

Erhvervs- og Vækstministeriet
Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø

SJH@ftnet.dk

KRONPRINSESSEGADE 28
1306 KØBENHAVN K
TLF. 33 96 97 98
FAX 33 36 97 50

DATO: 24. maj 2012
SAGSNR.: 2012 - 1502
ID NR.: 178983

Høring - accepteret markedspraksis

Ved e-mail af 27-04-2012 har Finanstilsynet anmodet om Advokatrådets bemærkninger til ovennævnte.

Advokatrådet finder ikke grundlag for at udtale sig i sagen.

Med venlig hilsen


Torben Jensen

MARKETS

Finanstilsynet
Att. Fuldmægtig Steffen Jensen Hornshøj
Århusgade 110
2100 København Ø

Sendt via email.

Horsens den 30. maj 2012

Høringssvar – accepteret markedspraksis

GXG Markets A/S giver herved sine bemærkninger til høringen om, hvorvidt et likviditetsprogram, som beskrevet i 'Notat om likviditetsprogram', kan accepteres som en accepteret markedspraksis.

Indledende bemærkninger

GXG Markets A/S er som markedsplads med fokus på mindre og mellemstore virksomheder bekendt med, at likviditeten kan være svag, og GXG Markets ser som udgangspunkt positivt på tiltag, der kan medvirke til at styrke likviditeten for dette segment.

'Notat om likviditetsprogram' giver en grundig og fyldestgørende redegørelse for motiverne bag likviditetsprogrammet. Der er lagt vægt på fuld gennemsigtighed og åbenhed, hvilket efter vores mening er helt afgørende.

Bemærkninger til de af Finanstilsynets oplyste punkter i høringsbrevet

Ad 1)

Investeringselskaber, som defineret i ABL § 19, stk. 2, nr. 2 er oplagte kandidater til at kunne benytte et likviditetsprogram. Det skyldes, at værdien af selskabets aktiver som udgangspunkt kan måles temmelig præcist, da aktiverne består af værdipapirer, der handles på regulerede markeder (evt. også MTF'er), hvorfor der til hver en tid kan findes en kurs og dermed en værdi på det enkelte underliggende aktiv. Derved synes det nærliggende, at den indre værdi er et retvisende billede af selskabets samlede værdi.

GXG Markets anerkender også, at et likviditetsprogram kan bidrage til at gøre konkurrencen mellem investeringsforeninger og investeringselskaber mere lige.

GXG Markets ser dog også muligheder i at udvide feltet af selskaber, der kan benytte et likviditetsprogram. Vi har desværre ikke mulighed for – indenfor tidsfristen – at komme med mere konkrete bemærkninger herom, men som nævnt indledningsvist er det fra vores synspunkt afgørende, at der i et likviditetsprogram bliver lagt vægt på gennemsigtighed og åbenhed. Når disse kriterier er opfyldt, vil der være en række selskaber, som kunne have gavn af et sådant likviditetsprogram. Herunder naturligvis de mindre og mellemstore virksomheder, som typisk kan have svært ved at skabe likviditet i deres aktier.

MARKETS

Ad 2)

For så vidt angår investeringsselskaber bør der ikke være forskelle i forhold til investeringsforeninger mv. Vi tager dog forbehold for, at der kan være selskabsretlige forhold eller forhold i øvrigt, som kan nødvendiggøre forskelle.

Som nævnt under 1) ser GXG Markets gerne, at et likviditetsprogram vil kunne udnyttes af andre selskaber end investeringsselskaber. Ved fastsættelsen af den indre værdi i sådanne selskaber bør der i sagens natur være en ganske høj grad af sikkerhed for, at værdiansættelsen af selskabets aktiver er korrekt. Hvorledes det kan gøres, har vi for nærværende ikke et konkret bud på, men vi er interesserede at tage den diskussion med andre aktører.

Ad 3)

Det vil være oplagt at lægge sig op af reglerne i selskabsloven vedrørende egne aktier.

Ad 4)

Muligheden for at suspendere likviditetsprogrammet i forbindelse med ekstraordinære forhold som beskrevet i notatet synes at være ganske fornuftig. Vi har ikke yderligere bemærkninger hertil.

Ad 5)

Det vil være naturligt, at selskabet har mulighed for at suspendere likviditetsprogrammet i tilfælde, hvor selskabets beholdning vil overstige den i selskabsloven tilladte grænse. Hvis selskabet ikke har denne mulighed, vil det potentielt kunne stille selskabet i en vanskelig situation, og det kan måske betyde, at selskabet ikke vil benytte sig af muligheden for at iværksætte et likviditetsprogram.

Ad 6)

Et likviditetsprogram som beskrevet i notatet vil helt klart gøre konkurrenceforholdet mere lige mellem investeringsselskaber og investeringsforeninger, jf. også vores tidligere bemærkninger herom.

Ad 7)

Vi synes den i notatet skitserede selskabsmeddelelse (bilag 1) giver en god og fyldestgørende beskrivelse af likviditetsprogrammet, som investor kan forholde sig til. Vi har ikke yderligere bemærkninger hertil.

Med venlig hilsen



Henrik Kaspersen
Adm. direktør

Finanstilsynet
Børskontoret
Att: Fuldmægtig Steffen Jensen Hornshøj
sjh@ftnet.dk

Den 31. maj 2012

Høring – Accepteret Markedspraksis

FA takker for modtagelse af mail af 27. april 2012 vedrørende høring
angående accepteret markedspraksis.

DOK. NR.:
FAID-6-7560
SAG. NR:
FAID-6-7558
Helle Hjort
Christensen

FA har ingen bemærkninger.

Med venlig hilsen

Helle Hjort Christensen
Juridisk konsulent

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø.

Postboks 1140
DK-1010 København K
Tlf. 45 82 15 91
Fax 45 41 15 90
e-mail daf@shareholders.dk

Att.: Steffen Jensen Hornshøj

Sendt til: sjh@ftnet.dk

København, den 1. juni 2012

Høring over om et likviditetsprogram kan betragtes som accepteret markedspraksis

Finanstilsynets høring i mail af 27. april 2012.

DAFs overordnede vurdering

Dansk Aktionærforening finder det af stor betydning, at borgerne har mulighed for at forstå, hvilke regler der gælder med hensyn til forbrugerbeskyttelse i forbindelse med investeringer.

Der bør derfor ikke være danske selskabskonstruktioner, der ligner danske UCITS, men som ikke er omfattet af lov om investeringsforeninger.

Der henvises i advokatens redegørelse meget til UCITS, men det er tilsyneladende selskabets eget valg, hvor mange eller hvor få af reglerne fra investeringsforeningsloven, der tages i anvendelse.

Dansk Aktionærforening kan på denne baggrund ikke anbefale, at likviditetsprogrammet kan betragtes som accepteret markedspraksis.

Finanstilsynets spørgsmål

1. Hvilken type selskaber, hvis aktier er optaget til handel på en reguleret markedsplads, vil kunne tillades at benytte et likviditetsprogram i stil med vedlagte beskrivelse?

2. Hvilke underliggende aktiver i selskabet, kan indgå i opgørelsen af indre værdi? Skal der stilles krav til likviditeten i det underliggende aktiv? Skal selskabet have adgang til at medregne samme aktiver til indre værdi som investeringsforeninger og hedgeforeninger?

3. Skal der fastsættes en grænse for hvor stor en andel af egne aktier selskabet må eje under et likviditetsprogram?

4. Skal selskaberne midlertidigt have mulighed for at suspendere likviditetsprogrammet f.eks. i tilfælde af stort tilbagesalg, eller skal investorerne altid have mulighed for at kunne sælge tilbage til selskabet på samme vilkår som gælder for investeringsforeninger og hedgeforeninger?

5. Skal selskaberne have mulighed for at suspendere likviditetsprogrammet af selskabsretlige årsager, herunder hvor en beholdning af egne aktier vil overstige den i selskabsloven tilladte grænse for beholdning af egne aktier (frie reserver)?

ad spørgsmål 1-5

Hvis et investeringsselskab ønsker at kunne anvende en model, der ligner en model fra investeringsforeningsloven, så må selskabet følge denne lov fuldt og helt og i dette tilfælde, hvis det vil blive ved med at være et selskab og ikke en fond eller en forening, blive et dansk UCITS, et selskab for investering med kapital der er variabel (SIKAV). Kun på denne måde er der sikkerhed for at forbrugerbeskyttelsen opretholdes og at modellen kan overskues.

6. Hvilken betydning vil en accepteret markedspraksis have for konkurrenceforholdet mellem investeringsselskaber og investeringsforeninger?

Det kommer an på, hvilke af reglerne fra investeringsforeningsloven investeringsselskabet (der ikke er et dansk UCITS) fravælger (tilvælger) og om investeringsselskabet markedsføres/præsenteres på en sådan måde at det af investorerne – berettiget eller ej – opfattes som en mere attraktiv investering end en investeringsforening.

7. Hvilke krav skal der stilles til transparens omkring programmet?

Det skal være fuldt transparent, på samme måde som under investeringsforeningsloven, hvilket opnås ved, at selskabet skal være omfattet af investeringsforeningsloven og følge denne lovs regler.

Med venlig hilsen



Charlotte Lindholm
direktør

Dansk Aktionærforening
E-mail: charlotte@shareholders.dk

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø

København, den 1. juni, 2012

Høringssvar angående likviditetsprogrammer som accepteret markedspraksis

NASDAQ OMX Copenhagen A/S (herefter NASDAQ OMX) har modtaget Finanstilsynets høring om, hvorvidt et likviditetsprogram for investeringsselskaber, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, kan anerkendes som en accepteret markedspraksis.

Generelt ser NASDAQ OMX positivt på, at selskaber, hvis aktier er optaget til handel etablerer et likviditetsprogram eller indgår i marked maker-aftaler for at skabe likviditet i en aktie. NASDAQ OMX er enig i, at indre værdi, generelt og i et vist omfang, kan benyttes som en indikator for kursværdien i den situation, at et investeringsselskab har en meget høj koncentration af likvide børsnoterede værdipapirer. Samtidig opfatter NASDAQ OMX det som positivt, at et likviditetsprogram, som det beskrevne, vil give investorerne fuld transparens, da ordningens formål og struktur vil være offentliggjort til markedet. Et sådant program vil samtidig generelt kunne bidrage til at indsnævre et stort spread og dermed give skarpere priser.


Trods det, at indre værdi er en væsentlig faktor for kursdannelsen for selskaber som FormueEvolution, finder NASDAQ OMX imidlertid ikke, at indre værdi alene skal sætte kursen i markedet, men i stedet være en medvirkende faktor for kursdannelsen. NASDAQ OMX vurderer, at markedet indregner en risikopræmie i forhold til indre værdi, der kan være baseret på selskabets type, historik, gearing samt ledelse, hvilket ikke vil være muligt, hvis det beskrevne likviditetsprogram accepteres. Såfremt aktien udsættes for et salgspres vil markedet maker således være forpligtet til, på vegne af selskabet, at løfte bud- og udbudskursen tilbage til et niveau umiddelbart under indre værdi, hvilket ikke levner mulighed for at indregne en sådan risikopræmie.

NASDAQ OMX finder det problematisk, at kursfastsættelsen reelt foretages af selskabet selv til købs- og salgskurs fastsat lige under indre værdi, således at den frie prisdannelse sættes ud af kraft. Endvidere ser NASDAQ OMX det som et problem, at markedet maker ikke påtager sig en risiko, at markedet maker ikke har indflydelse på prisdannelsen, samt at selskabet kan forventes at stå for op mod 100% af dagens køb, hvorfor NASDAQ OMX ikke finder, at det beskrevne likviditetsprogram kan siges at bygge på principperne i Kommissionens Forordning om tilbagekøbsprogrammer.

NASDAQ OMX finder, at et kontinuerligt tilbagekøb af selskabets egne aktier vil mindske antallet af aktier i omløb, hvilket vil være hæmmende i forhold til likviditet i aktien.

På baggrund af ovenstående finder NASDAQ OMX ikke, at det beskrevne likviditetsprogram bør udgøre en accepteret markedspraksis.

Med venlig hilsen


Anne Z. Løkkegaard
Legal Country Manager
NASDAQ OMX Copenhagen A/S



BØRSMÆGLERFORENINGEN

Høring over accepteret markedspraksis

Finanstilsynet har med notat af 27. april 2012 anmodet om Børsmæglerforeningens holdning til, hvorvidt et likviditetsprogram for et investeringsselskab kan anerkendes som accepteret markedspraksis.

Børsmæglerforeningen takker for muligheden for at komme med bemærkninger til Finanstilsynets høring og det uddybende notat beskrivende likviditetsprogrammet, som har været behandlet blandt foreningens medlemmer. Børsmæglerforeningen kan i den forbindelse oplyse Finanstilsynet om, at der ikke er en entydig opfattelse blandt Børsmæglerforeningens medlemmer i forhold til, om et likviditetsprogram som det beskrevne bør anerkendes som en accepteret markedspraksis. Som en følge heraf afstår Børsmæglerforeningen fra at besvare de af Finanstilsynet stillede spørgsmål.

Skulle ovenstående give anledning til spørgsmål, står foreningen naturligvis til Finanstilsynets rådighed.

Med venlig hilsen

Mick Thimm Sayed

Direkte 3370 1074
mts@dbmf.dk

4. juni 2012

Den danske
Børsmæglerforening
Amaliegade 7
Postboks 1003
1256 København K

Telefon 3332 7411
Fax 3332 9411

mail@dbmf.dk
www.dbmf.dk

Journalnr. 514/03
Dok. nr. 311994-v1

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø
Att.: Steffen Jensen Hornshøj
sjh@ftnet.dk

11. juni 2012

Accepteret markedspraksis

Finanstilsynet har ved brev af 27. april 2012 med høringsfrist 1. juni 2012 anmodet Danske Advokater m.fl. om at udtale sig om, hvorvidt et likviditetsprogram for FormueEvolution I A/S og FormueEvolution II A/S kan anerkendes som en accepteret markedspraksis, således at bestemmelserne i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2 og 4, ikke finder anvendelse.

Høringsmaterialet har været behandlet i Danske Advokaters fagudvalg for selskabsret. Danske Advokater har følgende bemærkninger hertil:

Spørgsmålet om, hvorvidt det beskrevne likviditetsprogram konkret kan anerkendes som en accepteret markedspraksis, bør efter Danske Advokaters opfattelse i udgangspunktet afgøres på baggrund af navnlig input fra branchen, herunder OMX NASDAQ Copenhagen.

Lav likviditet og forkert/skæv prissætning bør efter Danske Advokaters opfattelse være en generel forudsætning for, at likviditetsprogrammer (som beskrevet) skal kunne anerkendes som en accepteret markedspraksis. Hvis det er almindeligt forekommende, at noterede investeringsselskabers børskurs er lavere end aktiernes reelle værdi på grund af for lav likviditet i aktierne, forekommer det relevant – ikke mindst af hensyn til aktionærene i de pågældende selskaber – at sikre en vis likviditet gennem likviditetsprogrammer, der planlægges inden for selskabslovens og værdipapirhandelslovens almindelige rammer for handel med egne aktier. På den anden side kan der med rette stilles spørgsmålstegn ved disse selskabers fortsatte optagelse til handel og officiel notering, hvis der ikke "på normal vis" kan sikres en effektiv prisdannelse på selskabets aktier.

Hvis (i) likviditetsprogrammet er offentliggjort, og det således er gjort klart for markedet, at der stilles priser, som er baseret på andre parametre end børskursen på selskabets aktier, og (ii) der også i øvrigt foreligger fuld transparens om programmets indhold, vil der efter Danske Advokaters opfattelse i almindelighed ikke ud fra en juridisk betragtning være noget betænkeligt ved programmet. Det betænkelige og uhensigtsmæssige – manipulationen – forudsætter som udgangspunkt, at der sker noget fordækt.


Uanset fortolkningen af kursmanipulationsforbuddet vil Danske Advokater gerne støtte, at et selskab m.v., som generelt er ramt af lav likviditet og dermed en skæv eller forkert prissætning på aktierne (hvis det er tilfældet), får klarhed over den måde, som likviditetsprogrammer kan struktureres på, så der ikke er tvivl om, at køb af egne aktier under et sådant program falder uden for kursmanipulationsforbuddet.

Såfremt likviditetsprogrammet måtte blive anerkendt som en accepteret markedspraksis, forekommer det rigtigt at begrænse dette til investeringsselskaber, hvor der kan stilles en pris baseret på kursen i de underliggende (mere likvide) børsnoterede værdipapirer. Det må i så tilfælde være en forudsætning, at anvendelse af værdien af de underliggende værdipapirer som parameter for fastlæggelsen af kursen på investeringsselskabets aktier vil give en mere korrekt pris, hvilket forudsætter en korrekt prisdannelse på de underliggende værdipapirer (og dermed at de ikke tilsvarende er ramt af lav likviditet).

Køb af egne aktier under likviditetsprogrammer bør i øvrigt altid ske i henhold til selskabslovens regler om køb af egne aktier og dermed underlægges samme begrænsninger som almindeligvis gælder for køb af egne aktier (bemyndigelse, frie reserver m.v.)

Det sene svar beklages.

Med venlig hilsen



Helle Hübertz Krogsøe
vicedirektør

hhk@danskeadvokater.dk