

Illikvide papirer

Finanstilsynet har modtaget følgende:

"I eksempelvis en opkøbssituation i et illikvidt papir, hvor en kunde anmoder en børsmægler om at opkøbe en større portion aktier (eller en mindre portion alt efter, hvor illikvid aktien er), vil opkøbene uundgåeligt have en markedspåvirkende effekt i den periode, hvor opkøbene finder sted. Af hensyn til kunden kan/vil mægleren søge at begrænse denne kurspåvirkende effekt ved at "time" købene til den løbende markedsudvikling, og mægleren kommer herved i en vis forstand til at "styre" markedet. Det samme gør sig gældende, hvor mægleren har fået en mindre ulimiteret ordre (hvor det dermed er værdipapirhandleren, der vurderer, hvilken pris, der giver kunden den bedste handel) i en aktie med ingen eller stærkt begrænset omsætning, og hvor spreadet er stort. I disse situationer kan det ske, at ordren - af hensyn til kunden - først gennemføres lige inden børsens lukketid, hvilket potentielt kan påvirke lukkekursen. En sådan adfærd har altid været praksis i ordredrevne illikvide markeder og bør ikke ses som værende i modstrid med § 38, stk. 1 nr. 2, hvilket en ordlydsfortolkning eksemplet i stk. 2, nr. 2.

En parallel situation er gældende, hvor en market maker foretager en afdisponering i markedet af en større portion illikvide aktier. Her vil afdisponeringen potentielt også kunne have en kurspåvirkende effekt til skade for mægleren, og for at begrænse denne vil mægleren tilpasse køb/salg til markedsudviklingen.

Likviditeten skal herudover tages i betragtning i relation til kursfastsættelsen på visse værdipapirer. Prisstillelse og handel foretages ofte i værdipapirer, hvor der ikke findes en "aktuel" markedskurs, fordi det er længe siden, at det pågældende værdipapir har været handlet. Den sidst noterede officielle kurs kan for illikvide værdipapirer sjældent anvendes direkte, idet der er tale om en gammel kurs, der ikke afspejler den reelle købs-/salgsinteresse og dermed den aktuelle markedsværdi."

"Activity" eller "practice"

Der nævnes tre situationer i forbindelse med illikvide papirer: "Timing" af handler, market makerens afdisponering samt prisstillelse. "Timing" af handler er efter tilsynets vurdering en nærmere defineret 'practice'. Som det anføres i bidraget, er market makerens afdisponering en parallel situation, idet der også her er tale om "timing" af handler. Market makerens afdisponering vil derfor ikke blive særskilt behandlet. Det vurderes, at beskrivelsen af prisstillelse er for bred til at udgøre en 'practice'.

Falder "timing" af handler ind under definitionen af kursmanipulation

Det anføres, at i illikvide værdipapirer vil større handler have markedspåvirkende effekt. For at mindske denne effekt vil værdipapirhandleren forsøge at "time" handlerne.

Fra definitionen af kursmanipulation i værdipapirhandelslovens § 38, stk.1, skal følgende fremhæves:

"... handlinger..., der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer... i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet,"

Fra bemærkningerne til værdipapirhandelslovens § 38, skal følgende fremhæves:

"Adfærd fra markedsdeltagernes side, der har til hensigt eller som resultat at påvirke kursdannelsen i en retning, som denne ellers ikke ville have taget under normale markedsforhold, er skadelig for tilliden til markederne. Formålet med det foreslåede forbud mod kursmanipulation er at hindre, at sådan adfærd finder sted."

På illikvide markeder vil større handler påvirke kursdannelsen, men dette er efter tilsynets vurdering netop et udtryk for markedsforholdene på disse markeder og ikke et udtryk for kursmanipulation. Disse handler er således ikke egnet til at påvirke kursen i en retning, der afviger fra værdipapirets værdi i markedet. Værdipapirhandlerens "timing" vurderes som en tilpasning til de specielle markedsforhold på illikvide markeder. På baggrund af dette er det Finanstilsynets vurdering, at "timing" af handler til den løbende markedsudvikling af hensyn til kunden eller i forbindelse med en market makers afdisponering ikke umiddelbart falder ind under definitionen af kursmanipulation.