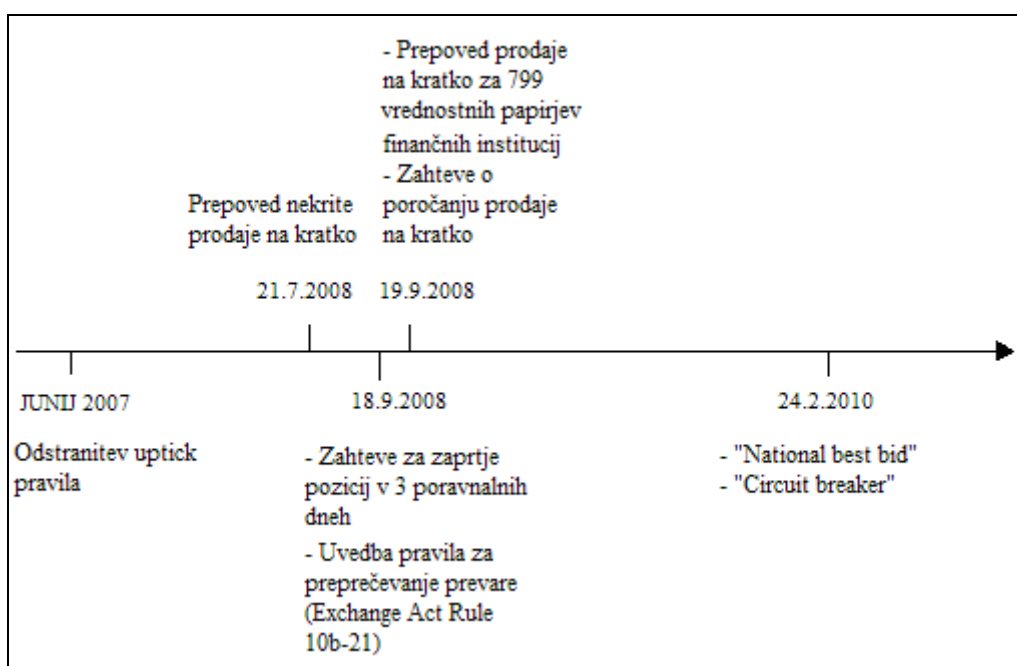
V obdobjih ekonomskih in gospodarskih kriz je SEC vedno priznavala pomembno vlogo prodaje na kratko pri zagotavljanju tržne likvidnosti in cenovnih ravnovesij. S poletjem 2008 pa je bila za prodajo na kratko primorana sprejeti več regulativnih pravil in povečati nadzor, vse to seveda zaradi dogajanja na finančnem in kapitalskem trgu med finančno krizo v letih 2007 – 2009. Restrikcije za prodajo na kratko so v času krize uvedle tudi druge države po svetu. Ukrepi, ki so jih bili regulatorji finančnih trgov prisiljeni sprejeti v razmeroma kratkem

času, naj bi pripomogli k ponovni vzpostavitvi pravilnega delovanja trgov in omejili neupravičeno padanje cen vrednostnih papirjev (Beber & Pagano, 2010).

6.1 Regulativni ukrepi sprejeti v ZDA

Časovna premica na sliki 7 kaže na zaporedje sprejetih ukrepov v ZDA med finančno krizo 2007 – 2010. Vsi ukrepi so opisani v spodnjih točkah.

Slika 7: Časovna premica sprejetih regulativnih ukrepov v ZDA



6.1.1. Pravila za preprečevanje prevare

Septembra 2008 je SEC sprejela pravila za preprečevanje prevare (angl. *antifraud rules*) z aktom Exchange Act Rule 10b-21. To je akt, s katerim je postalo protizakonito zavajanje borznih posrednikov s strani katere koli osebe, v smislu, da bi le ta namerno zavedla posrednika glede izpolnitve obveznosti o dostavi vrednostnih papirjev in zato ne bi bili pravočasno poravnani oz. dostavljeni kupcu (Spellman, 2009a).

Namen tega pravila je zmanjšati obseg in pogostost nepravočasne dostave vrednostnih papirjev in s tem tudi negativen vpliv tega pojava na sam trg, sploh za vrednostne papirje, ki se pojavijo na »threshold« seznamu (Spellman, 2009a). S tem ukrepom je namerna nekritična prodaja na kratko postala kriminalno dejanje (Schroeder, 2008).

6.1.2. Nujni ukrepi

15. julija 2008 je SEC izdala nujni ukrep (angl. *emergency order*), s katerim je prepovedala prodajo na kratko za 19 vrednostnih papirjev, če jih prodajalec oz. njegov posrednik nima prej izposojenih, da bi zagotovil pravočasno poravnavo. To pravilo je v veljavo stopilo z dnem 21. julija 2008 in trajalo do 13. avgusta 2008. SEC je ukrep sprejela zaradi dogodkov, ki so v tistem času vodili dogajanje na borzi in nasploh finančnih trgih. SEC v razlagi, kjer opisujejo razloge za sprejem teh ukrepov, pojasnjuje in navaja, da so razlog za uvedbo tega pravila napačne govorice. Te lahko namreč vodijo do izgube zaupanja vlagateljev v kapitalske trge. Ta izguba zaupanja pa naprej pripelje do paničnega prodajanja vrednostnih papirjev, kar lahko potem razdraži nekritične prodajalce na kratko. Rezultat vsega tega je nepotreben in nerealen padec cen vrednostnih papirjev, saj lahko zaradi tega cene padejo mnogo bolj, kot če bi veljale normalne tržne razmere, brez umetnega vpliva na obnašanje cen. Če se lažne govorice tičejo večjih in za finančni trg pomembnejših finančnih ustanov, ima ta veriga dogodkov še bolj resen vpliv na trg in lahko povzroči zlom le tega (SEC Charges Wall Street Trader With Fraud For Spreading False Rumor, 2008).

Eden od primerov lažnih govoric in njihovega vpliva na trg je primer investicijske banke in borznoposredniške družbe Bear Stearns Companies Inc. V tednu okrog 10. marca 2008 so se razširile govorice, da je Bear Stearns v likvidnostnih težavah, kar je omajalo zaupanje investorjev v njihove delnice in cena na trgu je začela padati. Medtem so postale zaskrbljene tudi njihove pogodbene stranke (angl. *counterparty*) in jim zaradi domnevnega problema likvidnosti niso hotele več zagotoviti financiranja pod takšnimi pogoji kot pred govoricami (Harmon, 2008).

Drug primer, ki je povzročil tržno neravnovesje zaradi lažnih govoric, se je zgodil v aprilu 2008, ko je borzni posrednik Paul S. Berliner razširil govorice o prevzemu Alliance Data Systems Corporation (ADS) s strani Blackstone Group po ceni 70 USD za delnico. Ta cena je bila bistveno nižja od cene 81,75 USD, ki je bila določena prevzemna cena, za katero so se dogovorili šest mesecev prej. Berliner je namreč razširil govorice, da naj bi upravni odbor ADS-ja razmišljal o revidiranem predlogu podjetja Blackstone Group za ceno 70 USD na delnico (prevzemno ceno), to pa je povzročilo močan padec cene delnice ADS, kar je Berliner izkoristil za zaslužek s prodajo na kratko. Delnice ADS je najprej prodal na kratko, kasneje sprožil govorice in jih nato, ko je cena delnic padla, kupil po bistveno nižji ceni ter ustvaril zaslužek. SEC ga je obtožila nedovoljene tržne manipulacije in mu odvzela licenco za upravljanje poslov borznega posrednika (SEC Charges Wall Street Trader With Fraud For Spreading False Rumor, 2008).

Zveza zasebnih investicijskih družb (angl. *The Coalition of Private Investment Companies*) in Družba za upravljanje skladov (angl. *Managed Funds Association*) sta nasprotovali ukrepu Emergency order, saj bi po njihovih besedah ta ukrep povzročil precejšnjo škodo in na sploh imel negativen vpliv na ameriški kapitalski trg in aktivnosti na trgu. Povzročil bi tudi bolj

tvegano in »dražjo« prodajo na kratko. Kakršne koli omejitve pri prodaji na kratko bi lahko popačile osnovna načela trga, ki premikajo in vodijo tržne cene in prizadele produktivnost, kajti trgu odvzemajo likvidnost in zdrav skepticizem (Baker & Chanos, 2008).

Ukrep so umaknili sredi avgusta in 19. septembra 2008 je SEC uvedla začasno prepoved prodaje na kratko za 799 delnic finančnih podjetij. Prepoved je trajala do 2. oktobra 2008. Seznam se je kasneje povečal na 1000 delnic in ukrep so podaljšali do 8. oktobra. 19. septembra je SEC uvedla tudi začasno pravilo za prodajo na kratko, ki je zahtevalo poročanje o kratkih pozicijah (Gruenewald et al., 2010).

14. oktobra je SEC v obvezno izposojno oz. dogovor o izposoji delnic pred prodajo na kratko vključila tudi opcijske vzdrževalce trga, ki prodajo na kratko uporabljajo kot eno od zavarovalnih tehnik za njihove osnovne strategije investiranja. Isti mesec je SEC sprejela še pravilo za nekrito prodajo na kratko (angl. *Naked short selling antifraud rule*), ki je že opisan v prejšnjih točkah (Harmon, 2008).

Izkušnje s prepovedjo prodaje na kratko za finančne delnice kažejo, da ima prepoved negativen vpliv tako na investitorje in izdajatelje kot na sam trg. Povzroča namreč večjo volatilitnost, zmanjšuje likvidnost, vpliva na cene vrednostnih papirjev, ovira učinkovito zavarovanje pred izgubo z uporabo prodaje na kratko na hitro padajočih trgih in ovira trg zamenljivih obveznic. Predsednik Cox iz SEC je kasneje v nekem intervjuju priznal, da je bila prepoved prodaje na kratko za delnice finančnih podjetij največja napaka v njegovem predsedovanju pri SEC (Spellman, 2009a).

6.1.3. »Uptick« pravilo

Junija 2007 je SEC uveljavila eno najpomembnejših sprememb v zakonodaji prodaje na kratko v zadnjih sedemdesetih letih, in sicer odstranitev »tick« pravila in prepoved vsakršne omejitve cene vrednostnih papirjev s strani SRO-jev. »Tick« pravilo je bilo v veljavi od leta 1938, ko ga je po več letih preučevanja vpliva prodaje na kratko med borznim zlomom leta 1929 vpeljala SEC. Pravilo je prepovedalo prodajo vrednostnega papirja na kratko po ceni, ki je bila nižja od cene predhodnega posla tega vrednostnega papirja na borzi (angl. »*down tick*«) ali po enaki ceni predhodnega posla, če je bila nižja od cene še prejšnjega posla (angl. »*zero down tick*«) (Boehmer et al., 2008).

Leta 2009 so bile javne debate o tem, da bi uptick pravilo zopet uvedli in SEC je aprila 2009 izdalo javni predlog za obnovo pravila. Študija dveh ekonomistov zaposlenih pri SEC-u, Daniela Aromia in Cecilie Caglio decembra 2008, je pokazala, da je »uptick« pravilo najmanj učinkovito takrat, ko bi bilo to najbolj potrebno (npr. med paniko na borzi, ki znižuje cene vrednostnih papirjev in povečuje volatilitnost) in da nima večjega vpliva na kvaliteto trga. Iz analize je razvidno tudi, da se manipulacije pri prodaji na kratko niso povečale po umiku cenovnega pravila (Beber & Pagano, 2010).

6.1.4. Poročanje SEC-u o prodajah na kratko

SEC ima pravico, da pridobi in pregleda vse informacije in podatke o kratkih pozicijah, z namenom učinkovitega izvajanja nadzora nad trgom. 19. septembra 2008 je uveljavila zahtevo za poročanje prodaj na kratko s strani institucionalnih investitorjev, dva tedna kasneje pa bi podatke razkrila tudi javnosti. Ta regulativni ukrep so umaknili že 8. oktobra 2008, kajti prisila investicijskih podjetij, da razkrijejo individualne kratke pozicije, bi imela zelo resne posledice za sam trg (Spellman, 2009a):

- javno razkritje bi povzročilo konkurenčno škodo: institucionalne investicijske družbe bi bile oškodovane, saj bi javno razkritje ustvarilo mnogo »free riderjev«, ki bi lahko služili na njihov račun. Družbe namreč potrebujejo veliko sredstev in časa za to, da ugotovijo kateri vrednostni papirji so precenjeni, da jih bodo prodali na kratko, saj morajo preučiti ogromno dejavnikov in narediti marsikatero finančno analizo. »Free riderji« bi tako »skopirali« njihove ideje in se na ta način okoristili,
- javno razkritje kratkih pozicij bi lahko povzročilo, da bi se trgovanje preselilo na manj transparentne trge in povzročilo uporabo drugih investicijskih strategij, kot so npr. swapi in drugi izvedeni finančni instrumenti,
- javno razkritje kratkih pozicij vodi finančne institucije k maščevanju in tveganje iztisa prodaje na kratko se poveča. K maščevanju zato, ker bi podjetja oz. finančne institucije lahko pretrgale komunikacijo z analitiki, sploh tistimi, ki so zaposleni v institucijah, ki poročajo kratke pozicije za njihove vrednostne papirje. Iztis prodaje na kratko bi povzročil velike izgube za finančne institucije, ki imajo določene kratke pozicije in to bi še dodatno povečalo volatilitnost,
- javno razkritje kratkih pozicij bi lahko zmedlo investitorje: prodaja na kratko določenih vrednostnih papirjev se lahko zgodi iz različnih razlogov. Ne nujno zato, ker ima prodajalec na kratko negativno mnenje o podjetju, katerega vrednostne papirje prodaja na kratko, vendar kot smo opisali že prej, se prodaja na kratko uporablja še kot zavarovalna tehnika. Lahko pa se kupi opcijo ali futures pogodbo na delniški indeks in nato proda na kratko posamezni vrednostni papir iz tega indeksa z namenom dobička z arbitražo (to delajo predvsem hedge skladi in druge finančne institucije). V tem primeru bi javno razkritje kratkih pozicij zavedlo vlagatelje, ki bi napačno sklepali, da ima nek hedge sklad negativen pogled na vrednostni papir, ki ga prodaja na kratko, čeprav v resnici to ne drži, saj ga prodaja na kratko le zaradi zavarovanja pred morebitno izgubo vrednosti.

Zaradi vseh naštetih negativnih posledic lahko sklepamo, da javno razkritje kratkih pozicij ni koristno, saj je ta podatek lahko zavajajoč in ga javnost napačno interpretira, kar pa zopet sproži negativen efekt na finančni trg.

6.1.5. Ukrepi sprejeti v letu 2010

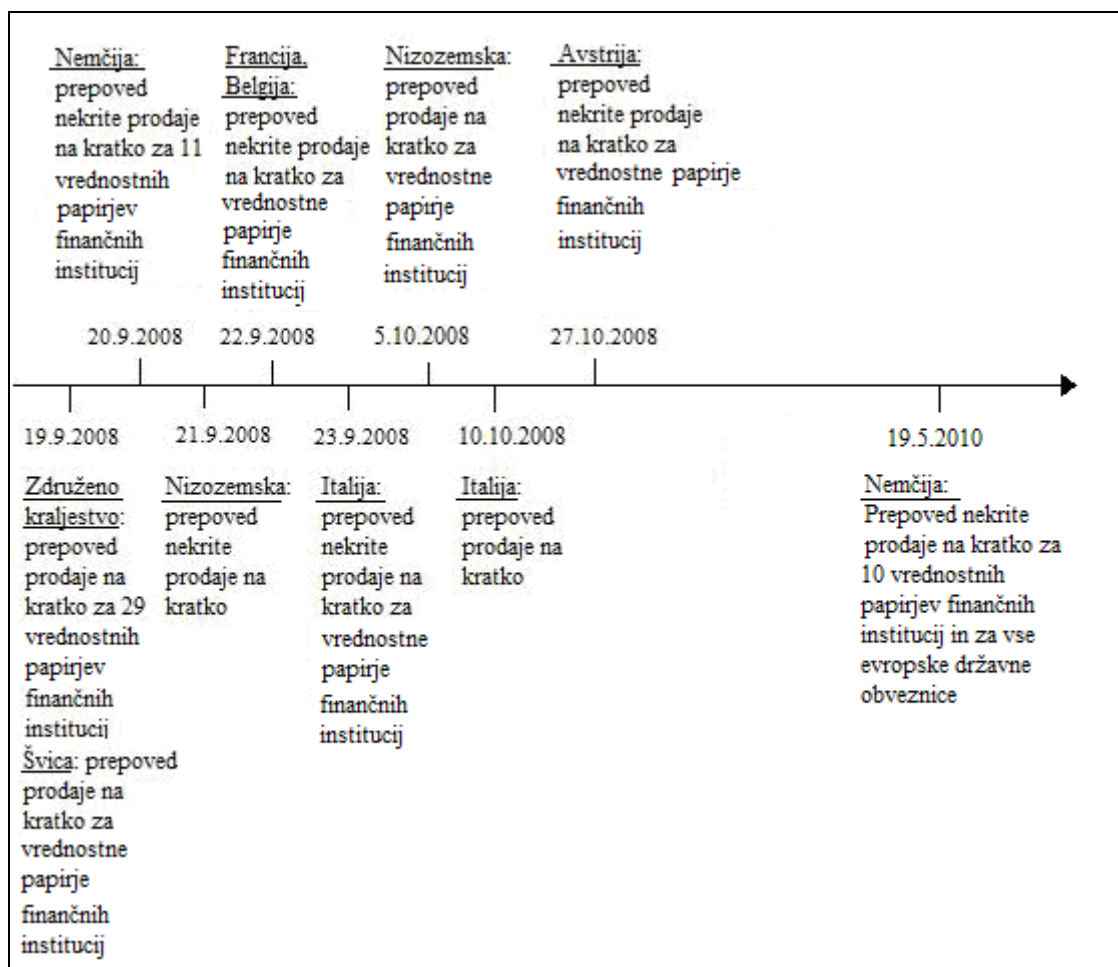
SEC je 24. februarja 2010 sprejela nove omejitve za prodajo na kratko. Gre za dva pogoja, ki naj bi prodajalcem na kratko preprečila vplivati na dodatno padanje cen vrednostnih papirjev takrat, ko tečaji že padajo. Prvi pogoj je, da prodaje na kratko ni možno izvesti, če kupec za vrednostne papirje ne plača več, kot je trenutno najboljšo povpraševanje (angl. *national best bid*). Drugi pogoj pa je, da se, če cena pade za 10 odstotkov ali več od zaključne cene zadnjega posla prejšnjega dne, za prodajalce na kratko vzpostavi zavora (angl. *circuit breaker*). Tako vrednostnih papirjev tekoči in naslednji trgovalni dan ne smejo prodati (SEC puts new curbs on short selling, 2010).

6.2 Regulativni ukrepi sprejeti v Evropi

Pred septembrom 2008 štiri glavna evropska gospodarstva (Združeno kraljestvo, Francija, Nemčija in Italija) niso imela nikakršnih zakonskih omejitev za prodajo na kratko. Celo sam pojem prodaja na kratko ni bil definiran v njihovih regulacijskih zakonih za trgovanje s finančnimi instrumenti. Skupen dogovor o prepovedi prodaje na kratko s strani ZDA in Združenega kraljestva v septembru 2008, je sprožil odziv evropskih gospodarstev, da čim prej definirajo termin prodaja na kratko in se nato lotijo implementacije ukrepov. Nadzorni organ Združenega kraljestva FSA je prodajo na kratko definiral kot zelo širok pojem, medtem ko sta nadzorna organa Francije in Italije, AMF in CONSOB, postavila zelo nejasno opredelitev. Italijanski CONSOB je prodajo izposojenih vrednostnih papirjev (krito prodajo na kratko) v svoji definiciji označil celo za prepovedano prakso, čeprav se krito prodajo na kratko na splošno v svetu smatra kot legitimno (Cinquegrana, 2009). Vsi regulativni ukrepi, ki so jih sprejele večje evropske države med finančno krizo 2007-2009, so opisani v Prilogi v Tabeli 2. Regulatorji evropskih držav so začeli postavljati omejitve prodaje na kratko v septembru 2008. Odražale so se v prepovedi prodaje na kratko, v prepovedi nekrite prodaje na kratko in v zahtevi po razkritju odprtih neto kratkih pozicij. Nemčija je 19. maja 2010 uvedla nov ukrep. Prepovedala je nekrito prodajo na kratko za 10 vrednostnih papirjev finančnih institucij in prodajo na kratko za vse evropske državne obveznice (Thomas, 2010).

Glede na zelo različne definicije lahko sklepamo, da so bila mnenja, kaj prodaja na kratko je, med evropskimi državami precej različna. To kaže na nepoznavanje termina, nejasnosti pri njegovi uporabi in vplivu, ki ga ima na trg. Evropske države so še danes neenotne in neusklajene v pristopih, kako regulirati prodajo na kratko, zato so se v zadnjem času začele pojavljati težnje o poenotenju regulacije za vso Evropo.

Slika 8: Časovna premica sprejetih regulativnih ukrepov v nekaterih evropskih državah



6.3 Škodljiv vpliv prepovedi in omejitev pri prodaji na kratko

Študija Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis (Beber & Pagano, 2010) ugotavlja, da je reakcija regulatorjev večine svetovnih borz na finančno krizo – to je vpeljava regulativnih omejitev za prodajo na kratko – škodljiva za tržno likvidnost. Prav tako so vpeljane omejitve močno upočasnile določanje tržnih cen (angl. *price discovery*) in so imele v najboljšem primeru nevtralen vpliv na cene finančnih instrumentov (Charoenrook & Daouk, 2008).

Raziskava univerze Columbia, opravljena novembra 2008, je pokazala, da je bila omejitev pri prodaji na kratko za 1.000 delnic iz finančnega sektorja ovirajoča oz. neproduktivna ter za sam trg slabo zasnovana in celo politično motivirana (Beber & Pagano, 2010).

Večji kot je razpon med ceno povpraševanja in ponudbe na trgu, manj likviden je vrednostni papir. Avtorji študije (Beber & Pagano, 2010) so ugotovili, da je bil med omejitvijo prodaje na kratko za tisoč vrednostnih papirjev iz finančnega sektorja razpon med cenama precej višji kot običajno. V povprečju je znašal okoli 77 bazičnih točk, običajno pa znaša ta številka

okrog 32 bazičnih točk. Razlog za močno povečan razpon med ceno povpraševanja in ponudbe je, da se je v času omejitev prodaje na kratko veliko investorjev, vsaj tistih, ki so dovajali likvidnost delnicam, umaknilo iz trga (Beber & Pagano, 2010).

Sredi novembra 2008 je bila omejitev odstranjena, stresni dogodki na trgih pa se niso nič kaj spremenili. To lahko kaže na brezpredmetnost omejitve, kot so prepričani tudi avtorji raziskave (Beber & Pagano, 2010). Pravijo, da je to le ena izmed neučinkovitih intervencij ameriške države. Analiza o omejitvi prodaje na kratko v petih državah (Franciji, Nemčiji, Italiji, Veliki Britaniji in ZDA), ki sta jo naredila Ian W. Marsh in Norman Niemer iz Cass Business School, pa pravi, da so na cene vrednostnih papirjev vplivali sektorialno specifični dogodki in ne omejitve prodaje na kratko. Te ugotovitve temeljijo na raziskavi dnevnih donosov na vrednostne papirje (angl. *daily returns on shares*) v petih državah pred in po vpeljavi omejitev. Gre za vrednostne papirje, ki so bili predmet omejitev in za tiste, na katerih jih ni bilo. Ugotovili so, da cilja zmanjšati volatilnost in obnoviti stabilnost cen vrednostnih papirjev, katera je SEC skušala doseči z omejitvijo prodaje na kratko, niso dosegli. Finančni profesor iz švicarske univerze IMD pravi celo, da so ukrepi SEC-a proti prodaji na kratko poslabšali kakovost trga. Za vrednostne papirje, na katerih so bile omejitve, je bila ovirana ena od poglobitosti kapitalskega trga, in sicer da trg sam določa ceno delnice na podlagi ponudbe in povpraševanja.

Povzamemo lahko naslednje posledice prepovedi prodaje na kratko:

- motene so bile ne samo prodaje na kratko, ampak tudi navadne, dolge pozicije: prodajo na kratko uporabljajo investorji v povezavi z mnogimi drugimi investicijskimi strategijami, npr. ena od takih je konvertibilna arbitraža (angl. *convertible arbitrage*). To je, ko investor kupi zamenljiv vrednostni papir (npr. zamenljivo delnico ali obveznico) in to svojo naložbo zaščiti pred padcem cene vrednostnega papirja tako, da proda na kratko delnico istega izdajatelja. Zato je omejitev prodaje na kratko omejila zmožnost takšnega investiranja in zmanjšala povpraševanje po zamenljivih vrednostnih papirjih, kar pa ima tudi svoje posledice (strošek kapitala za izdajatelja se poveša),
- likvidnost se je »posušila«, volatilnost narasla in razpon med ceno najboljšega povpraševanja in ceno najboljše ponudbe po vrednostnih papirjih se je povečal. Ko so prodajalci na kratko zaradi omejitev izstopili iz trga, je likvidnost izginila, je poročal Wall Street Journal. Posledično se je povečal tudi razpon med cenami (iz 0,15-odstotne točke na 0,40). Vrednostni papirji so postali bolj volatilni, kar je pokazal indeks volatilnosti, ki meri volatilnost indeksa S&P 500, saj je v času od 29. septembra do 6. oktobra dosegel rekordne vrednosti (Graf 1 v prilogi). Omejitve prodaje na kratko so imele večji vpliv na likvidnost za podjetja z majhno tržno kapitalizacijo in za tiste, na katerih ni izdanih opcij, saj investorji izražajo svoje mnenje o vrednostnem papirju tudi skozi trgovanje z opcijami. Zato so bili ti še bolj volatilni (Beber & Pagano, 2010),
- investicijska podjetja so morala zmanjšati svojo ponudbo investicijskih strategij, saj niso več sprejemala naročil svojih strank za prodajo na kratko,

- določanje tržnih cen (angl. *price discovery*) je bilo popačeno: bistvo prodaje na kratko, in sicer odkrivanje previsokih cen zaradi problemov v posameznem podjetju in njegovem poslovanju, ki načeloma odpravlja cenovne nepravilnosti in pomaga oblikovati realno tržno ceno, če je ta previsoka, je bilo z omejitvijo moteno. Prav tako vse prednosti, ki jih prodajalci na kratko na trg dovajajo,
- hedge skladi in njihovi klienti so bili zaradi omejitve oškodovani: ker hedge skladi niso smeli prodajati na kratko, so morali tako prekiniti veliko investicijskih strategij, ki jih običajno uporabljajo in s katerimi služijo, zato so pridelali izgube na računih njihovih klientov ter na svojih računih.

6.4 Posledice prepovedi prodaje na kratko na prilagajanje cen vrednostnih papirjev na notranje informacije

Diamond and Verrecchia (1987) sta postavila hipotezo, da prepoved prodaje na kratko upočasni hitrost prilagajanja cen na notranje informacije (angl. *private information*). Kot notranja informacija se pri tem štejejo rezultati poslovanja, preden jih podjetje ponudi širši javnosti v ogled. Adam V. Reed (Reed, 2007) je to hipotezo potrdil in jo uporabil pri svoji študiji leta 2007. V njej je ugotovil, da vrednostni papirji, ki so dragi za izposojlo, močneje reagirajo na novice o rezultatih poslovanja podjetja, posebej če so slabi. V nadaljevanju je ugotovil tudi, da se volumen trgovanja z vrednostnim papirjem ob prepovedi prodaje na kratko zmanjša in je v cenah zajetih manj informacij.

Christophe, Ferri in Angel (2005) ugotavljajo, da se prodaja na kratko poviša v roku petih dni pred objavo poslovnih rezultatov podjetja za vrednostne papirje, ki kotirajo na Nasdaq. Diamond and Verrecchia (1987) postavita model racionalnih pričakovanj (angl. »*rational expectations model*«), v katerem tržni udeleženci upoštevajo prepoved oz. omejitve prodaje na kratko pri oblikovanju njihove cenovne politike in povpraševanja po določenem vrednostnem papirju. Omejitve prodaje na kratko v tem modelu povzročijo, da na trgu nastopa manj tržnih udeležencev in zato cene potrebujejo dalj časa, da se prilagodijo notranjim informacijam. To pa zato, ker je prilagoditev cene še posebno počasna v primeru negativnih notranjih informacij, ker informirani investitorji, ki vrednostnih papirjev nimajo v lasti, na te informacije ne morejo trgovati. To zmanjšuje število t.i. informiranih poslov (angl. *informative trades*) za 30 odstotkov. Vrednostni papirji, ki so predmet prepovedi prodaje na kratko, prepočasi vključijo notranje informacije in ko je informacija objavljena, cene reagirajo veliko močneje (Reed, 2007).

SKLEP

Prodaja na kratko je za finančne trge pravzaprav koristna, ne le zaradi tehničnega vidika dovajanja likvidnosti in kot zavarovanje za dolgo pozicijo, temveč tudi kot pomemben dejavnik zaščite pred pretirano, neracionalno rastjo cen.

Najboljša pot do pravilnega vrednotenja cen vrednostnih papirjev na trgu je, da se vsem udeležencem dovoli, da s svojimi različnimi mnenji premikajo cene brez omejevanj s strani finančnih regulatorjev. Na borzi gre namreč ravno za to, da se srečujejo ljudje z različnimi mnenji o ceni vrednostnih papirjev. Postavljanje regulativnih ovir prodajalcem na kratko, ki menijo, da so vrednostni papirji precenjeni, povzroči, da se podaljša proces zajemanja vseh pomembnih informacij v ceno vrednostnega papirja, s tem pa se zmanjša učinkovitost trga.

Prodajalci na kratko so večinoma sposobni, strokovno podkovani in dobro informirani tržni udeleženci. Ugotoviti poskušajo, katera podjetja so zaradi javnosti nepoznanih informacij nepravilno vrednotena. Najbolj iznajdljivi med tržnimi udeleženci so upravljavci hedge skladov, ki se poslužujejo najrazličnejših investicijskih in trgovalnih strategij in so v svoji naložbeni politiki tudi veliko fleksibilnejši kot npr. vzajemni skladi. Njihovi vlagatelji običajno zahtevajo višje donose, zato morajo biti upravljavci hedge skladov pri iskanju zaslužka čimbolj inovativni. Za svoje strategije se zaradi navedenega razloga velikokrat odločijo tudi na podlagi pričakovanih prihodnjih potez drugih večjih tržnih udeležencev, kot so npr. institucionalni investitorji.

Prepoved prodaje na kratko je bila ena od reakcij regulatorjev trga vrednostnih papirjev na finančno krizo, saj so hoteli zaježiti padanje tečajev. Ta ukrep se je izkazal za nepotrebnega in celo škodljivega. Študije kažejo, da je prepoved zmanjšala likvidnost, povečala volatilnost, povečal se je razpon med ceno najboljšega povpraševanja in najboljše ponudbe in upočasnjeno je bilo določanje tržnih cen.

Ker je večina institucionalnih investitorjev usmerjena v dolg nakup in prodajo, prodajalci na kratko predstavljajo le majhen del trga, zato ni mogoče, da bi v večji meri vplivali na velike premike cen vrednostnih papirjev. Pri tem je potrebno omeniti, da se je med krizo 2007 – 2009 močno povečala zloraba prodaje na kratko v obliki nekrite prodaje. Pri njej si prodajalci vrednostnih papirjev ne izposodijo pred njihovo prodajo in posledično ne izpolnijo poravnalnih obveznosti v zakonitem roku. Nekrita prodaja na kratko je nezakonita in za trg škodljiva, saj na trgu ustvarja neravnovesje.

Že nekaj let od začetka finančne krize regulatorji trgov po svetu namenjajo prodaji na kratko precej pozornosti. Po sprejetju nujnih ukrepov, kot je bila prepoved prodaje na kratko, so v ZDA v letu 2010 uvedli nove ukrepe, national best bid in circuit breaker. Ukrepa ne prepovedujeta prodaje na kratko, temveč jo omejujeta v določenih okoliščinah. S tem želi SEC preprečiti dodaten pritisk na padanje cen vrednostnih papirjev, panično prodajo in zlom

trga. V Evropi je najnovejši ukrep v letu 2010 sprejela Nemčija. Prepovedala je nekrito prodajo na kratko in prodajo na kratko za evropske državne obveznice. V prihodnje lahko pričakujemo, da bodo regulatorji po svetu nadaljevali s preučevanjem in sprejemanjem novih ukrepov na tem področju. S tem bodo poskušali zagotoviti optimalno delovanje finančnih trgov, brez večjih regulativnih posegov.

Zdrav finančni trg je namreč tisti trg, na katerem so investitorji razpoloženi tako bikovsko kot tudi medvedje. Na njem morajo biti prisotni tako profesionalci kot nepoučeni vlagatelji, saj je na nasprotni strani tistega, ki zasluži, vedno nekdo, ki izgubi. V kolikor prodajalcev na kratko ne bi bilo, bi bilo torej težje zaustaviti lažen in poguben optimizem. Če je pri prodaji na kratko prisoten zdrav skepticizem, lahko zaključimo, da je taka prodaja v resnici zelo dobrodošla.

LITERATURA IN VIRI

1. About securities lending (2009). Eseclending. Securities finance trust company. Najdeno 31. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.esecclending.com/aboutsecurities/lending101.php>
2. Ackman, D. (2002, 15. januar). Enron the incredible. Najdeno 30. septembra na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/2002/01/15/0115enron.html>
3. Baker R.H. & Chanos S.J. (2008, 21. julij). Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities exchange act of 1934 taking temporary action respond to market developments. Coalition of private investment companies
4. Beber, A. & Pagano, M. (2010). Short selling bans around the world: Evidence from the 2007-09 crisis. Working paper no. 241. Center for Studies in Economics and Finance.
5. Boehmer E., Jones, C.M. & Zhang, X. (2008, 11. november). Unshackling short sellers: The repeal of the uptick rule. Najdeno 31. Januarja 2010 na spletnem naslovu http://www.business.uconn.edu/finance/seminars/papers/charles_jones.pdf
6. Browning, L. (2007, 1. maj). Accounting said to hide lender losses. New York Times. Najdeno 7. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9E07EED7133EF932A35756C0A9619C8B63>
7. Chanos, S. J. Welcome, financial detectives. Defending shareholder value by demanding accountability. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.financialdetectives.org/?page_id=2
8. Charoenrook, A. & Daouk, H. (2008, november). A Study of Market-Wide Short-Selling Restrictions. Najdeno 10. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.rmahq.org/NR/rdonlyres/7C7F58E0-F089-4BF9-81024CBCBA4955F5/0/AStudyofMarketWideShortSellingRestrictionsCharoenrookDaouk.pdf>
9. Cinquegrana, P. (2009, maj). Short Selling: A known unknown. ECMI Commentary No. 23. European Capital Markets Institute. Najdeno 28. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/files/book/1849.pdf>
10. Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO (2005, 11. april). Najdeno 31. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>
11. Dougherty, C. (2008, 29. oktober). VW shares plunge, a day after surge. New York Times. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/10/30/business/worldbusiness/30volkswagen.html>
12. Dougherty, C. (2008, 29. oktober). Wild ride takes Volkswagen shares to new peak and back down. New York Times. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2008/10/29/business/worldbusiness/29iht-vw.4.17357926.html?_r=1
13. Duffie, D., Garleanu, N. & Pedersen, L.H. (2002). Securities lending, shorting and pricing. Najdeno 27. februarja 2010 na spletnem naslovu

- <http://209.85.135.132/search?q=cache:LvGBdH8BLigJ:www.stanford.edu/~duffie/DGP2.pdf+securities+lending&cd=5&hl=sl&ct=clnk&gl=si>
14. Emshwiller, J.R., Scannell, K. (2007, 5. maj). Blame the Stock Vault? The Wall Street Journal. Najdeno 14. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://online.wsj.com/public/article/SB1183598675629577205Yb1Y_mpc19a2nKbc0IaV0tDHyk_20070712.html
 15. Fitzgerald, A. (2009, february). Hedge fund investor spotlight. Volume 1 - Issue 2. Najdeno 29. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.preqin.com/docs/newsletters/HF/HF_Spotlight_Feb09.pdf
 16. Graham, B. (1973). Modri investitor. (4th ed.) New York: HarperCollins Publishers
 17. Gruenewald, S.N., Wagner, A.F. & Weber, R.H. (2010, 22. junij). Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis. Najdeno 26. junija 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1441236
 18. Harmon, F.E. (2008, 15. julij). Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities exchange act of 1934 taking temporary action respond to market developments. Securities and Exchange Commission. Najdeno 30. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58166.pdf>
 19. Irvine, P.J. & Venkataraman, K. (2006, avgust). Liquidity and asset prices: The case of the short squeeze and the returns to the short position. Najdeno 25. junija na spletnem naslovu http://www.terry.uga.edu/~pirvine/files/Short_aug06_all.pdf
 20. James Chanos (2003, 15. maj). Prepared statement. U.S. Securities and Exchange Commission, Roundtable on hedge funds. Panel Discussion: "Hedge Fund Strategies and Market Participation". Najdeno 21. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-chanos.htm>
 21. Konda, U. (2009, 7. januar). Zakaj je Adolf Merckle storil samomor. Finance. Najdeno 29. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.finance.si/234208/Zakaj_je_Adolf_Merckle_storil_samomor
 22. Landler, M. (2007, 23. oktober). Court Strikes Down 'Volkswagen Law'. Najdeno 27. septembra na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2007/10/23/business/worldbusiness/23cnd-volks.html?_r=1
 23. Lewis, R. (2002, 6. december). Dividends paid on short sales. Najdeno 30. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.fool.com/personal-finance/taxes/2002/12/06/dividends-paid-on-short-sales.aspx>
 24. Majmudar, K.B. (2002, 6. februar). Remarks by James S. Chanos, Founder and Manager of Kynikos Associates Delivered to The U.S. House of Representatives. Najdeno 14. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ridgewoodgrp.com/James%20S%20Chanos%20of%20Kynikos%20Associates.PDF>
 25. Ministrstvo za finance. Služba za odnose z javnostmi. (2006, 23. Februar): Odgovor na novinarska vprašanja. Zadeva: Davčna obravnava iz dogovorov o posojanju vrednostnih papirjev, repo dogovorov in prodaj na kratko po Zdoh-1. Najdeno 11. julija na spletnem naslovu <http://beta.finance-on.net/files/2006-02-27/23.2.short.posli.doc>

26. Norris, F. (2008, 30. oktober). A Clever Move by Porsche on VW's Stock. New York Times. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/10/31/business/worldbusiness/31norris.html>
27. Norris, F. (2009, 30. april) Goodbye to naked shorting. New York Times. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2009/05/01/business/economy/01norris.html?_r=1
28. Pipan, G. (2003, september). Primerjava ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev) in SEC (Securities and exchange commission). Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, str. 38.
29. Porsche triggers VW takeover bid (2007, 26. marec). Najdeno 27. septembra na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6494593.stm>
30. Recelj, A. (2004). Naložbene strategije hedge skladov in njihova uspešnost. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, str. 2.
31. Reed, A.V. (2007, 22. februar). Costly Short Selling and Stock Price Adjustment to Earnings Announcements. Najdeno 11. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.nd.edu/~carecob/April%202007%20Conference/Costly%20Short%20Selling%20and%20Stock%20Price%20Adjustment%20to%20Earnings%20Announcements.pdf>
32. Relationship with Porsche, and the Volkswagen law. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Volkswagen#cite_note-34
33. Rozman, J. (2009, november). Dohodnina: Dobiček iz kapitala. Prodaje na kratko. Najdeno 11. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.gbd.si/GBDWeb/Upload/Content/file/17-09-clanek%20Rozman.pdf>
34. Schroeder, R. (2008, 17. september). SEC stiffens rules on naked short selling. Market Watch. Najdeno 14. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/story/sec-stiffens-rules-on-naked-short-selling>
35. SEC Charges Wall Street Trader With Fraud For Spreading False Rumor. Securities and Exchange Comission. Najdeno 31. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2008/lr20537.htm>
36. SEC puts new curbs on short-selling (2010, 24. februar). Associated Press. The Washington Times. Najdeno 10. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.washingtontimes.com/news/2010/feb/24/sec-puts-new-curbs-short-selling/>
37. Securities lenders. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_lending#Securities_lenders
38. Securities lending. Your question answered (2009, januar). ISLA, International securities lending association. Financial Services Authority. Najdeno 12. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.isla.co.uk/dynamic.aspx?id=62>
39. Shkilko, A., Van Ness, B., Van Ness, R. (2009, 14. maj). Aggressive Short Selling and Price Reversals. Najdeno 11. junija 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=971210
40. Short squeeze (2008, 29. november). Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://everything2.com/title/short+squeeze>

41. Smith, R. (2008, 22. januar). Regulators Review Complaints About Hedge Funds. Wall Street Journal.
42. Spellman, J. D. (2009a). Financial Detectives, Defending Shareholder Value by Demanding Accountability, A Primer about Short Selling. Coalition of Private Investment Companies. Najdeno 12. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.financialdetectives.org/>
43. Spellman, J. D. (2009b). Hedge funds. How they serve investors in U.S. and global markets. Coalition of Private investment companies. Najdeno 22. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.hedgefundfacts.org/hedge/wpcontent/uploads/2009/09/Hedge_Funds.pdf
44. Staley, K.F. (1997). The art of short selling. Canada: John Wiley & Sons.
45. Taulli, T. (2004). What is short selling? New York: McGraw Hill.
46. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2009, junij). Regulation of Short Selling, Final report. Najdeno 21. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.asla.com.au/info/iosco-final-report-on-short-selling.pdf>
47. Testimony of James Chanos (2009, julij). Coalition of private investment companies. U.S. Senate banking, housing, and urban affairs committee, Subcommittee on securities, insurance and investment, Hearing on regulating hedge funds and other private investment pools. Najdeno 6. novembra 2009 na spletnem naslovu http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=bb23c9d2-0eec-4248-a236-1b6a0bc07390
48. The fall of Enron stock. Najdeno 21. septembra 2009 na spletnem naslovu http://ca.encarta.msn.com/encyclopedia_701610398/Enron_Scandal.html#701610605
49. Thomas, A. (2010, 19. maj). Germany to ban naked short-selling. Dow Jones Newswires. Najdeno 28. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.theaustralian.com.au/business/markets/germany-to-ban-naked-short-selling/story-e6frg91o-1225868453705>
50. Top EU court finds against VW law (2007, 13. februar). Najdeno 27. septembra na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6356787.stm>
51. U.S. Securities and Exchange Commission, Office of Inspector General, Office of Audits: Practices related to naked short selling complaints and referrals, Report No. 450, March 18, 2009. Najdeno 10. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2009/450.pdf>
52. U.S. Securities and Exchange Commission, Securities exchange act of 1934. Release No. 62025 (2010, 4. maj). Administrative proceeding File No. 3-13877, In the Matter of Goldman Sachs Execution & Clearing, L.P. Najdeno 14. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/litigation/admin/2010/34-62025.pdf?loc=interstitialskip>
53. Understanding short selling (2000). Najdeno 5. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://langasset.com/ishort.htm>
54. Volkswagen načrtuje dokapitalizacijo (2009, 27. julij). Dobro jutro. Najdeno 29. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.dobrojutro.net/novice/svet/135926/?apage=3>

55. VW shares climb higher as short-sellers get caught out (2008, 28. oktober), AFP. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://afp.google.com/article/ALeqM5iQZg2EDpHpE7TSFrXnl2jGFNqtfA>
56. Why do you need a margin account to short sell stocks? Najdeno 31. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/ask/answers/05/marginaccountshortsell.asp>

PRILOGE

Tabela 1: Največji svetovni posojilodajalci vrednostnih papirjev

ABN AMRO (New York, London, Hong Kong)
Bank of New York (New York)
Barclays Global Investors (San Francisco, London, Tokyo)
Dresdner Bank (Frankfurt)
Deutsche Bank (New York)
Desjardins Trust (Montreal)
eSecLending (Boston, London)
Fortis Bank (New York, Amsterdam, London, Hong Kong)
Goldman Sachs (New York, London, Hong Kong, Tokyo)
HSBC (New York, London, Hong Kong)
JPMorgan Chase (New York)
Mellon Bank (Pittsburgh)
Nomura (New York, London, Hong Kong, Tokyo)
Penson Financial Services (New York, Dallas)
Prudential Financial (Newark, New Jersey)
Robeco (Rotterdam, the Netherlands)
RBC Dexia (London, Luxembourg, Toronto)
Scotia Capital (London, New York, Toronto)
State Street Corporation (Boston, London)
The Northern Trust Company (Chicago)
UBS (Zürich, Switzerland, London)
Wells Fargo (Minneapolis, Minnesota)

Vir: Securities lenders

Slika 1: Indeks volatilnosti trga S&P 500 za obdobje september 2008 - junij 2009



Vir: Trgovalna postaja RealTick.

Tabela 2: Regulativni ukrepi v različnih državah po Evropi in v ZDA, sprejeti med finančno krizo 2007–2009

DRŽAVA	NADZORNI ORGAN	DATUM VPELJAVE OMEJITEV	DATUM ODSTRANITVE OMEJITEV	TIP REGULACIJE	IZJEME OD REGULACIJE	TIPI PODJETIJ POD REGULACIJO	SEZNAM PODJETIJ POD REGULACIJO
AVSTRIJA	-Finanzmark- taufsicht (FMA)	27.10.2008	31.5.2010	Prepoved nekrute prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Erste Group Bank AG, Raiffeisen International Bank-Holding AG, UNIQA Versicherung AG, Wiener Stadtische Versicherung AG Vienna Insurance Group
	-Wiener Borse	23.09.2008	10.10.2008	Skrajšanje časovnega roka za dostavo vrednostnih papirjev		Vsa podjetja, ki kotirajo na Dunajski borzi	
BELGIJA	Banking, Finance and Insurance Commission (CBFA)	22.09.2008	ŠE TRAJA	-Prepoved nekrute prodaje na kratko (tudi za izvedene finančne instrumente) -Javno razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presegajo 0,25 % lastniškega kapitala	Vzdrževalci likvidnosti trga izvedenih finančnih instrumentov in poslov OTC, vzdrževalci likvidnosti na denarnem trgu in določeni posli s svežnji	Finančne institucije	Dexia SA, Fortis NV/SA, KBC Groep NV, KBC Ancora CVA, ING Groep NV
FRANCIJA	Authorite des Marches Financiers (AMF)	22.09.2008	ŠE TRAJA	-Prepoved nekrute prodaje na kratko (tudi za spot, forward in transakcije z opcijami) -Javno razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presegajo 0,25 % lastniškega kapitala	Vzdrževalci likvidnosti na denarnem trgu in določeni posli s svežnji	Finančne institucije	Allianz, April Group, AXA, BNP Paribas, CIC, CNP Assurances, Credit Agricole, Dexia, Euler Hermes, HSBC Holdings, Natixis, Nyse Euronex, Paris Re, Scor, Societe Generale

»nadaljevanje«

NEMČIJA	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-aufsicht (BaFin)	20.09.2008	31.01.2010	-Prepoved nekritične prodaje na kratko	Transakcije s fiksno ceno (fixed price transactions), vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Aareal Bank AG, Allianz SE, AMB Generali Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, Hypo Real Estate Holding AG, ...
		25.03.2010	31.01.2010	-Razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presega 0,2 % vseh izdanih delnic nadzornemu organu in javno razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presega 0,5 % vseh izdanih delnic in vsako nadaljnje povečanje pozicije za 0,1 %	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Aareal Bank AG, Allianz SE, AMB Generali Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, ...
ITALIJA	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)	23.09.2008	30.09.2008	-Prepoved nekritične prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Ni posebej določeno
		01.10.2008	09.10.2008	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Ni posebej določeno
		10.10.2008	31.12.2008	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	Ni posebej določeno

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		01.01.2009	31.01.2009	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije in podjetja, ki povečujejo svoj kapital	Ni posebej določeno
		01.01.2009	31.07.2009	-Prepoved nekrute prodaje na kratko		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	Ni posebej določeno
		01.02.2009	31.05.2009	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije in podjetja, ki povečujejo svoj kapital	Banca Generali, Banco Popolare, Generali ASS, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Unicredit, Unipol, ...
		01.06.2009	ŠE TRAJA	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Podjetja, ki povečujejo svoj kapital	
NIZOZEMSKA	Autoriteit Financiële Markten (AFM)	21.09.2008	04.10.2008	-Prepoved nekrute prodaje na kratko		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	
		05.10.2008	31.05.2009	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Aegon N.V., ING Groep N.V., Fortis N.V., Binckbank N.V., Kas Bank N.V., SNS Reaal N.V., Van Der Moolen Holding N.V., Van Lanschot N.V.
		05.10.2008	31.05.2009	-Razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presegajo 0,25 % lastniškega kapitala nadzornemu organu	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Aegon N.V., ING Groep N.V., Fortis N.V., Binckbank N.V., Kas Bank N.V., SNS Reaal N.V., Van Der Moolen Holding N.V., Van Lanschot N.V.

»nadaljevanje«

		01.06.2009	ŠE TRAJA	-Razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presegajo 0,25 % lastniškega kapitala nadzornemu organu in vsako nadaljnje povečanje pozicije za 0,1 %	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Aegon N.V., ING Groep N.V., Fortis N.V., Binckbank N.V., Kas Bank N.V., SNS Reaal N.V., Van Der Moolen Holding N.V., Van Lanschot N.V.
ŠPANIJA	Comision National de Mercado de Valores (CNMV)	24.09.2008	09.06.2010	-Razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presegajo 0,25 % lastniškega kapitala nadzornemu organu in vsako nadaljnje povečanje ali zmanjšanje pozicije		Finančne institucije	Banco de Andalucia, Banco de Castilla, Banco de Credito Balear, Banco de Galicia, Banco Pastor, Banco Santander, Banco de Valencia, Banco Espanol de Credito, BBVA, Caja de Ahorros del Mediterraneo, ...
		10.06.2010	VELJA ZA VEDNO	-Razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presegajo 0,2 % vseh izdanih delnic nadzornemu organu in javno razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presegajo 0,5 % vseh izdanih delnic in vsako nadaljnje povečanje pozicije za 0,1 %		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	
ŠVICA	SIX Swiss Exchange	19.09.2008	19.12.2008	-Prepoved prodaje na kratko		Finančne institucije	UBS AG, Credit Suisse, Julius Baer, Swiss Life, Swiss Re, Zurich, Baloise

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

ZDRUŽENO KRALJESTVO	Financial Services Authority (FSA)	19.09.2008	16.01.2009	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Alliance Trust PLC, Aviva PLC, Barclays PLC, HSBC Holdings PLC, Prudential PLC, Lloyds Banking Group PLC, Royal Bank of Scotland PLC, ...
		23.09.2008	16.01.2009	-Razkritje odprtih neto kratkih pozicij, ki presega 0,25 % lastniškega kapitala	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	
ZDA	Securities and Exchange Commission (SEC)	21.07.2008	20.08.2008	-Prepoved nekrita prodaje na kratko (obveza izposoje delnic pred njihovo prodajo)	Vzdrževalci likvidnosti	Finančne institucije	Bank of America Corp., Citigroup, Goldman Sachs Group Inc., J.P.Morgan Chase & Co. Inc., Lehman Brothers Holdings Inc., Merrill Lynch & Co. Inc., Morgan Stanley, Freddie Mac, Fannie May, ...
		18.09.2008	31.07.2009	-Zahteve za zaprtje pozicij v roku 3 poravnalnih dni (obvezen takojšnji nakup oz. dogovor o izposoji v primeru neporavnave vrednostnih papirjev po preteku tega roka)		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	
		18.09.2008	VELJA ZA VEDNO	-Odstranitev izjeme za opcijske vzdrževalce likvidnosti		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	
		18.09.2008	VELJA ZA VEDNO	-Uvedba pravila za preprečevanje prevare (Naked short selling anti fraud rule)		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		19.09.2008	08.10.2008	-Prepoved prodaje na kratko	Vzdrževalci likvidnosti, trgovalci s svežnji	Finančne institucije	799 finančnih institucij
		19.09.2008	08.10.2008	Zahteva o poročanju prodaj na kratko s strani institucionalnih investicijskih investorjev nadzornemu organu (informacija je dosegljiva javnosti dva tedna kasneje)		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	
		31.07.2009	VELJA ZA VEDNO	-Zahteve za zaprtje pozicij po pretečenem roku 3 poravnalnih dni (obvezen takojšnji nakup oz. dogovor o izposoji v primeru neporavnave vrednostnih papirjev v tem roku)		Vsa podjetja, uvrščena v borzno kotacijo	

Vir: Gruenewald et al., 2010