

NOTAT

Finanstilsynet

19. juni 2012

J.nr.6379-0006

/SJH/KB/LHP

Beslutning om ikke at godkende likviditetsprogram som accepteret markedspraksis

Finanstilsynet har i afgørelse af 13. marts 2012 truffet beslutning om ikke at godkende FormueEvolutions likviditetsprogram for handel med egne aktier til indre værdi, idet programmet blev anset for at være i strid med forbuddet mod kursmanipulation jf. § 38 og § 39 i lov om værdipapirhandel m.v.

Det påtænkte program for handel med egne aktier skulle iværksættes ud fra et ønske om at skabe likviditet i aktierne og dermed en bedre kursfastsættelse. Dette skulle ske ved, at FormueEvolution indgik en market maker aftale med tredjemand og investeringsselskabet samtidigt stillede sig villig til at købe og sælge egne aktier til indre værdi med et mindre procentfradrag. Programmets vilkår ville blive fuldt ud offentliggjort for markedet, hvilket ville sikre, at kursdannelsen var klar og gennemskelig. Likviditetsprogrammet ville bringe investeringsselskabet tættere på, hvad der gælder for investeringsforeninger fsva. løbende indløsning til indre værdi.

Med baggrund i Finanstilsynets afgørelse har FormueEvolution anmodet Finanstilsynet om at træffe beslutning om, hvorvidt likviditetsprogrammet vil kunne udgøre en accepteret markedspraksis, således at bestemmelserne i § 38 stk. 1 nr. 2 og 4 i lov om værdipapirhandel m.v. ikke finder anvendelse.

Retlige grundlag

I § 38, stk. 1, nr. 1-4, i lov om værdipapirhandel m.v. er beskrevet nogle handlinger, som er kursmanipulation, hvis handlingerne er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet.

Efter § 38, stk. 4, finder stk. 1, nr. 2 og 4, ikke anvendelse, hvis den, der har indgået transaktionen eller har afgivet en handelsordre, godtgør, at transaktionen eller handelsordren var i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, og at begrundelsen for at indgå en sådan transaktion eller afgive en sådan ordre var legitim. Finanstilsynets træffer beslutning om accepteret markedspraksis.

En nærmere definition af begrebet accepteret markedspraksis findes i bemærkningerne til værdipapirhandelslovens § 38, stk. 5, 2. pkt., hvor det er anført, at:

"Det er alene de former for praksis, der umiddelbart falder ind under den foreslåede definition af kursmanipulation i stk. 1, men som alligevel må accepteres, som omfattes af begrebet."

Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg CESR¹ har i vejledningen "CESR/04-505b, Market Abuse Directive, Level 3 – first set of guidance and information on the common operation of the Directive" til markedsmisbrugsdirektivet² givet følgende bidrag til fortolkningen af accepteret markedspraksis:

"2.10 CESR has consistently made a distinction between practices and activities carried out in financial markets... 'Activities' would cover different types of operations or strategies that may be undertaken such as arbitrage, hedging and short selling. On the other hand, market 'practices' would cover the way these activities are handled and executed in the market."

"2.11 ...'activities' are considered to be too broad to qualify for the status of accepted market practices..."

"2.12 ...conduct of the practice in conformity with the rules of the relevant regulated market would be sufficient in itself to promote market integrity and therefore the question of giving the practice accepted market practice status would not arise."

CESR's vejledning opregner endvidere en række faktorer, der skal inddrages ved vurderingen af de enkelte markedspraksis samt giver eksempler på praksis, der anses for kursmanipulation.

Indikationer på kursmanipulation er beskrevet i § 15 i markedsmisbrugsbekendtgørelsen (bkg. nr. 1179 af 11. oktober 2007).

§ 17, stk. 2, i markedsmisbrugsbekendtgørelsen (bkg. nr. 1179 af 11. oktober 2007) opregner de faktorer, der skal overvejes, når Finanstilsynet skal beslutte, om en praksis, der er kursmanipulation, skal accepteres som markedspraksis. Det drejer sig om følgende faktorer:

¹ Den 1. januar 2011 blev CESR til ESMA (European Securities and Markets Authority).

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 29. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), EU-Tidende 2003 L 96, s. 16.

- 1) Behovet for at sikre, at markedskræfterne på det pågældende marked kan fungere, og at der er et velfungerende samspil mellem udbud og efterspørgsel.
- 2) Det relevante markeds strukturelle karakteristika, herunder hvorvidt markedet er reguleret, hvilke typer værdipapirer der omsættes på markedet, og hvilke markedsdeltagere (professionelle og/eller private investorer) der er aktive på markedet.
- 3) Hvor gennemsigtig den relevante markedspraksis er i forhold til hele markedet.
- 4) I hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på markedets likviditet eller effektivitet.
- 5) I hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på de væsentligste parametre for markedet, herunder omfanget af indvirkningen på den gennemsnitlige kurs for handelsperioden, den daglige slutkurs eller markedsforholdene i øvrigt.
- 6) I hvilket omfang der med den relevante markedspraksis tages højde for handelsmekanismerne på markedet, herunder om markedsdeltagerne gives mulighed for at reagere korrekt og rettidigt på den nye markedstilstand, som skyldes denne praksis.
- 7) Hvorvidt den relevante markedspraksis medfører fare for, at integriteten af direkte eller indirekte forbundne markeder for det pågældende værdipapir lider skade, uanset om disse markeder er regulerede eller ej.
- 8) Resultatet af eventuelle undersøgelser af den relevante markedspraksis, som er gennemført af andre myndigheder, herunder om markedspraksis strider mod regler i lov, bekendtgørelse eller adfærdskodeks, som har til formål at forhindre markedsmisbrug på det pågældende marked eller et direkte eller indirekte forbundet marked.

Forinden Finanstilsynet træffer beslutning om accepteret markedspraksis, skal tilsynet høre relevante organisationer, jf. § 18, stk. 1, i markedsmisbrugsbekendtgørelsen (bkg. nr. 1179 af 11. oktober 2007).

Høring

Finanstilsynet har derfor den 27. april 2012 sendt accepteret markedspraksis vedrørende likviditetsprogram i høring (**bilag 1 og 2**). I nedenstående tabel fremgår de organisationer, som Finanstilsynet har sendt høringen til:

Organisation
Advokatrådet
Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP)
Børsmæglerforeningen
Danish Venture Capital and Private Equity Association
Dansk Aktionærforening

Organisation
Dansk Erhverv
Dansk Industri
Dansk Investor Relations Forening - DIRF
Danske Advokater
Den danske Fondsmæglerforening
Den Danske Finansanalytikerforening
Finansforbundet
Finansrådet – Danske Pengeinstitutters Forening
Forsikring & Pension
Finanssektorens arbejdsgiverforening
GXG Markets A/S
InvesteringsForeningsRådet
Lokale Pengeinstitutter
Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD)
NASDAQ OMX Copenhagen A/S
Realkreditforeningen
Realkreditrådet
Regionale Bankers Forening
Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet

Høringen er desuden offentliggjort på Finanstilsynets hjemmeside.

Høringssvar

Finanstilsynet har modtaget høringssvar fra følgende:

- Dansk Aktionærforening
- GXG Markets
- Nasdaq OMX Copenhagen A/S
- Børs­mæglerforeningen
- Advokatrådet
- Finanssektorens Arbejdsgiverforening

Alle høringssvar er vedlagt som **bilag 3 – 8**.

Efterfølgende gennemgås de væsentlige pointer i de enkelte høringssvar fordelt efter organisationernes svar.

Organisationer der kan anbefale likviditetsprogrammet som accepteret markedspraksis:

- GXG Markets (GXG):
Anfører, at der i likviditetsprogrammet er lagt vægt på fuld åbenhed, hvilket ifølge GXG er helt afgørende. I forhold til værdien af investeringsselskaber er det GXGs holdning, at den indre værdi er retvi-

sende for selskabets samlede værdi. Desuden ser GXG gerne, at likviditetsprogrammet kan anvendes af andre end investeringsselskaber – typisk små og mellemstore virksomheder, som kan have svært ved at skabe likviditet i deres aktier. Endelig anfører GXG, at likviditetsprogrammet kan bidrage til at gøre konkurrencen mellem investeringsselskaber og investeringsforeninger mere lige (**bilag 4**).

Organisationer der ikke kan anbefale likviditetsprogrammet som accepteret markedspraksis:

- Dansk Aktionærforening (DAF):
Finder det af stor betydning at borgere har mulighed for at forstå, hvilke regler der gælder med hensyn til forbrugerbeskyttelse i forbindelse med investeringer. Ifølge DAF bør der således ikke være selskabskonstruktioner, der ligner de danske UCITS, men som ikke er omfattet af lov om investeringsforeninger m.v. (**bilag 3**).
- Nasdaq OMX Copenhagen A/S (Nasdaq):
Anfører, at indre værdi er en væsentlig faktor for kursdannelsen, men at det ikke alene er indre værdi, der skal sætte kursen i markedet. Indre værdi skal være en medvirkende faktor for kursdannelsen. Yderligere vurderer Nasdaq, at markedet indregner en risikopræmie i forhold til indre værdi, der kan være baseret på selskabets type, historisk gearing og ledelse, som ikke ville være muligt under likviditetsprogrammet. Nasdaq finder det desuden problematisk, at market makeren ikke påtager sig en risiko, at market maker ikke har indflydelse på prisdannelsen, samt at selskabet kan stå for op mod 100 % af dagens omsætning. Nasdaq finder, at likviditetsprogrammet ikke kan siges at bygge på principperne i Kommissionens Forordning om tilbagekøbsprogrammer. Endeligt anfører Nasdaq, at et kontinuerligt tilbagekøb af selskabets egne aktier vil mindske antallet af aktier i omløb, hvilket vil være hæmmende i forhold til likviditeten i aktien (**bilag 5**).

Organisationer der positivt har afstået at svare:

- Finanssektorens Arbejdsgiverforening
- Børsmæglerforeningen
- Advokatrådet

Vurdering af likviditetsprogrammet som accepteret markedspraksis

I første omgang skal det fastlægges om den omtalte handlemåde er en aktivitet eller en praksis. Såfremt der er tale om en praksis, vurderes om den praksis er omfattet af definitionen af kursmanipulation i værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1. Afslutningsvis vurderes om den omtalte handlemåde kan accepteres som markedspraksis.

Aktivitet eller praksis

Det er Finanstilsynets vurdering, at likviditetsprogrammet falder ind under definitionen for en praksis, idet der ikke er tale om strategi, men en måde at håndtere aktiviteter på og eksekvere dem i markedet.

Falder likviditetsprogrammet ind under definitionen af kursmanipulation

Finanstilsynet har ved afgørelse af 12. marts 2012 vurderet, at likviditetsprogrammet vil være i strid med forbuddet mod kursmanipulation, hvis det blev iværksat, da kursen vil blive fastsat på et kunstigt højt niveau af det udstedende selskab.

Kan likviditetsprogrammet accepteres som markedspraksis

Finanstilsynet har vurderet de relevante faktorer som angivet i § 17, stk. 2, i markedsmisbrugsbekendtgørelsen.

Ad 1) Det vurderes, at likviditetsprogrammet ikke medfører et velfungerende samspil mellem udbud og efterspørgsel, da den indre værdi ikke kan opfattes som en retvisende markedskurs, hvorved markedskræfterne hæmmes. Efter Finanstilsynets vurdering er investeringsselskabets indre værdi blot én faktor i fastsættelsen af kursen i markedet for investeringsselskabers aktier. Kursdannelsen i markedet vil ikke ske ved handel mellem parter med modsatte interesser, men vil i stedet blive fastsat af det udstedende selskab selv (via tredjemand).

Ad 2) Det kan positivt konstateres, at der er aktive private investorer på markedet, hvor likviditetsprogrammet skal anvendes.

Ad 3) Det vurderes, at den foreslåede markedspraksis ikke kan gennemføres på en redelig og overskuelig måde overfor markedet og særligt private investorer, idet investeringsselskaber i det foreslåede likviditetsprogram kan anvende samme model som investeringsforeninger, uden samtidig at være underlagt samme regelsæt og tilsyn. Det anerkendes dog, at likviditetsprogrammet vil give markedet fuld transparens, da ordningens formål og struktur vil være offentliggjort i markedet.

Ad 4) Det anerkendes, at programmet kan skabe mere likviditet i investeringsselskabets aktier, men det hviler på en forudsætning om, at selskabet stiller midler til rådighed for opkøb.

Ad 5) Jf. 1) vurderes det, at likviditetsprogrammet har en signifikant indvirkning på de væsentligste parametre for markedet.

Ad 6 -8) Finanstilsynet har ikke grundlag for at foretage nærmere vurdering af disse, men vurderer ikke, at det har betydning for, hvorvidt likviditetsprogrammet kan anerkendes som accepteret markedspraksis.

På baggrund af ovenstående punkter kan Finanstilsynet ikke godkende det foreslåede likviditetsprogram som accepteret markedspraksis.

Ved beslutningen har Finanstilsynet især lagt vægt på, at det beskrevne likviditetsprogram medfører, at kursdannelsen ikke sker i markedet, men fastsættes af selskabet selv og derved hæmmes de frie markeds kræfter.

Finanstilsynet anerkender, at der kan være behov for at øge likviditeten i investeringsselskabernes aktier, og henviser til at dette er tilladt ved at indgå en market maker aftale med tredjemand for dennes regning og risiko.

Bilagsoversigt:

Bilag

- 1: Accepteret markedspraksis i høring og resume af afgørelse af 13. marts 2012.
- 2: Notat om likviditetsprogram
- 3: Svar fra Dansk Aktionærforening
- 4: Svar fra GXG Markets
- 5: Svar fra Nasdaq OMX Copenhagen A/S
- 6: Svar fra Børsmæglerforeningen
- 7: Svar fra Advokatrådet
- 8: Svar fra Finanssektorens Arbejdsgiverforening

27. april 2012

Ref. SJH

J.nr. 6379-0006

Accepteret markedspraksis i høring

I henhold til § 38, stk. 4 og stk. 5 i lov om værdipapirhandel fremsendes hermed en høring af hvorvidt vedlagte likviditetsprogram for investeringselskaber, hvis aktier er optaget til handel på en reguleret markedsplads, kan anerkendes som en accepteret markedspraksis.

Fondsrådet har i en afgørelse af 12. marts 2012 ikke godkendt FormueEvolutions likviditetsprogram for handel med egne aktier til indre værdi, idet programmet blev anset for at være i strid med forbuddet mod kursmanipulation jf. § 38 og § 39 i lov om værdipapirhandel. Et resume af afgørelsen er vedlagt.

Med baggrund i Fondsrådets afgørelse, har FormueEvolution anmodet Finanstilsynet om at træffe afgørelse om, hvorvidt likviditetsprogrammet vil kunne udgøre en accepteret markedspraksis, således at bestemmelserne i § 38 stk. 1 nr. 2 og 4 i lov om værdipapirhandel ikke finder anvendelse. Forinden Finanstilsynet træffer beslutning om accepteret markedspraksis, skal der foretages en høring af relevante organisationer mv.

Finanstilsynet er derfor interesseret i at høre Deres bemærkninger til vedlagte notat om etableringen af et likviditetsprogram, i den forbindelse finder Finanstilsynet det relevant, at nedenstående punkter indgår i Deres overvejelser:

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?

FINANSTILSYNETÅrhusgade 110
2100 København ØTlf. 33 55 82 82
Fax 33 55 82 00
CVR-nr. 10 59 81 84
finansstilsynet@ftnet.dk
www.finanstilsynet.dk**ERhvervs- og vækstministeriet**

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)?
6. Hvilken betydning vil en accepteret markedspraksis have for konkurrenceforholdet mellem investeringsselskaber og investeringsforeninger?
7. Hvilke krav skal der stilles til transparens omkring programmet?

Finanstilsynet skal derfor anmode om at modtage eventuelle bemærkninger til likviditetsprogrammet senest den 1. juni 2012. Bemærkninger bedes sendt enten pr. post eller pr. e-mail til SJH@ftnet.dk

Eventuelle spørgsmål til høringen kan rettes til Steffen Jensen Hornshøj på 33 55 82 29.

Med venlig hilsen

Steffen Jensen Hornshøj
fuldmægtig

Lov om værdipapirhandel m.v. § 39 – Vurdering af likviditetsprogram for investeringselskaber

Finanstilsynets afgørelse af 13. marts 2012. Sagen har været forelagt Fondsrådet.

Vurdering af likviditetsprogram

Fondsrådet har den 12. marts 2012 behandlet en forespørgsel om etablering af et program for handel med egne aktier til indre værdi fra et investeringselskab, der er optaget til handel på Nasdaq OMX Copenhagen A/S. Fondsrådet kunne ikke godkende programmet, idet programmet blev anset for at være i strid med forbuddet mod kursmanipulation jf. § 38 og § 39 i lov om værdipapirhandel.

Investeringselskabet har oplyst, at deres aktier er meget illikvide hvilket betyder, at børskurserne ikke altid er udtryk for aktiernes indre værdi. De aktier der omsættes, handles i perioder til kurser på mere end 10 % under indre værdi, hvilket betyder, at aktionærer, der gerne vil sælge, vil realisere et tab i forhold til aktiernes indre værdi. Tilstedeværelsen og den fortsatte opretholdelse af ovenstående markeds karakteristika udgør en ond spiral, hvor den manglende likviditet medfører en dårligere aktiekurs og er til skade for såvel aktionærer som potentielle aktionærer i investeringselskabet. Det er investeringselskabets opfattelse, at indre værdi (der offentliggøres dagligt) må anses for at afspejle aktiernes reelle værdi da investeringselskabets aktiver består af børsnoterede papirer.

Det påtænkte program for handel med egne aktier skulle iværksættes ud fra et ønske om at skabe likviditet i aktierne og dermed en bedre kursfastsættelse. Dette skulle ske ved at investeringselskabet indgik en market maker aftale med tredjemand og investeringselskabet samtidigt stillede sig villig til at købe og sælge egne aktier til indre værdi, med et mindre procentfradrag. Programmets vilkår ville blive fuldt ud offentliggjort for markedet, hvilket ville sikre at kursdannelsen var klar og gennemskuelig. Likviditetsprogrammet ville bringe investeringselskabet tættere på, hvad der gælder for investeringsforeninger fsva. løbende indløsning til indre værdi.

Finanstilsynet og Fondsrådet anerkender at programmet skulle etableres ud fra legitimt ønske om at skabe likviditet i aktien. Det er også tilladt for et selskab at indgå en market maker aftale med tredjemand, for dennes regning og risiko, for at skabe likviditet i aktien. Finanstilsynet og Fondsrådet kan imidlertid ikke godkende den del af det fremlagte likviditetsprogram, der vedrører opkøb af egne aktier til nær indre værdi, idet dette grundlæggende vil være i strid med § 38 og § 39 i lov om værdipapirhandel, da kursdannelsen i markedet ikke vil ske ved handel mellem parter med modsatte interesser, men i stedet vil blive fastsat af det udstedende selskab selv (via tredjemand). Dette finder Finanstilsynet og Fondsrådet vil være i strid med § 38 nr. 2 og 4, idet kursen vil blive holdt på et unormalt eller et kunstigt højt niveau. Det formodes, at kursniveauet kun kan fastholdes så længe selskabet vil købe egne aktier til nær indre værdi. Selskabets opkøb vil alene ske for at indsnævre spændet mellem indre værdi og markedskursen, hvilket Finanstilsynet ikke finder lovligt. Kursdannelsen i en aktie sker ud fra flere forhold bl.a. tidligere resultater og investorerne forventninger til selskabets fremtidige resultater, hvorfor indre værdi i sig selv ikke kan anses for markedskursen.

Finanstilsynet og Fondsrådet har således anset det fremlagte likviditetsprogram for at være i strid med forbuddet mod kursmanipulation.

Finanstilsynet – Børskontoret

Århusgade 110

2100 København Ø

Att.: Hanne Råe Larsen, Kontorchef

20. april 2012

NOTAT OM LIKVIDITETSPROGRAM

Anmodning om godkendelse som accepteret markedspraksis

Amaliegade 3-5
DK-1256 København K

Tel: +45 7070 1505

Fax: +45 7070 1506

Mail: info@mwblaw.dk

Web: www.mwblaw.dk

CVR: 3162 7005

Indholdsfortegnelse

1.	Baggrund	3
2.	Overblik over likviditetsprogrammets karakteristika	3
3.	Om FomueEvolution-aktierne og markedet heri	4
4.	Baggrund, legitimt formål og karakteristika for likviditetsprogrammet	5
5.	Den selskabsretlige ramme	11
6.	Generelt om den børsretlige ramme	11
7.	Analyse af likviditetsprogrammet i forhold til forbuddet mod kursmanipulation	12
Bilag 1 – Selskabsmeddelelse om iværksættelse af likviditetsprogram		18

1. Baggrund

Den 13. marts 2012 traf Finanstilsynet efter forelæggelse for Fondsrådet en afgørelse, hvorefter et forelagt likviditetsprogram for handel med aktier i FormueEvolution I A/S og FormueEvolution II A/S (herefter "FormueEvolution" eller varianter heraf) ansås for at være i strid med forbuddet mod kursmanipulation i Værdipapirhandelslovens §§ 38 og 39.

I umiddelbar forlængelse af Finanstilsynets og Fondsrådets afgørelse af 13. marts 2012 anmodede jeg på vegne af FormueEvolution Finanstilsynet om at iværksætte en proces med henblik på at træffe beslutning i henhold til Værdipapirhandelslovens § 38, stk. 4, om hvorvidt likviditetsprogrammet vil kunne udgøre en accepteret markedspraksis for handel med aktier på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

Til brug for høringen af likviditetsprogrammet efter reglerne om accepteret markedspraksis har Finanstilsynet anmodet om dette notats udarbejdelse, hvori den praksis, der ønskes godkendt samt argumenterne herfor, beskrives. Likviditetsprogrammet vedrører investeringsselskaber, hvis aktier er optaget til notering eller handel på et reguleret marked, konkret NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

Følgende bilag er vedlagt:

Bilag 1 - Selskabsmeddelelse om iværksættelse af likviditetsprogram.

2. Overblik over likviditetsprogrammets karakteristika

Likviditetsprogrammets legitime formål er at skabe likviditet, og dets nærmere indhold og udformning er struktureret for at sikre en redelig og transparent adfærd, der er med til at understøtte værdipapirmarkedets integritet og funktion.

Figur 1 indeholder en oversigt over likviditetsprogrammets væsentligste karakteristika og beskriver dermed den praksis, der ønskes godkendt som accepteret markedspraksis.

Figur 1. Oversigt over likviditetsprogrammets væsentligste karakteristika

Karakteristika	Beskrivelse
Likviditetsformål	Formålet er at skabe likviditet og deraf følgende bedre prissætning af aktierne i investeringsselskaberne.
Armslængde	Foreståelsen af likviditetsprogrammet foretages af en tredjemand i henhold til offentliggjorte kriterier og vilkår.
Market-making	Tredjemand stiller både købs- og salgspriser i aktierne og understøtter dermed ikke en ensidig kurspåvirkning men lader markedet bestemme, hvilken vej kursen bevæger sig.
Likviditet via passiv adfærd	Under likviditetsprogrammet stilles købs- og salgspriser i aktierne, men det er op til markedet at reagere og dermed træffe beslutning, om der skal gennemføres transaktioner i henhold hertil.
Indre værdi	Da der ikke er et velfungerende marked og dermed en ordentlig prissætning, tager de fastlagte kurser afsæt i indre værdi-opgørelsen, der fastsættes og offentliggøres dagligt.
Fuld transparens	Likviditetsprogrammets indhold vil blive offentliggjort sådan, at investorer kan træffe konkrete investeringsbeslutninger på et fuldt oplyst beslutningsgrundlag.

3. Om FomueEvolution-aktierne og markedet heri

Aktierne i FormueEvolution-selskaberne er optaget til notering på NASDAQ OMX Copenhagen A/S. De to investeringsselskabers formål er at investere i værdipapirer, primært aktier, obligationer samt afledte finansielle instrumenter, både for egen- samt fremmedkapital (gearing).

Selskabernes aktiver består udelukkende af aktier, obligationer, likvide beholdninger, inkl. tilgodehavende renter, samt en eventuel positiv markedsværdi af de af selskaberne indgåede finansielle forretninger (afledte finansielle instrumenter).

Børsnoterede aktier og obligationer, der er optaget til notering eller handel på et reguleret marked, udgør omtrent 95 % af begge selskabers samlede beholdninger af værdipapirer.

Selskaberne er skattemæssigt klassificeret som investeringsselskaber i henhold til Aktieavancebeskatningsloven § 19, stk. 2, nr. 2.

Som følge af FormueEvolutions status som investeringsselskaber, hvor selskabernes aktiver udgøres af børsnoterede værdipapirer, udgør den indre værdi, der i henhold til NASDAQ OMX' regelsæt offentliggøres dagligt, aktiernes reelle værdi. Dette svarer til, hvad der gælder for investeringsforeninger, der er investeringsselskabernes foreningsretlige pendant og konkurrent.

Ledelserne i de to investeringsselskaber har over en længere periode kunnet observere de i figur 2 beskrevne negative markedskaraktistika for FormueEvolution-aktierne.

Figur 2. Negative markedskaraktistika for FormueEvolution-aktierne

Negative markedskaraktistika

Aktierne er meget illikvide, hvilket betyder, at børskurserne ikke er udtryk for aktiernes reelle værdi.

De få aktier, der omsættes, handles i perioder til kurser på mere end 10 % under indre værdi, hvilket betyder, at aktionærer, der gerne vil sælge, vil realisere et væsentligt tab i forhold til aktiens reelle værdi.

Den manglende likviditet og deraf følgende forkerte prissætning af aktierne i forhold til indre værdi betyder, at investorer afstår fra at investere i den illikvide aktie, da der er betydelig risiko for, at man ikke kan sælge dem igen og, hvis dette skulle lykkes, at salget vil ske med et væsentligt tab i forhold til aktiernes reelle værdi, der er udtrykt i indre værdiopgørelsen.

Tilstedeværelsen og den fortsatte opretholdelse af ovenstående markedskaraktistika udgør en ond spiral, hvor den manglende likviditet medfører en dårligere aktiekurs og omvendt til skade for såvel nuværende aktionærer som potentielle aktionærer i FormueEvolution og dermed for værdipapirmarkedet som helhed.

4. Baggrund, legitimt formål og karakteristika for likviditetsprogrammet

4.1 Baggrund

De ovenfor i afsnit 3 beskrevne negative markedskaraktistika for investeringsselskaberne betyder, at markedet i selskabernes aktier er blevet fastlåst.

Den meget begrænsede handel i investeringsselskabernes aktier indebærer, at aktiekursen ligger væsentligt under selskabernes indre værdi, og dette medfører omvendt, at aktionærer ikke ønsker at sælge med tab, samt at potentielle aktionærer afstår fra at købe, da der er ringe sandsynlighed for, at de kan sælge aktien igen og dermed komme ud af investeringen.

Den fortsatte opretholdelse af denne status quo er ikke hensigtsmæssig qua FormueEvolutions status som investeringsselskab. Omdrejningspunktet for selskabernes værdiansættelse er indre værdi, jf. nærmere herom i afsnit 4.6, hvilket tydeligt illustreres af, at en likvidationskurs for et investeringsselskabs aktier på samme måde som en investeringsforening vil ske til indre værdi fratrukket handels- og likvidationsomkostninger.

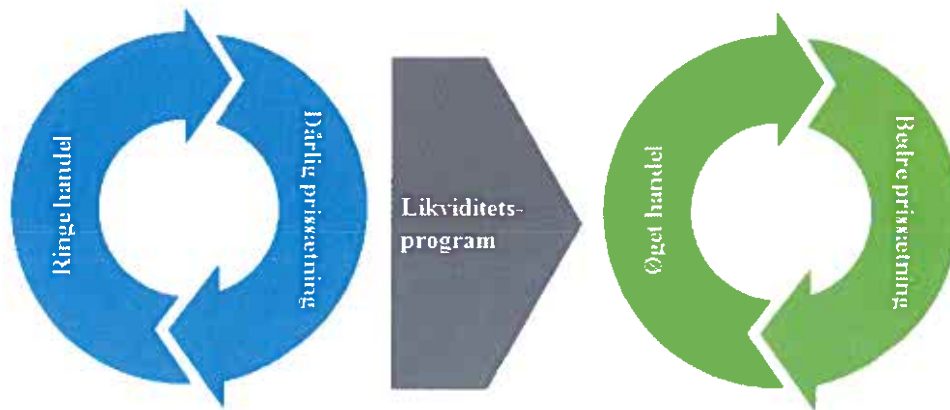
Idet selskabets aktiver består af børsnoterede værdipapirer, er det ikke over en længere periode holdbart, at kursen på investeringsselskabets aktier ligger væsentligt under værdien af de underliggende børsnoterede værdipapirer, der dagligt beregnes og offentliggøres i indre værdiopgørelsen. En sådan kursfastsættelse vil derfor udfordre selve berettigelsen af og eksistensgrundlaget for et børsnoteret investeringsselskab.

Dels betyder det, at det ikke er en attraktiv investering, og dels betyder det, at en investor, der ønsker en risikospredning, i stedet vil vælge at investere i en investeringsforening, der er investeringsselskabets foreningsretlige pendant og konkurrent, og hvor investor er sikret en lovbestemt indløsningsret til at komme ud af investeringen igen til indre værdi fratrukket nødvendige omkostninger.

4.2 Legitimt formål

Formålet med likviditetsprogrammet er at bryde den onde spiral ved at genskabe likviditeten i aktierne og dermed sikre en bedre prissætning til glæde for både nuværende og potentielle aktionærer i investeringsselskaberne. Dette legitime formål er illustreret i figur 3.

Figur 3. Formål med likviditetsprogrammet



Likviditeten ønskes skabt ved at etablere et likviditetsprogram for handel i FormueEvolution-aktierne, hvor en tredjemand (pengeinstitut) på vegne af FormueEvolution skaber likviditet ved at stille sig villig til at købe og sælge FormueEvolution-aktierne til kurser, der er tættere på, men aldrig over, FormueEvolutionens indre værdi.

Denne model er valgt, da den i praksis vil virke på samme måde som den indløsningsret, der gælder for indehavere af børsnoterede investeringsbeviser og som har karakter af en investorbekyttelse, dvs. at investor kan komme ud af sin investering og til den rette pris.

Det betyder tillige, at det er en konstruktion, der i forvejen er velkendt på børsmarkedet, og at der dermed skabes en ensartethed og genkendelighed for den investor, der ønsker at investere sine midler i værdipapirer med en risikospredning, og for hvem det derfor vil være relevant både at overveje et investeringselskab (aktie) og en investeringsforening (investeringsbevis).

At skabe likviditet er et almindeligt anerkendt og legitimt formål på værdipapirmarkedene, da det sigter til at understøtte markedets funktion og integritet, f.eks. i market maker-/likviditetsstiller-aftaler. Heri ligger også, at likviditet er et virkningsfuldt middel til at forhindre kursmanipulation, da likviditeten gør det sværere at manipulere med kursen på værdipapiret.

Endelig forudsætter Markedsmisbrugsdirektivet, Safe harbour-forordningen og de danske lovbermærkninger til Værdipapirhandelsloven, at der er et lovligt område for handel med egne aktier uden for Safe harbour-forordningens snævre grænser, og at et likviditetsprogram som det foreslåede synes netop at væ-

re et sådant program, da det varetager et legitimt og markedsunderstøttende hensyn og bygger på principperne i Safe harbour-reglerne.

4.3 Tredjemand forestår handlerne på armslængde-vilkår

For at understøtte legitimiteten og sikre en ordentlig afvikling af handlerne på armslængde, struktureres likviditetsprogrammet sådan, at FormueEvolution indgår aftale med en tredjemand (pengeinstitut) om at forestå den praktiske håndtering af likviditetsprogrammet i henhold til offentliggjorte kriterier og vilkår herfor.

4.4 Market making ved både at stille købs- og salgspriser

For at understøtte det likviditetsskabende formål vil tredjemand (pengeinstitut) på vegne af FormueEvolution agere som market maker ved både at stille købs- og salgspriser. Herved sikres, at man ikke understøtter en ensidig kurspåvirkning men derimod lader markedet bestemme, hvilken vej kursen bevæger sig.

I den sammenhæng er den market maker rolle, som tredjemand (pengeinstitut) indtager i forhold til at skabe likviditet, ikke en ukendt konstruktion i hverken aktiemarkedet eller markedet for investeringsbeviser, hvor der også indgås market making-aftaler.

4.5 Likviditet via passiv adfærd

For at understrege det legitime formål samt sikre en korrekt adfærd vil tredjemand (pengeinstitut) ikke aktivt gå ud og gennemføre handler i markedet. Derimod vil likviditetsprogrammet være karakteriseret ved, at tredjemand (pengeinstitut) på vegne af FormueEvolution passivt stiller købs- og salgspriser i aktierne til kurser, der gradvist vil blive indsnævret i forhold til investeringskursens indre værdi.

Hvorvidt der vil blive gennemført handler, vil derfor afhænge af, om der er aktionærer/investorer, der ønsker at handle (sælge og købe) til de stillede kurser. Såfremt der indgås handler, vil dette derfor ske på baggrund af aktionærers/investorers konkrete investeringsbeslutninger, der træffes på et fuldt oplyst beslutningsgrundlag i forhold til likviditetsprogrammets nærmere indhold. Herefter lægges det ud til markedet at reagere på de stillede købs- henholdsvis salgspriser.

Med den valgte struktur vil likviditetsprogrammet i praksis virke som den indløsningsret, der i forvejen er kendt og tilladt på børsmarkedet, hvor ejere af investeringsbeviser (den foreningsretlige pendant og konkurrent til investeringselskaber) har en lovbaseret ret til at kræve sig indløst til indre værdi med fradrag af nødvendige omkostninger.

I den sammenhæng skal det bemærkes, at en fortolkning, der vil forskelsbehandle den samme adfærd, der blot udføres i henholdsvis selskabs- eller foreningsregi, vil være konkurrenceforvridende. Hertil kommer, at dette vil gå imod de politiske bestræbelser på såvel EU-niveau som nationalt niveau, der er iværksat med henblik på at mindske de reguleringsmæssige forskelle mellem investeringselskaber og investeringsforeninger, herunder i UCITS IV-direktivet og i Finanstilsynets høringsudkast til ændring af Lov om investeringsforeninger af 3. november 2011, hvormed investeringselskaber i form af investeringsfonde (kontraktbaserede fonde) og Sikavs (selskaber med variabel selskabskapital) omfattes af loven.

4.6 Indre værdi som omdrejningspunkt for kursdannelsen

Da FormueEvolution-selskabernes aktiver består af børsnoterede værdipapirer, er det rigtige omdrejningspunkt for kursdannelsen værdien af de underliggende børsnoterede værdipapirer, der dagligt fastsættes og offentliggøres i indre værdioppgørelsen.

Denne erkendelse ligger også bag, at man for investeringsforeninger, herunder børsnoterede investeringsforeninger, ved lov har fastsat, at investorerne skal sikres en indløsningsret til indre værdi og ikke til markedskurs.

Som børsnoterede aktieselskaber, der via tredjemand ønsker at erhverve egne aktier, vil FormueEvolution tillige have en pligt til at forholde sig til, om indre værdi bedre udtrykker aktiernes værdi end den gældende markedskurs, og vil i bekræftende fald være forpligtet til at handle til indre værdi. Denne pligt udspringer både af det børsretlige forbud mod insiderhandel og af den selskabsretlige grundsætning om ligebehandling af aktionærene.

Som følge af de konkrete markedskarakteristika og ovenstående betragtninger tager likviditetsprogrammet udgangspunkt i den indre værdi som et bedre udtryk for aktiernes reelle værdi, og man kan derfor ikke tale om, at indre værdi skulle være et unormalt eller kunstigt niveau for aktiekursen.

For at sikre at likviditetsprogrammet får en så begrænset påvirkning på kursdannelsen som muligt, er iværksættelsen af programmet dog struktureret sådan, at det opstartes med en kurs, der ligger meget tæt på den nuværende markedskurs, hvorefter kursspændet mellem indre værdi og markedskursen gradvist indsnævres.

4.7 Fuld transparens om likviditetsprogram

Ved etableringen af likviditetsprogrammet ønsker FormueEvolution fuld transparens sådan, at programmets indhold er klart og gennemskueligt og sådan, at reglerne om markedsmisbrug er behørigt iagttaget. I overensstemmelse hermed vil der blive offentliggjort en selskabsmeddelelse, der indeholder følgende punkter:

- Baggrunden for FormueEvolution's beslutning om at iværksætte likviditetsprogrammet
- Hvor mange egne aktier FormueEvolution besidder på iværksættelsestidspunktet
- Gengivelse af bestyrelsens bemyndigelse fra generalforsamlingen til at erhverve egne aktier
- At likviditetsprogrammet er tilrettelagt på en sådan måde, at FormueEvolution sikrer overholdelsen af sin oplysningspligt samt af forbuddene mod insiderhandel og kursmanipulation
- At der er indgået en aftale med tredjemand (pengeinstitut), der vil forestå handelen på vegne af FormueEvolution
- Programmets nærmere indhold, herunder at tredjemand (pengeinstitut) på vegne af FormueEvolution vil stille købs- og salgsspriser i markedet til indre værdi med fradrag af indledningsvist 10 %, og hvor fradraget gradvist og efter særskilt offentliggørelse heraf nedtrappes til 3 % over en periode på 6 måneder
- At FormueEvolution har ret til at bede tredjemand (pengeinstitut) om at stoppe likviditetsprogrammet under ekstraordinære forhold, f.eks. i tilfælde af for stor omsætning i aktierne, uro på de finansielle markeder, størrelsen af beholdningen af egne aktier, og at der i så fald

vil blive udsendt en ny selskabsmeddelelse herom, inden likviditetsprogrammet stoppes.

Den selskabsmeddelelse om iværksættelse af likviditetsprogrammet, der vil blive offentliggjort, er vedlagt som Bilag 1.

5. Den selskabsretlige ramme

I henhold til Selskabslovens kapitel 12 har bestyrelserne i FormueEvolution-selskaberne på selskabernes ordinære generalforsamlinger den 14. april 2011 modtaget bemyndigelse til at handle egne aktier.

Bemyndigelserne, der løber frem til den 14. april 2016, kan udnyttes til at erhverve egne aktier til kurser minimum svarende til indre værdi minus 10 % og maksimalt indre værdi minus 3 % og sådan, at beholdningen af egne aktier maksimalt må udgøre 75 % af aktiekapitalen.

6. Generelt om den børsretlige ramme

6.1 Overblik

I forbindelse med etableringen af det påtænkte likviditetsprogram har FormueEvolution stor fokus på at sikre, at handelen i aktierne foregår på et oplyst og redeligt grundlag.

Det betyder, at FormueEvolution vil sikre fuld transparens om det nærmere indhold af programmet samtidigt med, at man sikrer overholdelsen af markedsmisbrugsreglerne.

Nedenfor knyttes nogle yderligere børsretlige betragtninger om det nærmere indhold af det påtænkte likviditetsprogram.

6.2 Overholdelse af den løbende oplysningspligt

I henhold til Værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, vil likviditetsprogrammet udgøre intern viden om FormueEvolution, og dets nærmere indhold vil derfor blive offentliggjort af FormueEvolution som en selskabsmeddelelse.

For at sikre fuld transparens om programmets nærmere indhold vil selskabsmeddelelsen se ud som beskrevet i Bilag 1.

6.3 Overholdelse af forbuddet mod insiderhandel

I henhold til Værdipapirhandelslovens § 35 vil FormueEvolution nøje overholde forbuddet mod insiderhandel ved at sikre sig, at man ved iværksættelsen af likviditetsprogrammet ikke benytter eventuel intern viden i FormueEvolution.

Hvis den/de ansvarlige for iværksættelsen af programmet er i besiddelse af intern viden på iværksættelsestidspunktet, vil programmet ikke blive iværksat, før der er foretaget en retlig vurdering af, om den interne viden vil kunne anses for "benyttet" ved iværksættelse af programmet.

I forhold til de løbende handler i FormueEvolution-aktierne vil tredjemand (pengeinstitut) alene handle inden for de offentliggjorte rammer i likviditetsprogrammet, og tredjemand (pengeinstitut) vil derfor handle uafhængigt af en eventuel intern viden i FormueEvolution.

7. **Analyse af likviditetsprogrammet i forhold til forbuddet mod kursmanipulation**

7.1 Om forbuddet mod kursmanipulation

Forbuddet mod kursmanipulation er i sin grundsubstans et forbud mod at lyve ved enten at udbrede falske oplysninger eller ved at lave falske ordrer/handler. Den løgn, der ligger i manipulationen, er egnet til at få kursen på et værdipapir til at afvige fra den "rigtige" kurs, hvilket indebærer, at alle investorer vil handle til en forkert kurs.

Det antages derfor, at kursmanipulation – hvis det var tilladt – vil medføre skade på værdipapirmarkedets integritet og funktion, fordi færre investorer ønsker at handle og vil indregne en "risikopræmie" i priserne (for det tilfælde, at de skulle handle til forkerte kurser). Forbuddet beskytter derfor markedet ved at værne om det grundlæggende mantra om, at et velfungerende værdipapirmarked forudsætter, at investorerne har tillid til, at kursdannelsen på værdipapirerne sker på grundlag af korrekte og pålidelige oplysninger.

For at der er tale om kursmanipulation, skal den konkrete løgn (ordre, handel eller oplysning) være egnet til at påvirke kursen på et eller flere værdipapirer i en retning, som afviger fra den "rigtige" kurs. Det er således ikke afgørende, om der rent faktisk sker en kursændring efter den kursmanipulerende adfærd, og det kræves ikke, at der skal være tale om en mærkbar kursændring¹.

Som hovedregel tillægges det ikke betydning, om formålet eller hensigten med adfærden er at manipulere med kursen, idet der som udgangspunkt skal foretages en objektiv vurdering af den konkrete adfærd med vægt på, om denne har medført fare for kunstig kurspåvirkning².

Henset til at der er tale om et strafferetligt forbud, må denne objektivisering dog ikke gå så langt, at man risikerer at tilsidesætte grundlæggende retssikkerhedsgarantier, herunder særligt uskyldsformodningen og kravet om, at der skal være klar lovhjemmel til at pålægge straf³.

Uanset at udgangspunktet er en objektiv bedømmelse, vil det i praksis være meget vanskeligt (og i nogle tilfælde umuligt) at adskille sandhed fra løgn, hvis ikke det konkrete formål eller hensigten med den pågældende adfærd inddrages i vurderingen. Værdipapirhandelsloven og lovbemærkningerne hertil nævner da også selv en række situationer, hvor man ikke kan blive stående ved den objektiverede vurdering men i stedet må anlægge en subjektiv vurdering af det konkrete formål/hensigt⁴.

Det er værd at bemærke, at det forhold, at en(hver) ordre eller handel i princippet er kurspåvirkende, ikke må forveksles med den adfærd, der er kursmanipulerende. For at en adfærd vil kunne udgøre kursmanipulation, må der foreligge nogle manipulationskarakteristika, der gør, at kursen søges påvirket sådan, at den ligger på et unormalt eller kunstigt niveau. Sådanne manipulationskarakteristika kan f.eks. være, at der ikke foreligger et legitimt formål, at ordrene/handlerne ikke er reelle, og at adfærden holdes skjult for markedet. Ingen af disse karakteristika gør sig gældende for det foreslåede likviditetsprogram.

¹ Jf. FT 2004-05 Tillæg A, s. 380

² Jf. FT 2004-05 Tillæg A, s. 380 med henvisning til Kommissionens forslag til markedsmisbrugsdirektivet, KOM (2001) 281 endelig udg., s. 6.

³ Se hertil også David Moalem & Nis Jul Clausen; Kursmanipulation – status og perspektivering med udgangspunkt i dansk ret, NTS 2009:4, s. 96, og Jesper Lau Hansen; Kursmanipulation – en objektiv vurdering af gerningsbeskrivelse?, NTS 2010:1, s. 149 ff.

⁴ Som eksempler på situationer, hvor formålet skal tillægges betydning, kan fremhæves Værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 3, samt ved regelkollision mellem forbuddet mod kursmanipulation i § 38, stk. 1, 1. pkt. og selskabets tilsidesættelse af den løbende oplysningspligt efter Værdipapirhandelslovens § 27.

7.2 Retsgrundlaget

Af Finanstilsynets afgørelse af 13. marts 2012 fremgår, at Finanstilsynet og Fondsrådet finder, at likviditetsprogrammet falder ind under definitionen af kursmanipulation i Værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2 og 4. Figur 4 indeholder ordlyden af de pågældende bestemmelser.

Figur 4. Ordlyden af Værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2 og 4

Bestemmelse	Ordlyd
§ 38, stk. 1, nr. 2	"Transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer."
§ 38, stk. 1, nr. 4	"Transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau."

7.3 Vurdering af likviditetsprogrammet

Som gennemgået i afsnit 4 er likviditetsprogrammet etableret med et legitimt formål, og dets nærmere indhold er fastlagt for at sikre en redelig, transparent og markedskonform adfærd.

Alle de nævnte karakteristika og i særdeleshed kombinationen heraf gør, at der er tale om en adfærd, der ligger meget langt fra den løgn og manipulation, der ligger bag lovgivers ønske om at forbyde kursmanipulation.

Der er således hverken tale om en adfærd, der efter min vurdering "er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer" eller, hvor det sikres, "at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau".

Desuagtet tages Finanstilsynets afgørelse af 13. marts 2012 til efterretning, hvorefter likviditetsprogrammet anses for at være i strid med forbuddet mod kursmanipulation. I umiddelbar forlængelse heraf har jeg dog på vegne af FomueEvolution anmodet om, at likviditetsprogrammet godkendes som en accepteret markedspraksis i henhold til Værdipapirhandelslovens § 38, stk. 4, og i den sammenhæng lægger jeg særligt vægt på følgende forhold:

- at programmet etableres med det legitime og markedsunderstøttende formål at skabe likviditet og derfor er i såvel selskabets som de nuværende og potentielle aktionærers interesse,
- at foreståelsen af programmet sker på armslængde, idet det er lagt ud til en tredjemand (pengeinstitut), der agerer i henhold til offentliggjorte kriterier,
- at tredjemand (pengeinstitut) agerer som market maker ved både at stille købs- og salgspriser i aktierne og dermed ikke understøtter en ensidig kurspåvirkning, men lader markedet bestemme hvilken vej, kursen bevæger sig,
- at tredjemand (pengeinstitut) agerer passivt og alene stiller købs- og salgspriser i aktierne i henhold til likviditetsprogrammet, hvorimod det overlades til markedet at reagere og dermed træffe beslutning, om der skal gennemføres transaktioner i henhold hertil,
- at prisstillelsen tager afsæt i indre værdiopgørelsen, der fastsættes og offentliggøres dagligt, da der ikke er et velfungerende marked og dermed en ordentlig prissætning af aktierne,
- at et børsnoteret (investerings)selskab, i henhold til det børsretlige forbud mod insiderhandel og den selskabsretlige grundsætning om ligebehandling af aktionærerne, har pligt til at forholde sig til, om indre værdi bedre udtrykker aktiernes værdi end den gældende markedskurs, hvilket konkret vurderes at være tilfældet, og i så fald er forpligtet til at handle til denne kurs frem for markedskursen,
- at man som følge af karakteristikaene ved et investeringsselskab og den manglende effektive prissætning af aktierne ikke kan tale om, at indre værdi skulle være et unormalt eller kunstigt niveau for aktiekursen,
- at likviditetsprogrammets indhold vil blive offentliggjort sådan, at investorer kan træffe konkrete investeringsbeslutninger på et fuldt oplyst beslutningsgrundlag, og at der derfor ikke ligger noget urigtigt eller vildledende signal i likviditetsprogrammet,

- at et likviditetsprogram som det foreslåede er et velegnet middel til at skabe likviditet og dermed bidrager til at gøre det sværere at foretage kursmanipulation i aktierne,
- at den model der søges etableret svarer til, hvad der efter Lov om investeringsforeninger gælder for (børsnoterede) investeringsforeninger, hvoraf det følger, at investorerne har en indløsningsret til indre værdi og ikke til markedskurs, og hvor dette anses for en investorbeskyttelse,
- at den valgte konstruktion i forvejen er velkendt på børsmarkedet, og at der dermed skabes en ensartethed og genkendelighed for den investor, der ønsker at investere sine midler i værdipapirer med en risikospredning, og for hvem det derfor vil være relevant både at overveje et investeringsselskab (aktie) og en investeringsforening (investeringsbevis),
- at en fortolkning, der vil forskelsbehandle den samme adfærd, der blot udføres i henholdsvis selskabs- eller foreningsregi, vil være konkurrenceforvridende og i øvrigt vil gå imod de politiske bestræbelser, der er iværksat med henblik på at mindske de reguleringsmæssige forskelle mellem investeringsselskaber og investeringsforeninger,
- at likviditetsprogrammet er struktureret med henblik på at få en så begrænset påvirkning på kursdannelsen som muligt ved, at det opstartes med en kurs, der ligger meget tæt på den nuværende markedskurs, hvorefter kursspændet mellem indre værdi og markedskursen gradvist indsnævres,
- at Markedsmisbrugsdirektivet, Safe harbour-forordningen og de danske lovbemærkninger til Værdipapirhandelsloven forudsætter, at der er et lovligt område for handel med egne aktier uden for Safe harbour-forordningens snævre grænser, og at et likviditetsprogram som det foreslåede netop er et sådant program, da det varetager et legitimt og markedsunderstøttende hensyn og bygger på principperne i Safe harbour-reglerne, og
- at der foreligger en række lignende likviditetsprogrammer, der er godkendt som accepteret markedspraksis i andre EU-lande, herunder Holland, Frankrig, Spanien og Portugal.

Såfremt dette notat giver anledning til spørgsmål eller kommentarer, står jeg naturligvis til rådighed for en nærmere drøftelse og uddybning.

København, den 20. april 2012



David Moalem

Partner, advokat, Ph.D.

Bilag 1 – Selskabsmeddelelse om iværksættelse af likviditetsprogram

Til NASDAQ OMX Copenhagen A/S

Selskabsmeddelelse nr. [] / 2012

Kolding, den [dato]. [måned] 2012

1. FormueEvolution I A/S iværksætter likviditetsprogram for selskabets aktier

Som meddelt på FormueEvolution I's ordinære generalforsamling den 14. april 2011 har bestyrelsen i en periode arbejdet på en finde en løsning, der kunne skabe en bedre likviditet og prissætning af selskabets aktier.

I forlængelse af dette arbejde har bestyrelsen dags dato besluttet at iværksætte et likviditetsprogram for selskabets aktier og har derfor indgået en aftale med [pengeinstitut] A/S om på vegne af FormueEvolution I at skabe likviditet ved at stille købs- og salgspriser i aktien til kurser, der gradvis vil blive indsnævret i forhold til selskabets opgørelse af indre værdi.

1.1 Baggrund

Følgende markedskarakteristika har igennem en længere periode kunnet observeres for aktierne i FormueEvolution I:

- aktien er meget illikvid, hvilket betyder, at børskurserne ikke er udtryk for aktiens reelle værdi,
- indre værdi, der offentliggøres dagligt, anses for at afspejle aktiens reelle værdi qua FormueEvolution I's status som investeringsselskab, hvor aktiverne udgøres af børsnoterede værdipapirer,
- de få aktier, der omsættes, handles i perioder til kurser på mere end 10 % under indre værdi, hvilket betyder, at aktionærer, der gerne vil sælge, vil realisere et tab i forhold til aktiens reelle værdi,
- den manglende likviditet og deraf følgende forkerte prissætning af aktierne i forhold til indre værdi betyder, at investorer vil afstå fra at

investere i den illikvide aktie, da der er betydelig risiko for, at man ikke kan sælge dem igen, og, hvis dette skulle lykkes, at salget vil ske med et væsentligt tab i forhold til aktiernes reelle værdi, der er udtrykt i indre værdioppgørelsen, og

- tilstedeværelsen og den fortsatte opretholdelse af ovenstående markeds karakteristika udgør en ond spiral, hvor den manglende likviditet medfører en dårligere aktiekurs og omvendt til skade for såvel nuværende som potentielle aktionærer i FormueEvolution I.

Bestyrelsen ønsker at stoppe denne onde spiral, der har negative konsekvenser for både nuværende og potentielle aktionærer og dermed for markedet i FormueEvolution I-aktierne som helhed.

Derfor har bestyrelsen dags dato besluttet at iværksætte et likviditetsprogram for selskabets aktier, hvor [pengeinstitut] A/S på vegne af FormueEvolution I skaber likviditet ved at stille købs- og salgspriser i aktien til kurser, der gradvis vil blive indsnævret i forhold til selskabets opgørelse af indre værdi.

Ved etableringen af likviditetsprogrammet har bestyrelsen ønsket at sikre fuld gennemsigtighed sådan, at programmets indflydelse på kursdannelsen er klar og gennemskelig for aktionærer og potentielle aktionærer og sådan, at reglerne om markedsmisbrug overholdes.

1.2 Selskabsretlig bemyndigelse

I henhold til Selskabslovens kapitel 12 har bestyrelsen i FormueEvolution I på selskabets ordinære generalforsamling den 14. april 2011 modtaget bemyndigelse til at handle egne aktier.

Bemyndigelsen, der løber frem til den 14. april 2016, kan udnyttes til at erhverve egne aktier til kurser minimum svarende til indre værdi minus 10 % og maksimalt indre værdi minus 3 % og sådan, at beholdningen af egne aktier maksimalt må udgøre 75 % af aktiekapitalen.

FormueEvolution I besidder dags dato [] stk. egne aktier svarende til [] % af aktiekapitalen.

1.3 Likviditetsprogrammets indhold

For at sikre at iværksættelsen af likviditetsprogrammet får en så begrænset påvirkning af kursdannelsen som muligt, vil programmet blive indfaset gradvist sådan, at [pengeinstitut] A/S på vegne af FormueEvolution I vil stille købs- og salgspriser efter den nedenstående model:

- [måned 1] 2012: indre værdi minus 10 %
- [måned 2] 2012 indre værdi minus 8 %
- [måned 3] 2012 indre værdi minus 6 %
- [måned 4] 2012 indre værdi minus 5 %
- [måned 5] 2012 indre værdi minus 4 %
- [måned 6] 2012 og fremadrettet: indre værdi minus 3 %

Ovenstående indebærer, at spændet mellem børskursen og den indre værdi gradvist indsnævres sådan, at køb og salg af FormueEvolution I-aktien vil ske til kurser, der bedre afspejler aktiens reelle værdi, og fra juni 2012 og fremefter vil denne kurs ligge fast på indre værdi minus 3 %.

[pengeinstitut] A/S vil hver fredag beregne købs- og salgsprisen på basis af den indre værdi denne dag.

Hvis den samlede ugentlige salgsinteresse (fratrullet købsinteressen) overstiger 25 mio. kr., vil [pengeinstitut] A/S forholdsmæssigt reducere de indkomne salgsordrer sådan, at FormueEvolution I's ugentlige køb af egne aktier ikke overstiger 25 mio. kr.

Under ekstraordinære forhold er FormueEvolution I berettiget til midlertidigt at suspendere likviditetsprogrammet, og i så fald vil der blive udsendt en selskabsmeddelelse herom, f.eks. i tilfælde af meget stor omsætning i aktierne, uro på de finansielle markeder og størrelsen af beholdningen af egne aktier.

1.4 Hvordan gør man brug af likviditetsprogrammet?

Hvis man ønsker at gøre brug af likviditetsprogrammet, kan [pengeinstitut] A/S kontaktes på [kontaktinfo] .

Ordre til eksekvering den følgende fredag skal senest indgives til [pengeinstitut] fredagen før, kl. 12.00. Ordre vil blive gennemført til indre værdi minus den angivne % for den pågældende måned. Den tidsmæssige forskydning på minimum en uge (fra fredag til fredag) er etableret for at sikre, at [pengeinstitut] A/S på vegne af FormueEvolution I kan honorere de indkomne købs- og salgsordre og for at undgå spekulation i kortvarige kursbevægelser i aktien.

Fastsættelsen af handelskursen vil altid ske på basis af den beregnede indre værdi den fredag, hvor ordren eksekveres. Hvis fredag er dansk helligdag, sker indløsningen den efterfølgende handelsdag med udgangspunkt i den officielle indre værdi på denne handelsdag.

For yderligere oplysninger om likviditetsprogrammet kontakt direktør Anders Andersen på tif. [telefonnr.]

Christian Cordsen Nielsen
Bestyrelsesformand

Anders Andersen
Direktør

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 opretholde 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
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 investeringsselskaber 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
Århusgade 110
2100 København O

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.

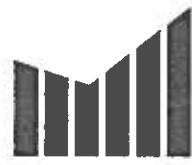
NASDAQ OMX finder det problematisk, at kursfastsættelsen reelt foretages af selskabet selv til købs- og salgskurs fastsat lige under indre værdi, således at den frie prisdannelse sættes ud af kraft. Endvidere ser NASDAQ OMX det som et problem, at markedet maker ikke påtager sig en risiko, at markedet 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

Bilag 6

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

Advokatrådet

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

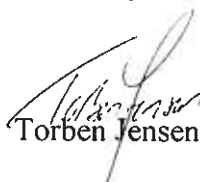
DATO: 24. maj 2012
SAGSNR.: 2012 - 1502
ID NR.: 178983

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

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