

Short sellernes tab og gevinster i danske aktier

Short selling-aktiviteten i danske aktier er steget markant siden 2013 og vokser fortsat. Det ses bl.a. ved, at der er kommet flere store short sellere i danske aktier. Short sellerne er aktive i flere forskellige aktier, og værdien af deres korte positioner er steget kraftigt¹. Det giver anledning til at se nærmere på short sellernes gevinster af korte nettopositioner i danske aktier.

Dette notat bygger på unikke data fra Finanstilsynet, som er indberettet af alle short sellere i danske aktier, der har en væsentlig kort nettoposition – altså en nettoposition, som udgør mindst 0,2 pct. af selskabets udstedte aktiekapital.

Notatet viser, at:

- short sellere anslås isoleret set at have tabt i alt 8,2 mia. kr. på deres korte positioner i danske aktier fra januar 2013 til og med juni 2018
- størstedelen af de åbne korte nettopositioner i danske aktier kun har været rentable i få, korte perioder siden november 2012
- afkastet på en kort position ikke synes at være afhængig af short sel-lerens hjemland eller positionsstørrelsen
- det ikke lader til, at short sellerne kan bruge signalværdien fra deres korte positioner til at presse kursen ned til egen fordel og derved konsekvent opnå positive afkast på deres nettopositioner.

Short selling bruges især til at tilpasse risici

Short selling er en handelsstrategi, hvor en markedsaktør sælger et værdipapir, som han eller hun ikke ejer på salgstidspunktet. Som enhver anden handelsstrategi er short selling ikke uden risiko for tab. Hvis kursen stiger på et værdipapir, mens short selleren har en kort position i aktien, vil det medføre tab. Omvendt vil det medføre en gevinst, hvis aktiekursen falder.

¹ Se Finanstilsynets analyse fra april 2018, 'Short selling i Danmark', der bl.a. beskriver, hvordan short selling foregår i praksis, fordele og ulemper ved short selling, omfanget blandt danske aktier og de gældende EU-regler på området, <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Short-selling/Short-selling-i-Danmark-pdf.pdf?la=da>.

Investorerne foretager primært short selling for at spekulere i, at enkelte aktier klarer sig bedre end andre aktier inden for samme gruppe, f.eks. aktier i bestemte sektorer eller geografiske områder². Typisk indgår short selling derfor i en samlet investeringsstrategi, hvor investorerne ejer og shorter forskellige aktier i kombination med hinanden for derved at skabe et merafkast i forhold til markedet. Short selling anvendes derfor primært af institutionelle investorer i mere avancerede investeringsstrategier, hvortil der kræves et vist niveau af kompetencer og ressourcer til at overvåge og sammensætte porteføljen.

Samtidig gælder det ofte, at short selleren fra sine bagvedliggende investorer kun har mandat til at have en neutral markedsrisiko, dvs. short selleren må ikke have en nettoeksponering over for f.eks. et geografisk område eller en sektor. Det afspejler, at de bagvedliggende investorer billigere kan opnå markedsafkastet andre steder end gennem short selleren og derfor ønsker, at short selleren fokuserer på det relative afkast i forhold til den generelle markedsudvikling.

Short selleren opnår neutralitet ved eksempelvis at eje beviser i en let omsættelig investeringsforening, der afspejler markedsafkastet i et bestemt land, og shorte for et tilsvarende beløb i nogle få, udvalgte selskaber i samme land. Dermed modsvarer gevinster og tab hinanden fra forhold, der påvirker hele markedet, og tilbage er kun gevinster og tab, der skyldes virksomhedsspecifikke forskelle. Hvis short selleren har været i stand til at vælge de selskaber ud, som har klaret sig dårligere end markedet som helhed, vil short selleren dermed tjene på sin investeringsstrategi, uagtet om de enkelte korte positioner har givet tab eller gevinster.

Afhængigt af short sellerens investeringsmandat anvendes short selling derfor i høj grad til at tilpasse eksponeringerne mod specifikke faktorer, herunder erhvervssektor, geografi mv. Short selling giver dermed mulighed for, at investorer kan målrette deres eksponering mod bestemte risici og dermed optimere afkastet. Det bidrager til bedre allokering af risici i forhold til afkast og dermed mere effektive kapitalmarkeder.

Aktiviteterne i forbindelse med short selling kan desuden bidrage til, at de finansielle markeder er velfungerende og likvide. Dette er vigtigt at holde sig for øje, fordi short selling på grund af spekulation synes at have fået et dårligt ry – formentligt fordi short sellerne tjener penge på kursfald i en aktie, mens andre taber på det.

² Short selling bruges også hyppigt i forbindelse med finansielle selskabers styring af eksponeringer på deres balancer og market making, med henblik på at investorer hurtigt skal kunne handle sig ind og ud af forskellige værdipapirer. Denne form for short selling er dog undtaget indberetningspligten til Finanstilsynet og er heller ikke relevant i denne analyse, da de korte positioner i dette tilfælde ikke er taget for at spekulere i kursfald eller risikoafdækning.

Eksempelvis understøtter short selling markedslivviditeten og prisdannelsen, når en short seller låner aktier for at tage en kort position i en aktie. Med udlånet ligger udlånerens aktier ikke længere i depot, men kommer i stedet ud på markedet og bliver handlet. Det er med til at øge aktiens omsættelighed og gøre den mere tilgængelig for andre investorer.

Short selling kan desuden mindske den samlede risiko i det finansielle system. Når de finansielle virksomheder bruger short selling til at justere og sprede deres individuelle risikoeksponeringer, bliver de alt andet lige mindre sårbare over for større stød mod de finansielle markeder, ligesom de systemiske risici begrænses.

Hvordan klarer short sellerne sig i danske aktier?

Short sellerne anslås isoleret set at have tabt for i alt 8,2 mia. kr. siden 2013 på deres korte positioner i danske noterede aktier. Det dækker over, at de på deres realiserede korte nettopositioner samlet estimeres at have haft en bruttofortjeneste på ca. 7,5 mia. kr. og et bruttotab på ca. 15,7 mia. kr.³

I alle årene fra 2013 til 2017 har de direkte realiserede tab på de korte nettopositioner i danske aktier været større end den direkte fortjeneste, jf. figur 1. Det samlede tab afspejler altså ikke nogle få meget dårlige perioder, men derimod en generel tendens for perioden. I første halvår 2018 har short sellerne dog realiseret en nettogevinst.

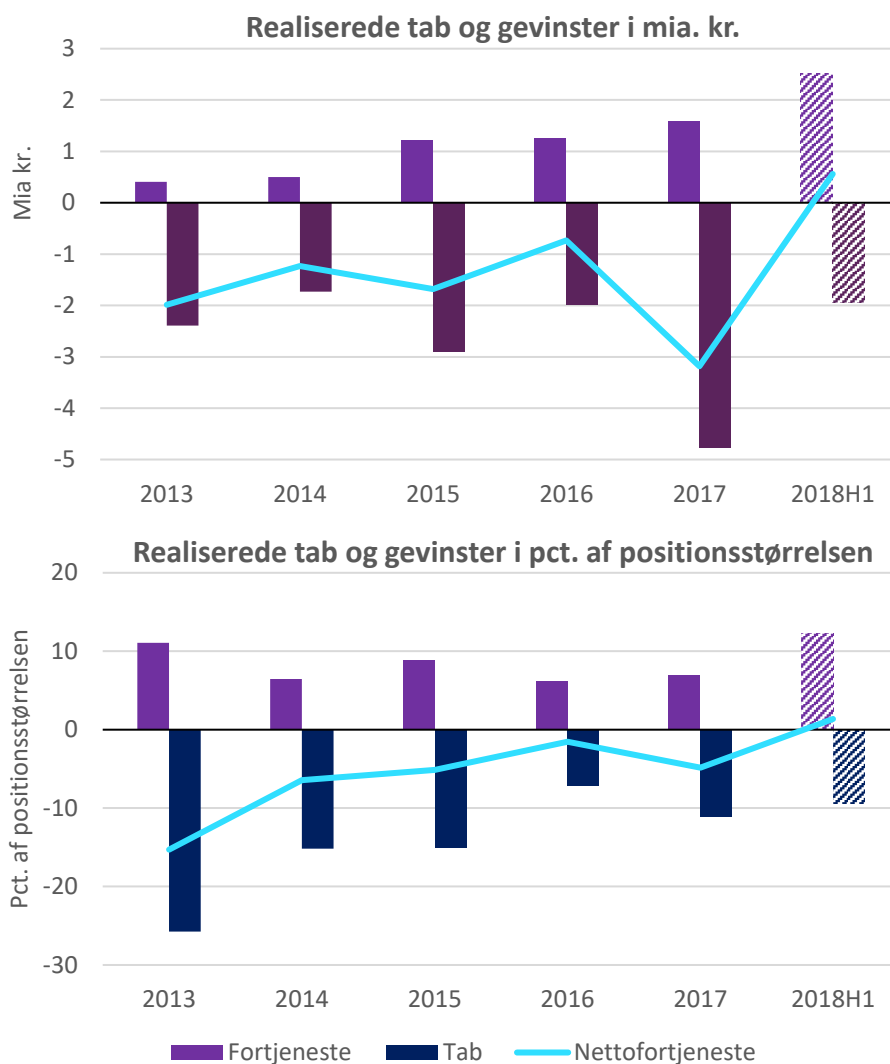
De store tab skal bl.a. ses i sammenhæng med, at der fra 2013 til 2017 har været stigende aktiekurser og lav markedsvolatilitet, bl.a. som følge af stabil makroøkonomisk udvikling og en lempelig pengepolitik. Fraværet af store udsving i aktiekurserne mindsker potentialet for kursfald og gør det dermed sværere at tjene på short selling.

Der er i udregningerne ikke taget højde for omkostninger forbundet med lån af værdipapirer til short sellingen, herunder rentebetalinger, handelsomkostninger mv. Udregningerne tager desuden kun udgangspunkt i de individuelle korte positioner i danske aktier og ikke i short sellernes samlede portefølje af værdipapirer, selvom short sellingen kan være sket i kombination med, at der

³ Disse og efterfølgende udregninger tager ikke højde for, at nettopositioner vil blive registreret som lukkede, når de nedbringes til under indberetningsgrænsen på 0,2 pct. af den udestående aktiekapital, selvom de i realiteten stadig er åbne. Dette kan især være en udfordring, hvis en nettoposition svinger rundt om indberetningsgrænsen og derfor registreres som flere lukkede positioner frem for én enkelt position. Resultaterne i dette notat er dog kvalitativt og i store træk også kvantitativt upåvirkede af, om der tages højde for denne fejlkilde ved at foretage udregningerne på baggrund af forskellige antagelser.

er taget andre positioner. En del af short sellerne vil derfor sandsynligvis have realiseret positive samlede afkast, selvom de isoleret set har tabt på deres enkeltposition i danske aktier.

Figur 1: Short sellerne har samlet set tabt penge på deres korte nettopositioner i danske aktier



Note: Graferne viser summen af de realiserede gevinster og tab i kr. henholdsvis pct. af nettopositionernes værdi opgjort i de pågældende år. Positionsstørrelsen er udregnet som den samlede markedsværdi af solgte aktier i forbindelse med short selling over nettopositionens løbetid.

Kilde: Finanstilsynet.

Værdien af de individuelle, åbne korte positioner

Det følgende belyser de individuelle positioners såkaldte 'moneyness' for at give et øjebliksbillede af værdien af short sellerne individuelle korte positioner i danske aktier. Moneyness er her defineret som afkast i pct. af positionsstørrelsen, som de individuelle åbne, korte nettopositioner i danske aktier ville

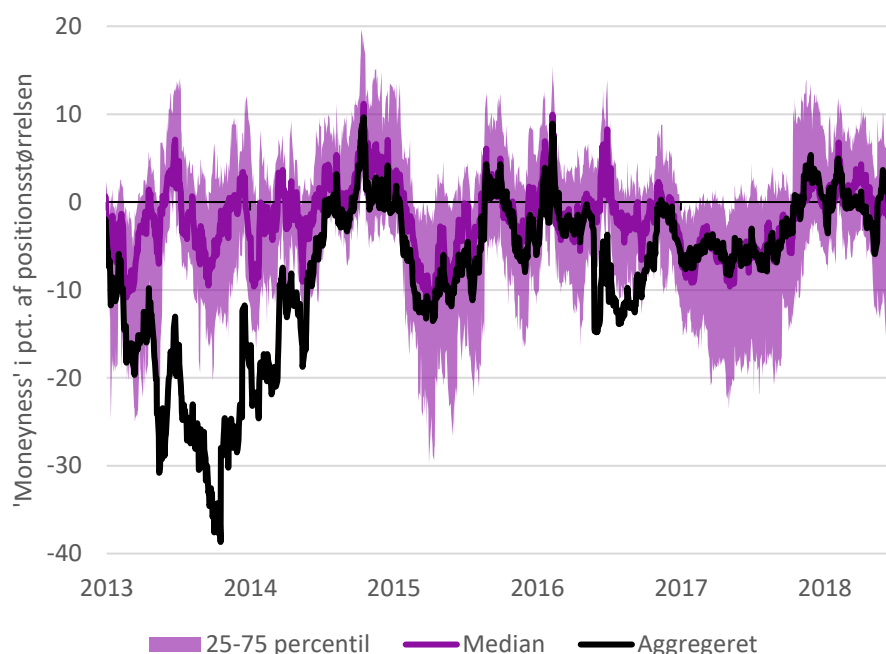
give, hvis nettopositionen blev lukket på en given dag, alt andet lige. Moneyness angiver med andre ord en positions ikke-realiserede afkast.

Størstedelen af korte nettopositioner i danske aktier har haft svært ved at blive lukket, uden short selleren har skullet realisere et tab. Det fremgår af figur 2, der viser fordelingen af individuelle, åbne, korte positioners moneyness siden 2013. Tendensen skal igen ses i lyset af, at den analyserede periode har været kendetegnet af generelt stigende aktiemarkeder i Danmark, hvilket alt andet lige er negativt for short selleren.

Specielt første halvår 2015 og det meste af 2017 var dårlige for short sellerne, da over 75 pct. af deres åbne nettopositioner ville være blevet realiseret med tab, hvis de var blevet lukket her (vist ved den 75. percentil i figur 2). Kun i andet halvår 2014 og fra udgangen af 2017 og frem har over halvdelen af de åbne korte nettopositioner kunnet realiseres med et positivt afkast (vist ved medianen i figur 2).

Udviklingen i figur 2 afspejler sig også i figur 1 i takt med at positioner lukkes, og nettogevinsterne heraf realiseres.

Figur 2: Generelt har værdien af de korte positioner i danske aktier været negativ



Note: Figuren viser fordelingen af 'moneyness' af åbne korte nettopositioner i danske børsnoterede aktier. 'Moneyness' er her defineret som afkastet i pct. af investeringen, en short seller ville få, hvis positionen blev lukket en given dag, alt andet lige. 'Aggregeret' angiver det afkast, short sellerne ville opnå tilsammen, hvis alle korte nettopositioner blev likvideret på en given dag.

Kilde: Finanstilsynet.

Figur 2 viser også den aggregerede moneyness, dvs. det vægtede gennemsnit af alle positionsholderes ikke-realiserede afkast. Den aggregerede moneyness har med undtagelse af 2013 og første halvår 2014 ligget nogenlunde stabilt omkring 0. Det indikerer, at de store korte nettopositioner i danske aktier har leveret relativt beskedne afkast i forhold til de mindre nettopositioner. Figur 3 nedenfor understøtter også denne pointe, idet realiserede afkast på store nettopositioner ligger tæt på 0.

Afkast på individuelle korte nettopositioner i danske aktier

Det følgende belyser sammenhængen mellem de individuelle positionsafkast og henholdsvis positionsstørrelse, løbetid og investorens hjemland for nærmere at kunne afgøre, om særlige typer af korte nettopositioner i højere grad end andre skaber positive afkast.

Afkast på korte positioner må over kortere perioder som udgangspunkt forventes at være tilnærmelsesvist ligeligt fordelt rundt om et afkast på 0 pct. Argumentet for dette er det samme som for traditionel aktiehandel – nemlig at investorerne ikke kan forudsige aktiekurserne perfekt og derfor vinder såvel som taber på deres investeringer. Afkast på korte positioner må dog over længere perioder forventes at have en overvægt af negative afkast, idet aktiemarkeder har tendens til at stige over tid, bl.a. grundet inflation, økonomisk vækst mv.

Som tidligere nævnt har de generelle kursstigninger på det danske marked dog gjort det sværere at realisere positive afkast. Det er dog ikke ensbetydende med, at short sellerne nødvendigvis har tabt på deres samlede portefølje af positioner, jf. tidligere forklaring.

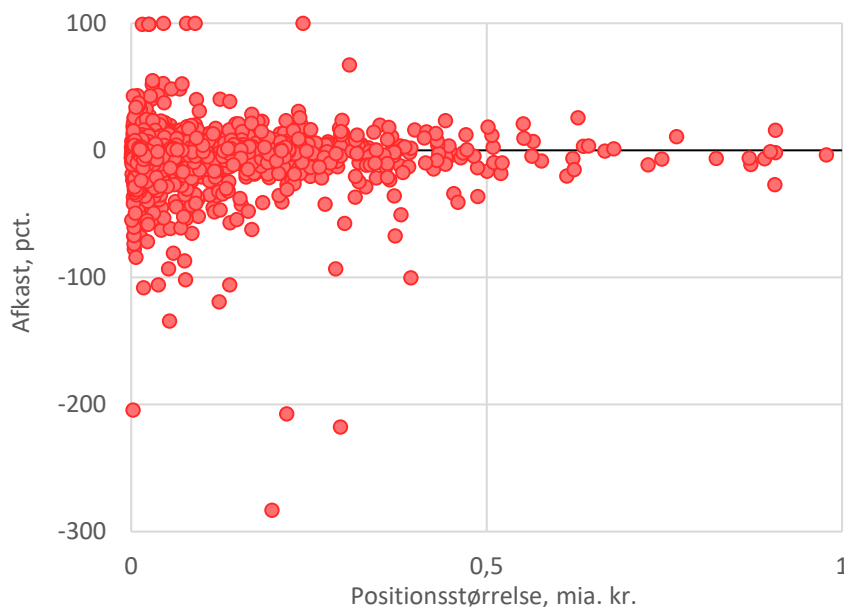
Fører store nettopositioner i sig selv til positive afkast?

Der er ingen tydelig sammenhæng mellem størrelsen på en kort nettoposition og dens endelige afkast, dvs. afkastet, når short selleren lukker positionen, jf. figur 3⁴.

Investorer med store korte nettopositioner i danske aktier synes dermed ikke systematisk at skabe et positivt afkast på de enkelte positioner. Derimod ses en nogenlunde ligelig fordeling omkring et afkast på 0 pct. på tværs af positionsstørrelser, omend med en svag overvægt af negative afkast.

⁴ Det bør her bemærkes, at afkast på korte positioner højst kan blive 100 pct. Et afkast på 100 pct. vil opstå, hvis aktien taber hele sin værdi. Tab på korte positioner er derimod ubegrænsede, da der ikke er nogen øvre grænse på aktiekurser.

Figur 3: Store korte nettopositioner giver ikke bedre afkast end mindre positioner



Note: Figuren viser sammenhængen mellem afkastet på individuelle korte nettopositioner i danske børsnoterede aktier og positionsstørrelsen målt som den samlede værdi af de solgte aktier. Nettopositioner antages påbegyndt hhv. afsluttet, når en short seller i en given aktie indberetter en nettoposition på mindst hhv. under 0,2 pct. af selskabets udstedte aktiekapital. Eventuelle nettopositioner under 0,2 pct. er derfor ikke med i datagrundlaget. Afkastet er udregnet som forskellen mellem værdien af aktier solgt i positionens løbetid og tilbagekøbte aktier i pct. af positionsstørrelsen. Denne angiver den samlede markedsværdi af solgte aktier på salgstidspunktet over positionens løbetid. Der er ikke taget højde for kurtage eller rentebetalinger til aktieudlånere i udregningen af afkastet. Data er for alle indberettede nettopositioner fra november 2012 til og med juni 2018.

Kilde: Finanstilsynet.

I figur 3 synes der heller ikke at være tegn på, at store korte nettopositioner i sig selv får aktiekursen på den shortede aktie til at falde. Investorerne med korte positioner i danske aktier synes dermed ikke via deres short selling at påvirke kursen negativt. Samme konklusion fås, hvis positionsstørrelsen måles i pct. af den udestående aktiekapital i stedet for kr.

Det lader altså ikke til, at signalværdien af short sellernes korte nettopositioner (altså et signal til de andre markedsdeltagere om, at short selleren må vurdere, at kursen er overvurderet, siden vedkommende er villig til at shorte aktien) lægger et signifikant nedadgående pres på kursen, og at de derved konsekvent opnår positive afkast på deres nettopositioner.

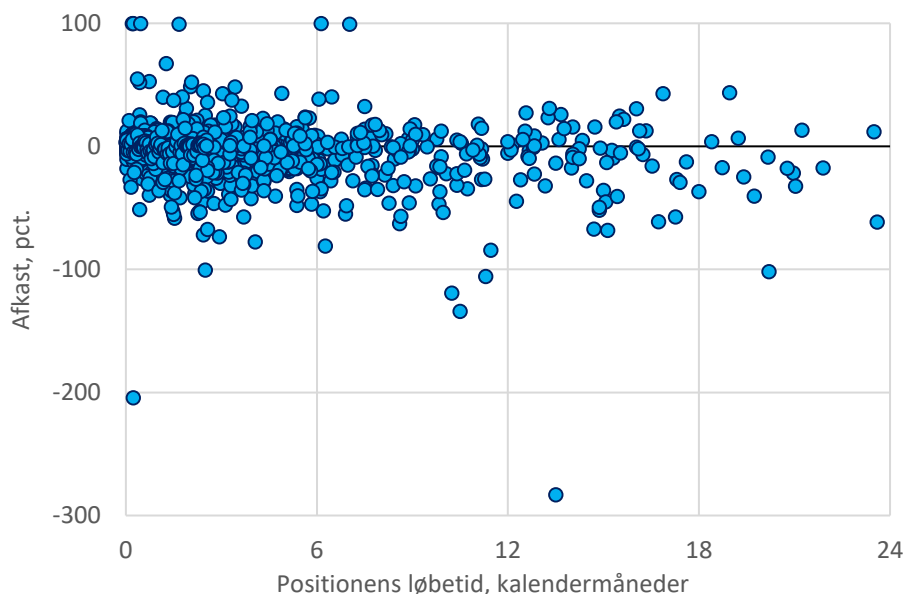
Giver længere positionsløbetid bedre grundlag for positive afkast?

Der er heller ingen tydelig sammenhæng mellem de korte positioners løbetid og deres afkast, jf. figur 4.

Short sellere, der holder en kort nettoposition over en længere periode, skaber altså generelt ikke bedre afkast end andre short sellere. Der er dermed ikke tegn på, at de investorer, der har mulighed for og også vælger at have en kort position i lang tid, f.eks. på grund af et bredere risikomandat eller bedre forbindelser til aktieudlånere mv., har en bedre indtjening end dem, der lukker positionen hurtigt. Tværtimod er der svage tegn på, at de korte positioner med lang løbetid generelt har været tabsgivende, hvilket igen kan skyldes generelle værdistigninger over tid, jf. foroven.

Short sellere, der kun kortvarigt har en kort position, synes heller ikke at realisere højere afkast på deres nettopositioner end andre. Hvis short sellere tog nye korte nettopositioner med kort løbetid for at tjene på et igangværende kursfald, måtte det forventes, at der var en overvægt af positive afkast for positioner med kort løbetid. Det er dog ikke tilfældet.

Figur 4: Korte nettopositioners løbetid synes ikke at have betydning for afkastet



Note: Nettopositioner antages påbegyndt hhv. afsluttet, når en given short seller i en given aktie indberetter en nettoposition på mindst hhv. under 0,2 pct. af den udstedte aktiekapital. Eventuelle nettopositioner under 0,2 pct. er derfor ikke med i datagrundlaget. Afkastet er udregnet som forskellen mellem værdien af aktier solgt i positionens løbetid og tilbagekøbte aktier i pct. af positionsstørrelsen. Denne angiver den samlede markedsværdi af solgte aktier på salgstidspunktet over positionens løbetid. Der er i udregningen af afkastet ikke taget højde for kurtage eller rentebetalinger til aktieudlånere. Data er for alle indberettede nettopositioner fra november 2012 til og med juni 2018.

Kilde: Finanstilsynet.

Har short sellernes hjemland betydning for de realiserede afkast?

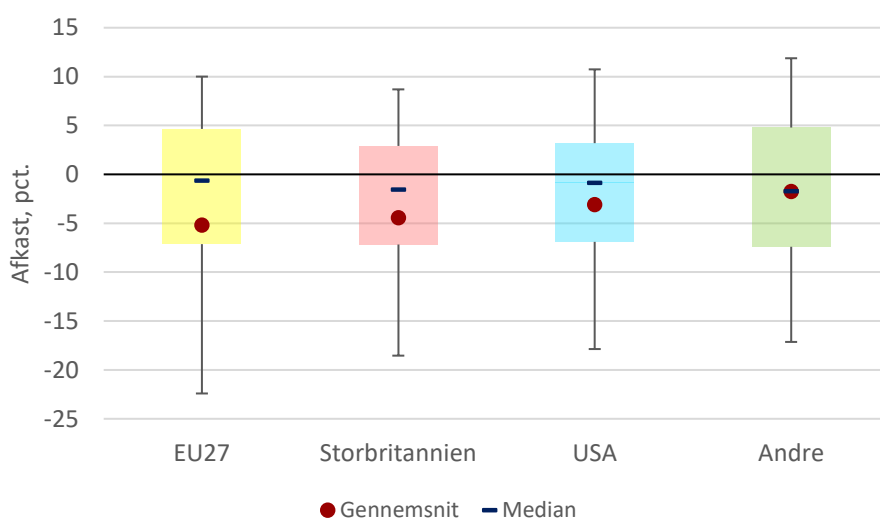
Der er ikke tegn på, at der er systematiske forskelle i afkastet ved short selling afhængigt af, hvilket land short selleren kommer fra, jf. figur 5.

Figur 5 viser afkastet fordelt på short sellernes hjemlande. Her fremgår det bl.a., at alle geografier har en overvægt af negative afkast, hvilket ses ved, at både medianen og gennemsnittet ligger under nul.

Amerikanske short sellere har f.eks. ikke tendens til at få et bedre afkast end short sellere fra EU og andre jurisdiktioner, ligesom det omvendte heller ikke er tilfældet.

Der er dermed ikke tegn på, at short sellere i de forskellige lande generelt har forskellige strategier i forhold til at shorte danske aktier.

Figur 5: Short sellere fra forskellige geografiske områder klarer sig omtrent ens



Note: Bunden og toppen af boksene angiver den 25. hhv. 75. percentil, og halerne angiver den 10. og 90. percentil. Nettopositioner antages påbegyndt hhv. afsluttet, når en given short seller i en given aktie indberetter en nettoposition på mindst hhv. under 0,2 pct. af den udstedte aktiekapital. Eventuelle nettopositioner under 0,2 pct. er derfor ikke med i datagrundlaget. Afkastet er udregnet som forskellen mellem værdien af aktier solgt i positionens løbetid og tilbagekøbte aktier i pct. af positionsstørrelsen. Denne angiver den samlede markedsværdi af solgte aktier på salgstidspunktet over positionens løbetid. Der er i udregningen af afkastet ikke taget højde for kurtage eller rentebetalinger til aktieudlånere. Data er for alle indberettede nettopositioner fra november 2012 til og med juni 2018.

Kilde: Finanstilsynet.