

Short selling i danske aktier: Hvem? Hvad? Hvornår?

Short selling-aktiviteten i danske aktier er steget markant siden 2013 og vokser fortsat. Den samlede værdi af de væsentlige korte nettopositioner i danske aktier er steget til ca. 28 mia. kr., der er kommet flere short sellere med væsentlige korte nettopositioner i danske aktier, og der er flere danske aktier, hvori der er taget væsentlige korte nettopositioner¹. En væsentlig kort nettoposition betyder, at den enkelte short seller har en kort nettoposition på mindst 0,2 pct. af selskabets udstedte aktiekapital².

Stigningen i short selling i danske aktier giver anledning til at undersøge short sellernes adfærd på det danske aktiemarked, og hvad der karakteriserer de korte positioner, som de vælger at tage. Undersøgelsen bygger på indberetningerne til Finanstilsynet fra alle short sellere, der har en væsentlig kort nettoposition i danske aktier, og Finanstilsynets ordre- og handelsdata for danske noterede værdipapirer.

I notatet finder vi, at:

- short sellere foretrækker at tage korte nettopositioner i relativt likvide aktier og i large cap-aktier
- der ikke er tegn på en systematisk sammenhæng mellem den historiske kursudvikling, og hvornår short sellerne vælger at oprette nye korte nettopositioner eller ændre på deres eksisterende nettopositioner
- størstedelen af de korte nettopositioner eksisterer under en måned

¹ På denne baggrund offentliggjorde Finanstilsynet i april 2018 en analyse med fokus på short selling i Danmark, herunder hvordan short selling foregår i praksis, fordele og ulemper, omfanget blandt danske aktier samt de gældende EU-regler på området, se Finanstilsynet, 'Short selling i Danmark', <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Short-selling/Short-selling-i-Danmark-pdf.pdf?la=da>

² "Kort nettoposition" angiver antallet af aktier i selskabet, som short selleren på indberetningstidspunktet har solgt uden at eje aktien, fratrukket antallet af aktier i samme selskab, som short selleren ejer (hvilket ofte vil være nul).

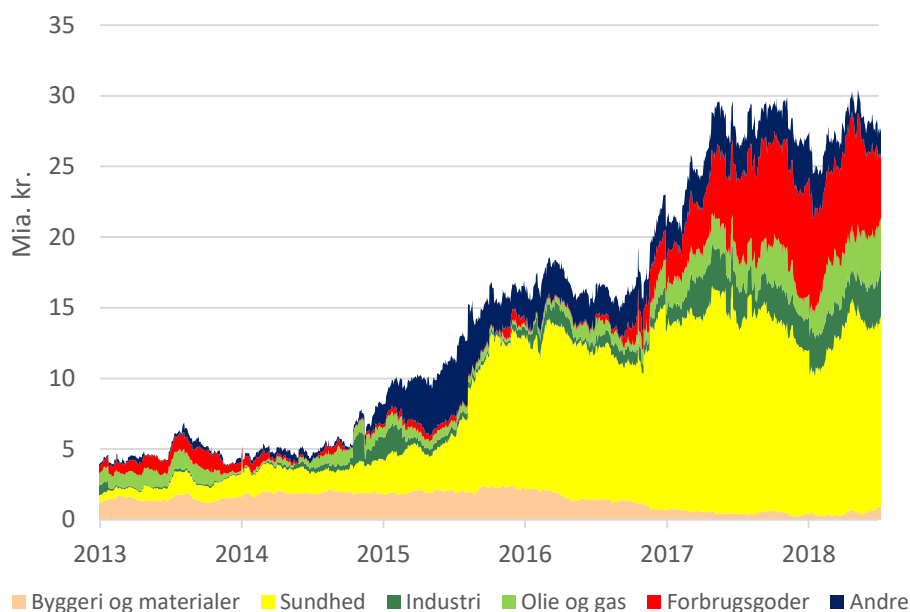
- de enkelte short sellere typisk kun har korte nettopositioner i en enkelt eller to danske aktier ad gangen. Enkelte short sellere har dog de seneste år på nogle tidspunkter haft korte nettopositioner i 10-15 danske aktier samtidigt
- short sellerne har øget deres individuelle korte nettoeksponering mod danske aktier

Stigende short selling i danske aktier

Markedsværdien af korte nettopositioner i danske børsnoterede aktier var medio 2018 ca. 28 mia. kr., jf. figur 1.

De mest shortede sektorer målt i markedsværdi var ved udgangen af første halvår 2018 sundhed (især William Demant Holding og Lundbeck) med ca. 13 mia. kr. og forbrugsgoder (især Pandora) med ca. 5 mia. kr.

Figur 1: Markedsværdien af shortede aktier i danske børsnoterede selskaber er seksdoblet siden 2013



Note: Figuren viser markedsværdien af shortede aktier med korte nettopositioner i danske børsnoterede selskaber over 0,2 pct. af den udstedte aktiekapital fordelt på udstederselskabets sektor. Sektorfordelingen er bestemt ud fra Global Industry Classification Standard (GICS) koder. Gruppen 'Andre' dækker over følgende sektorer: banker, kemikalier, fødevarer, forsikring, ejendom, detailhandel, teknologi, telekommunikation og forsyning.

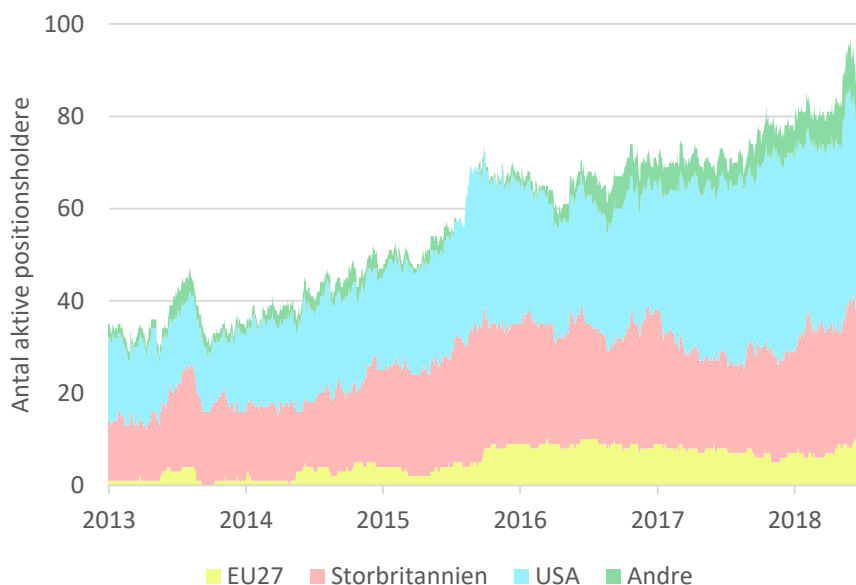
Kilde: Finanstilsynet.

I de senere år er markedsværdien af de korte nettopositioner i danske aktier steget markant. Den samlede værdi af nettopositionerne er steget fra 0,3 pct. af den samlede markedsværdi af det danske børsnoterede aktiemarked i

2013 til lidt over 1 pct. medio 2018. Det er lidt over EU-niveauet, som i 2016 og 2017 lå på omkring 0,6 pct.³ I USA estimeres aggregerede korte bruttopositioner, altså hvor der ikke korrigeres for investorernes lange positioner, at udgøre 4 pct. af markedsværdien af noterede aktier, jf. Bloomberg Finance LP.

Også antallet af investorer med korte nettopositioner i danske børsnoterede aktier er steget markant siden 2013, jf. figur 2. I midten af 2018 var der knap 100 short sellere i danske aktier. De stammer primært fra USA og Storbritannien. Det er sjældent, at danske investorer har korte nettopositioner over 0,2 pct. af danske selskabers aktiekapital⁴.

Figur 2: Antallet af nettopositionsholdere er næsten tredoblet siden 2013



Note: Figuren viser antallet af korte investorer med nettopositioner over 0,2 pct. af selskabets udstedte aktiekapital fordelt på investorens hjemland. Tallene i figuren er underkantsskøn, idet forpligtelsen til at indberette korte nettopositioner kun gælder for nettopositioner over 0,2 pct. af den udstedte aktiekapital. Nettopositioner under denne grænse er ikke inkluderet i udregningerne, hvorfor der er flere short sellere i danske aktier end angivet.

Kilde: Finanstilsynet.

³ Jf. ESMA, 2018, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 1. 2018.

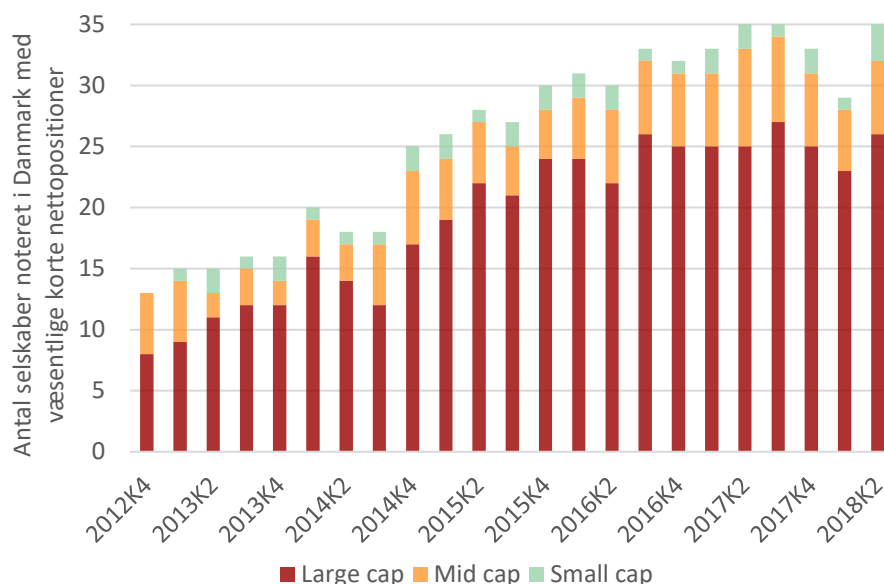
⁴ Med mindre andet er bemærket, tager udregningerne i denne analyse som udgangspunkt ikke højde for, at nettopositioner vil blive registreret som lukkede, når de nedbringes til under indberetningsgrænsen på 0,2 pct. af den udestående aktiekapital, selvom de i realiteten stadig er åbne. Dette kan især være en udfordring, hvis en nettoposition svinger rundt om indberetningsgrænsen og derfor registreres som flere lukkede positioner frem for én enkelt position. Resultaterne i analysen 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.

Fællestræk for shortede danske aktier

Short selling i danske aktier sker primært i store selskaber og kun i begrænset omfang i small cap- og mid cap-aktier, jf. figur 3.

I andet kvartal 2018 lå 26 ud af 35 shortede aktier i large cap-segmentet, dvs. selskaber med en gennemsnitlig markedsværdi over 1 mia. euro, imens der blot var korte nettopositioner i tre henholdsvis seks small cap og mid cap-aktier.

Figur 3: Short selling sker især i large cap-aktier



Note: Figuren viser antallet af selskaber noteret i Danmark med væsentlige korte nettopositioner i deres aktier ultimo kvartalet fordelt på størrelsessegment. Small cap-, mid cap- og large cap-aktier defineres som aktier med en gennemsnitlig markedsværdi henholdsvis under 150 mio. euro, mellem 150 og 1.000 mio. euro og over 1.000 mio. euro.

Kilde: Finanstilsynet.

Præferencen for large cap-aktier skal bl.a. ses i lyset af, at short sellere i danske aktier primært er store institutionelle investorer, som på grund af deres størrelse foretrækker relativt store positioner⁵. Deres short selling-aktivitet forudsætter derfor, at det shortede selskab har en tilstrækkelig høj markedsværdi og antal udestående aktier i markedet, da det alt andet lige er lettere og billigere at tage en kort position af en given størrelse, f.eks. 50 mio. kr., hvis der er et stort udbud af aktier, der kan lånes. Dette må forventes at være mere sandsynligt i et stort end i et lille selskab.

⁵ Figur 3 undervurderer sandsynligvis large cap-selskabers vægt i fordelingen. Det skyldes, at det for disse aktier kræver en større nettoposition målt i kr., før positionen skal indberettes til Finanstilsynet. Det må derfor forventes, at der findes positioner i de store selskaber, der ikke er underlagt indberetningspligten, selvom de målt i kr. er større end indberettede positioner i small og mid cap-selskaber.

Likviditeten i shortede danske aktier

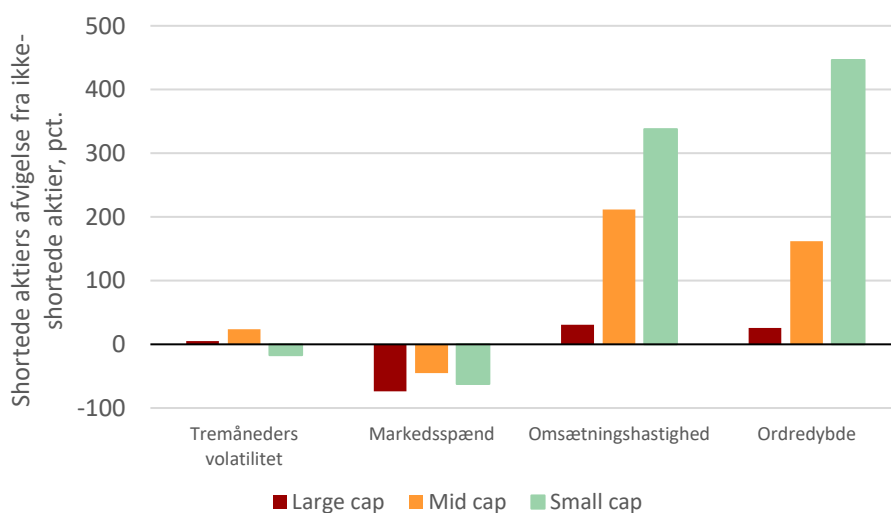
Danske aktier, hvori der er taget væsentlige korte nettpositioner, er typisk mere likvide end danske aktier uden væsentlige korte nettpositioner. Ved likviditet forstås, hvor nemt markedsdeltagerne kan gennemføre større handler hurtigt og til lave omkostninger og med en beskedne effekt på priserne.

At short sellerne primært er aktive i likvide aktier, ser man, når likviditeten måles ved forskellige likviditetsmål som volatilitet, markedsspænd, omsætningshastighed og ordredybde, jf. figur 4. Disse forklares herunder.

Det er en fordel for short sellere, at de er korte i likvide aktier. På den måde kan de lettere og billigere både sælge og købe aktier, i forbindelse med at de åbner henholdsvis lukker deres positioner. Det er især relevant for de short sellere, som har væsentlige korte nettpositioner, altså korte positioner, som udgør en relativt stor andel af selskabets udestående aktiekapital og derfor indgår i Finanstilsynets statistik.

Hvis aktien ikke er likvid, kan short sellerne komme til at påvirke kursen betydeligt – til ulempe for dem selv – når de køber eller sælger større mængder aktier på kort tid. Dertil kommer, at short sellere med korte positioner i en illikvid aktie kan få svært ved hurtigt at lukke deres positioner til en rimelig kurs, hvis aktieudlåneren tilbagekalder aktierne før kontraktens udløb.

Figur 4: Shortede aktier er generelt mere likvide end sammenlignelige aktier



Note: Figuren viser forskellen i pct. af de angivne likviditetsmål mellem aktier noteret i Danmark henholdsvis med og uden korte nettpositioner på mindst 0,2 pct. af selskabets udstedte aktiekapital. Forskellene er fordelt på størrelsessegment. Udregningerne er baseret på månedlige gennemsnit af daglige værdier for de fire likviditetsmål i perioden november 2012 til og med december 2017. En aktie kategoriseres som værende med korte nettpositioner i en given måned, hvis der i den pågældende måned har været registreret mindst én kort nettposition.

Kilde: Finanstilsynet.

Short sællere profiterer på kursfald, og jo mindre volatiliteten (dvs. hvor meget aktiekursen svinger fra dag til dag) i en given aktie er, jo mindre er sandsynligheden for betydelige kursfald, og jo sværere er det at skabe fortjeneste på en kort nettoposition isoleret set.

Af figuren fremgår det, at shortede aktier har omtrent samme volatilitet som andre aktier inden for samme størrelsessegment. Short sællerne lader derfor ikke til systematisk at foretrække hverken de mere eller mindre volatile aktier.

Markedsspænd er den relative forskel mellem de bedste købs- og salgspriser i markedet for en aktie på et bestemt tidspunkt. Figur 4 viser, at markedsspændene i shortede aktier er markant mindre end i ikkeshortede aktier. Det gælder uanset størrelsessegment. Short sællere tager altså primært positioner i aktier med små forskelle mellem salgs- og købspriserne. Det sikrer, at deres omkostning ved først at sælge aktien og dernæst købe den tilbage er begrænset.

Short sællerne foretrækker desuden omsættelige aktier. Ordredybden og omsætningshastigheden er høj i shortede aktier i forhold til resten af markedet, jf. figur 4. Ordredybden er den samlede værdi af alle ordrer i markedet på et bestemt tidspunkt. En stor ordredybde udtrykker dermed, at der er et stort udbud og efterspørgsel på aktien. Omsætningshastigheden angiver den samlede omsætning i aktien over en måned i procent af den udestående aktiekapital. Både stor ordredybde og høj omsætningshastighed gør det nemmere og billigere for short sællerne at købe og sælge større positioner af aktien.

For aktier i mid cap-, og især i small cap-segmentet, skal der være en særlig høj omsættelighed for, at de synes attraktive for short sællere.

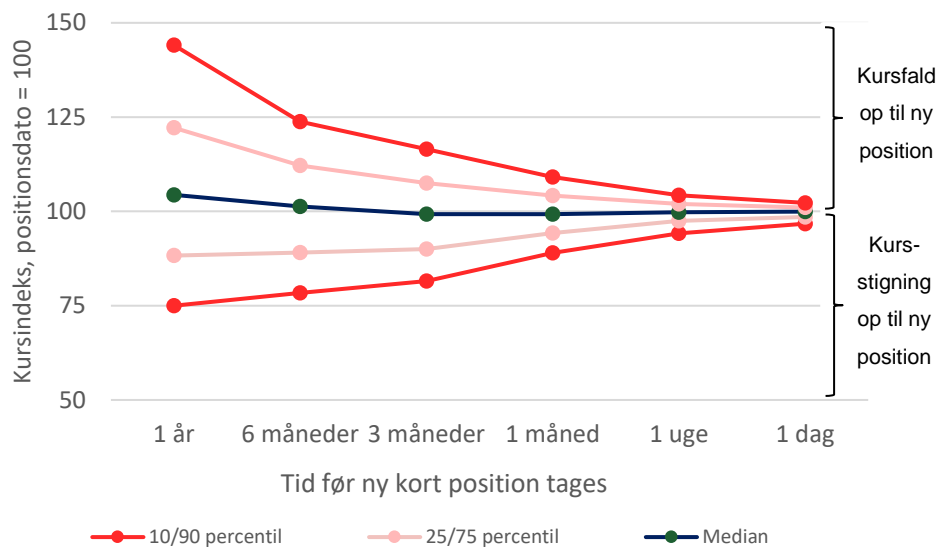
Kursudvikling og korte nettopositioner

Hverken en periode med stigende eller faldende kurs synes at gøre det mere sandsynligt, at der bliver taget korte nettopositioner i en aktie.

Der er altså generelt hverken tegn på, at investorerne tager en kort nettoposition i en aktie, fordi de har set aktien stige i kurs og derfor forventer en snarlig korrektion, dvs. et prisfald, eller fordi de har observeret en periode med kursfald i aktien og vælger at følge strømmen.

Figur 5 illustrerer fordelingen over kursudviklingen i shortede danske aktier i perioden op til, at en ny kort nettoposition tages i den pågældende aktie.

Figur 5: Både stigende og faldende kurs før korte positioner tages



Note: Figuren viser fordelingen over kursudviklingen op til, at en ny kort nettoposition tages i den pågældende aktie. Data inkluderer alle nettopositioner taget i perioden november 2012 til og med juni 2018. Kurserne er indekseret til positionsdatoen. En kort nettoposition defineres som ny, hvis den pågældende indberetter ikke havde en væsentlig nettoposition i den pågældende aktie før indberetningen.

Kilde: Finanstilsynet.

Figuren viser, at investorerne foretager short selling i både aktier, der forinden har haft stigende kurs, og aktier, der har haft faldende kurs. Faktisk er der omtrent lige mange aktier, der har haft kursfald som kursstigninger det foregående år (hvilket ses i figuren ved, at medianen for alle positioner ligger tæt ved indeks 100 i hele perioden, omend der er en svag overvægt af nettopositioner, der har haft kursfald seks måneder og et år før positionen blev taget).

Det fremgår også af figuren, at aktierne kan have haft både store kursfald og -stigninger i året op til, at den korte position tages. Fordelingen af størrelserne på kursfald og kursstigninger er omtrent ens fra seks måneder før og frem til, at positionen bliver taget (det ses i figuren ved, at 10 og 90-percentilerne henholdsvis 25 og 75-percentilerne ligger stort set symmetrisk omkring kurs 100).

Endeligt fremgår det af figuren, at kursudviklingen i ugen eller dagen op til oprettelsen af nye korte positioner er ligeligt fordelt rundt om 100. Medløberadfærd (dvs. når short sællere tager nye positioner som følge af kursfald over kortere perioder) ville i figur 5 ses ved, at fordelingen på en dag og en uge lå mærkbart over 100 og dermed indikere, at en større andel af korte nettopositioner blev taget i forbindelse med et kursfald. Dette synes ikke at være tilfældet.

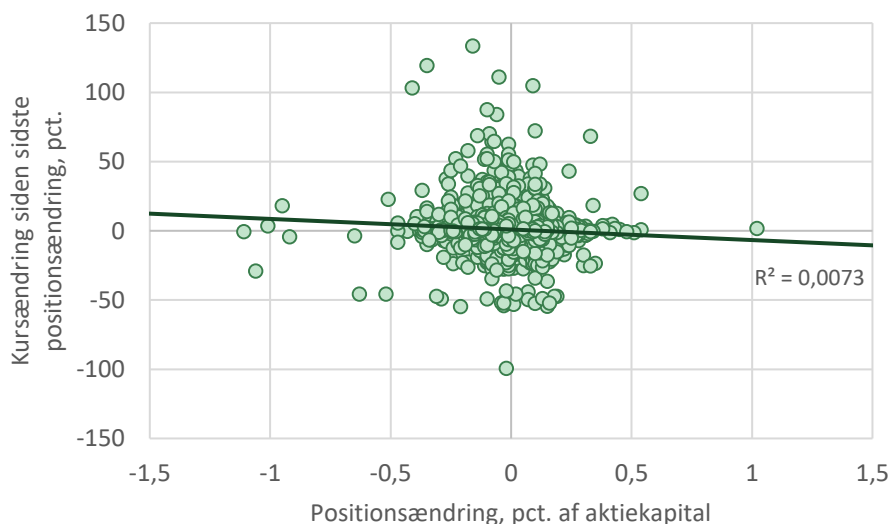
Reaktion efter kursændring

Udover at betragte kursudviklingen op til, at short sellerne åbner en ny kort nettoposition, jf. figur 5, er det også relevant at betragte, hvordan short sellerne efterfølgende ændrer deres nettopositioner. Her ses samme billede som ovenfor, nemlig at kursfald eller -stigninger normalt ikke følges af forøgelse eller nedbringelse af korte nettopositioner, jf. figur 6.

Der er altså ikke tegn på, at short sellerne generelt agerer procyklisk, dvs. ved kursfald sælger flere aktier og dermed øger deres korte nettoposition eller omvendt køber aktier og dermed mindsker deres nettoposition, når kursen stiger (i givet fald havde der været en klar negativ hældning i figur 6). Short sellerne synes derved ikke systematisk at bidrage til større udsving på aktiekurserne. Omvendt stabiliserer de heller ikke, da der ikke er tegn på en generel modcyklisk adfærd blandt short sellerne.

Generelt tyder fraværet af en systematisk reaktion på kursudviklingen på, at en stor del af short sellerne finder kursudviklingen i den foregående periode mindre vigtig.

Figur 6: Ingen systematisk reaktion hos short sellere med åbne nettopositioner som følge af kursudvikling



Note: Figuren viser kombinationer af positionsændringer i pct. af selskabets udstedte aktiekapital og kursændringen i pct. fra den foregående ændring i den givne korte nettoposition frem til den pågældende positionsændring. Data inkluderer alle positionsændringer taget i perioden november 2012 til og med juni 2018. Lukning og åbning af nettopositioner er ikke inkluderet i figuren.

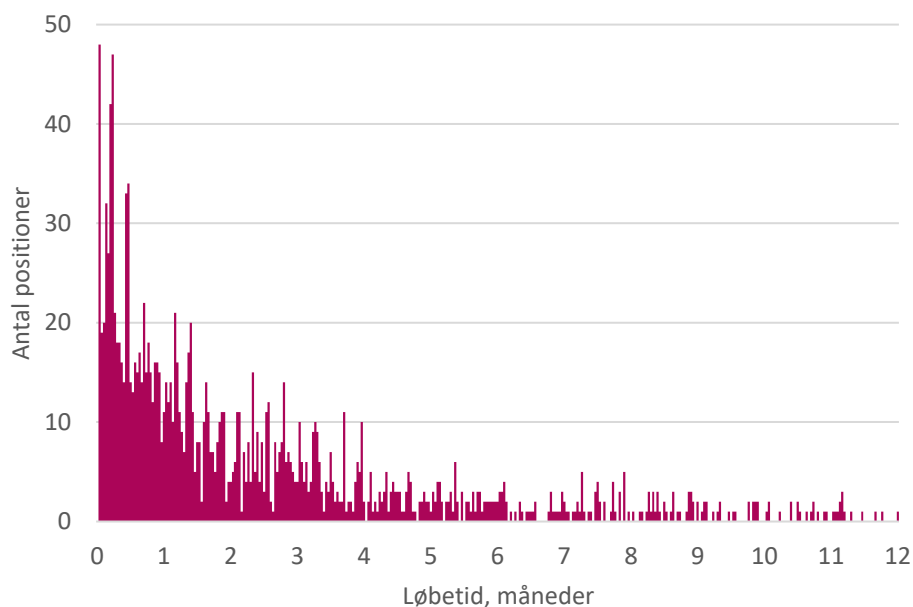
Kilde: Finanstilsynet.

Short seller-porteføljen – løbetid og størrelse

Væsentlige korte nettopositioner eksisterer typisk under én måned, jf. figur 7, der viser fordelingen af positionernes løbetid, dvs. hvor lang tid positionen eksisterer.

Figuren viser, at siden november 2012 har knap 40 pct. af de korte nettopositioner haft en løbetid på under én måned, og kun 30 pct. løber i tre måneder eller derover. Desuden har 3 pct. af positionerne en løbetid på blot én dag.

Figur 7: Korte nettopositioner har typisk kort løbetid



Note: Figuren viser fordelingen af løbetiden for lukkede korte nettopositioner i danske noterede aktier fra november 2012 til og med juni 2018. Nettopositioner antages påbegyndt hhv. afsluttet, når en given short seller i en given aktie indberetter en nettoposition større eller lig hhv. under 0,2 pct. af den udstedte aktiekapital. Hvis nettopositioner svinger omkring grænsen for indberetning på 0,2 pct. af den noterede aktiekapital, kan det vanskeliggøre vurderingen af, om en nedflaget position er lukket, eller om den blot fortsætter under indberetningsgrænsen. Det gælder derfor i udregninger af løbetider, at hvis en positionholder med en nettoposition på under 0,3 pct. af aktiekapitalen nedflager denne og inden for den næste måned flager en position i samme aktie mellem 0,2 og 0,25 pct. af aktiekapitalen, antages det, at den første position ikke blev lukket, og at de to indberetninger tilhører samme nettoposition.

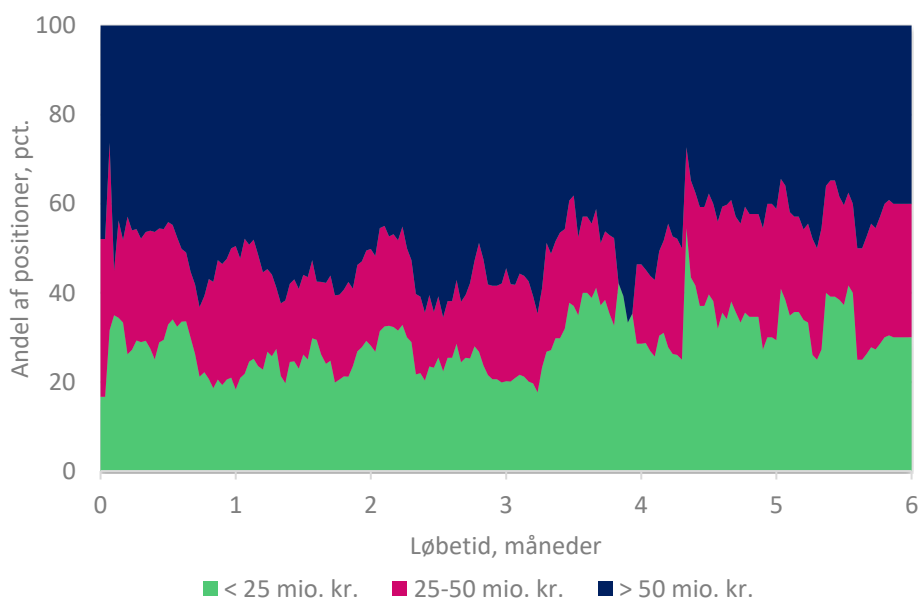
Kilde: Finanstilsynet.

De korte løbetider kan bidrage til at forklare, hvorfor short sellerne hovedsageligt vælger at have korte positioner i likvide aktier, jf. figur 4 ovenfor. Hvis en short seller forventer at tage en nettoposition i ganske kort tid, vil det være særligt vigtigt, at positionen hurtigt kan lukkes uden større omkostninger. For nettopositioner med længere løbetider kan positionen i højere grad blive afviklet gradvist. Aktiens likviditet er derfor mindre vigtig. Desuden må det forventes, at kursændringen potentielt er større over en længere periode, og at

omkostningerne som følge af markedsspændet derfor spiller en relativt mindre rolle for short sellerne.

Samtidig ses ingen tydelig sammenhæng mellem løbetid og positionsstørrelse, jf. figur 8. Positioner under 25 mio. kr. og mellem 25 og 50 mio. kr. udgør mellem 20-30 pct. af positionerne på tværs af løbetider.

Figur 8: Positionsstørrelsen har ikke umiddelbart indflydelse på løbetiden



Note: Figuren viser løbetiderne for korte nettopositioner i danske aktier fordelt på positionernes størrelse. Dataperioden er november 2012 til og med juni 2018. Tallene er baseret på 1-uges glidende gennemsnit af nettopositionerne. Nettopositioner antages påbegyndt hhv. afsluttet, når en given short seller i en given aktie indberetter en nettoposition større eller lig hhv. under 0,2 pct. af selskabets udstedte aktiekapital. Positionsstørrelsen angiver den samlede markedsværdi på salgstidspunktet af aktier, som den pågældende short seller har solgt over positionens løbetid. Der er foretaget samme korrektion i udregningen af løbetider som beskrevet i noten til figur 7. For de korrigerede positioner antages det, at de udgør 0,1 pct. af udestående aktier mellem den initiale nedflagnings og efterfølgende indberetning.

Kilde: Finanstilsynet.

Antallet og størrelsen af short sellers åbne, korte nettopositioner

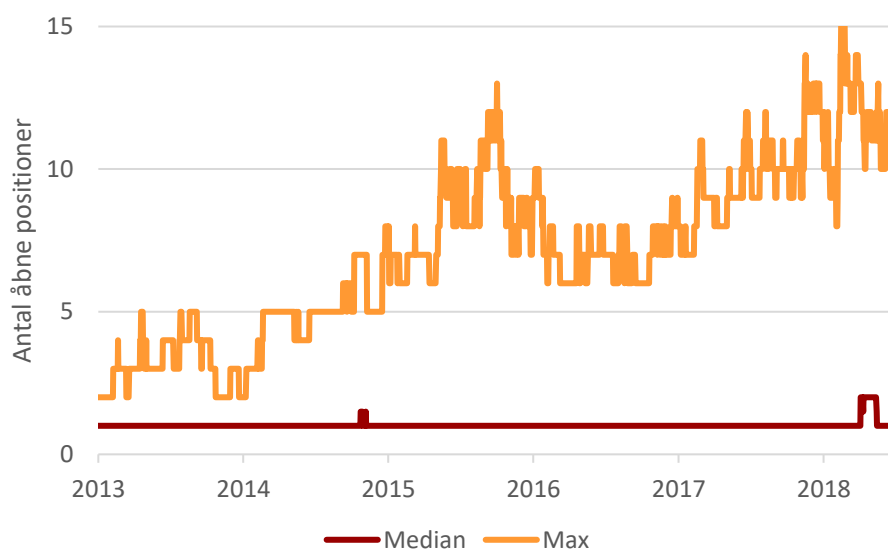
I stort set hele perioden siden 2013 har mindst halvdelen af short sellerne med væsentlige korte nettopositioner i danske aktier kun haft væsentlige korte nettopositioner i en enkelt dansk aktie på et givent tidspunkt, jf. medianen i figur 9.

Samtidigt har nogle få short sellere dog øget antallet af aktier noteret i Danmark, som de har væsentlige korte nettopositioner i. Eksempelvis havde den

short seller, som på et givent tidspunkt havde flest korte nettopositioner i danske aktier, i 2013 korte nettopositioner i to til fem danske aktier, mens det i 2018 var steget til mellem 10 og 15 aktier, jf. "max" i figur 9.

At enkelte short sellere har mange korte nettopositioner i danske aktier på samme tid kan være udtryk for, at de forventer et generelt kursfald på det danske aktiemarked og ikke blot et kursfald i enkelte aktier. En anden årsag kan være, at de forsøger at risikoafdække en eksponering, hvis afkast normalt samvarierer med afkastet på det danske aktiemarked⁶.

Figur 9: Nogle få short sellere har øget antallet af korte nettopositioner i danske aktier



Note: Figuren viser medianen for antallet af korte nettopositioner på mindst 0,2 pct. af selskabets udstedte aktiekapital, som investorerne har åbne på et givent tidspunkt. "Max" angiver antallet af korte nettopositioner i danske aktier hos den investor, der på det givne tidspunkt har flest aktive (åbne) korte positioner i danske aktier. Tallene i figuren er underkantsskøn, idet forpligtelsen til indberetning af korte nettopositioner kun gælder for korte nettopositioner på mindst 0,2 pct. Nettopositioner under denne grænse er derfor ikke inkluderet i udregningerne. Der er altså flere korte nettopositioner i danske aktier end angivet.

Kilde: Finanstilsynet.

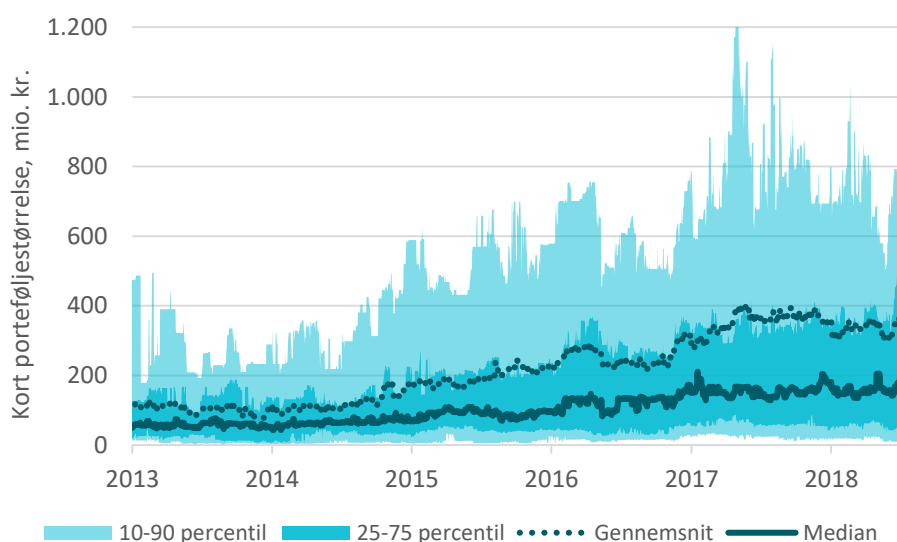
Selvom de fleste short sellere stadig kun tager væsentlige korte nettopositioner i få danske aktier, så er størrelsen på deres samlede korte nettoeksponering mod danske aktier vokset siden 2013.

⁶ Bemærk, at aktørerne med mange nettopositioner i danske aktier også kan være et udtryk for, at den enkelte aktør er koncernforbunden med forskellige aktører, der hver har enkelte korte nettopositioner i danske aktier. Dette kunne f.eks. være tilfældet, hvis flere investeringsfonde med korte positioner forvaltes af den samme juridiske enhed.

Dette fremgår af figur 10, der viser fordelingen af markedsværdien af de enkelte short selleres samlede korte nettopositioner i danske aktier. Figuren viser bl.a., at short sellerne i gennemsnit havde korte nettopositioner i danske aktier til en samlet værdi af knap 100 mio. kr. i 2013, og at denne var steget til over 300 mio. kr. i 2018. Samme billede gør sig gældende med medianen, som er steget fra omkring 75 mio. kr. i 2013 til ca. 170 mio. kr. 2018.⁷

Desuden har de største short sellere i danske aktier øget deres korte nettopositioner markant. Det ses f.eks. ved, at short selleren, der udgør 90 percentilen (dvs. der er 90 pct. af short sellerne, som har mindre korte nettopositioner end denne short seller), i 2013 havde korte nettopositioner til en værdi af 200 til 300 mio. kr., mens denne var steget til over 800 mio. kr. i slutningen af første halvår 2018.

Figur 10: Short sellerne har øget deres korte nettopositioner i danske aktier markant



Note: Figuren viser fordelingen over de enkelte short selleres aggregerede korte nettopositioner i danske aktier. Tallene i figuren er underkantsskøn, idet forpligtelsen til indberetning af korte nettopositioner kun gælder for nettopositioner på mindst 0,2 pct. af den udstedte aktiekapital. Positioner under denne grænse er ikke inkluderet i udregningerne. Der er altså flere positioner i danske aktier end angivet.

Kilde: Finanstilsynet.

⁷ Udviklingen i gennemsnittet og medianen overvurderes af, at tærskelværdien for indberetning til Finanstilsynet er på 0,2 pct. af aktiekapitalen, og at aktiekurserne er steget betydeligt i den betragtede periode. Hvis f.eks. et selskab var 1 mia. kr. værd i 2013 og 2 mia. kr. værd i 2018, betyder det, at alle korte positioner mellem 20 og 40 mio. kr. skulle indberettes i 2013, men ikke i 2018. Korte positioner mellem 20 og 40 mio. kr. ville derfor ikke indgå i datagrundlaget i 2018, hvilket øger gennemsnittet og percentilerne, alt andet lige.