

Prisstillelse i investeringsbeviser

Finanstilsynet har modtaget følgende:

" For de enkelte investeringsforeninger (afdelinger) laves en løbende prisstillelse. Denne prisstillelse er en opgørelse af indre værdi baseret på værdien af de underliggende aktiver eller passiver.

Med udgangspunkt i denne indre værdi udregnes en emissionspris samt en indløsningspris.

Denne beregning af emissions og indløsningsprisen sker på baggrund af reglerne i bekendtgørelse nr. 721 af 06/07/2005 om beregning af emissions- og indløsningspriser ved tegning og indløsning af andele i investeringsforeninger, specialforeninger, godkendte fåmandsforeninger og hedgeforeninger. Dobbeltprismetoden er beskrevet i bekendtgørelsens § 2, der har følgende ordlyd:

"Emissionsprisen fastsættes til den indre værdi opgjort på emissionstidspunktet efter samme principper, som anvendes i årsrapporten, med tillæg af et beløb til dækning af udgifter ved køb af finansielle instrumenter og til nødvendige omkostninger ved emissionen.

Stk. 2. Indløsningsprisen fastsættes til den indre værdi opgjort på indløsningstidspunktet efter samme principper, som anvendes i årsrapporten, med fradrag af et beløb til dækning af udgifter ved salg af finansielle instrumenter og til nødvendige omkostninger ved indløsningen."

Dermed beregnes der 3 værdier i forbindelse med investeringsforeningens egen prissætning. Det drejer sig om 1) indre værdi 2) emissionspris og 3) indløsningspris. Den interne sammenhæng mellem disse tre priser er at emissionspris og indløsningspris udgør en øvre og nedre grænse på hver sin side af indre værdi.

Typisk vil den enkelte investor ikke købe beviser direkte gennem investeringsforeningen, hvorfor emissions og indløsningspris er mindre relevant for denne. De enkelte investorer køber typisk deres beviser - direkte eller indirekte - gennem den bank (depotbanken), som investeringsforeningen har valgt at anvende til emission og indløsning samt market making. Aftaler om market making kendes også fra andre udstedere end investeringsforeninger. For investeringsforeninger indebærer market making-aftaler, at market maker forpligter sig til med udgangspunkt i den af foreningen beregnede indre værdi at stille købs- og salgspriser over for investorer inden for det spænd, som emissionsprisen og indløsningsprisen udgør, og endvidere at forskellen på et givet tidspunkt mellem købs- og salgspris er mindre end forskellen mellem foreningens emissionspris og indløsningspris.

I et sådant set-up køber banken et givet antal beviser af investeringsforeningen til emissionsprisen. Disse beviser sælges så videre til de enkelte investorer til en pris, der fastsættes af market-maker i banken, og som altså ikke kan overstige den af foreningen beregnede emissionspris. Det er denne af market maker fastsatte pris, som beviset kan

handles til af de enkelte investorer. Det er ligeledes den pris som market-maker fastsætter, der ligger til grund for børsnoterede afdelingers børskurs.

Såfremt den enkelte investor ønsker at sælge sine beviser sker dette også typisk til banken, og ikke direkte til investeringsforeningen. Når bankens beholdning af beviser når et givent niveau, vil banken tilbagesælge beviser til investeringsforeningen. Dette sker til indløsningsprisen.

Bankens market-maker kunne i princippet fastsætte kursen på et hvilket som helst niveau. Dette giver dog ikke mening i praksis. Dels fastlægger market making-aftalen som nævnt en grænse for prisen, og dels vil den enkelte investor til enhver tid kunne købe eller sælge beviser direkte ved investeringsforeningen til emissions- eller indløsningskurs, hvis dette skulle være mere fordelagtigt end market makers pris. Derfor vil market-makers pris altid befinde sig i spændet mellem emissionspris og indløsningspris, og prisen vil set fra investors side altid være bedre end eller den samme, som foreningen har mulighed for at stille.

Hvorvidt market-makers pris ligger tættest på emissionsprisen eller indløsningsprisen afhænger af market-makers forventning til dagens køb og salg af det pågældende bevis samt bud og udbud i løbet af dagen.

Det skal tilføjes, at den indre værdi af de børsnoterede investeringsbeviser som følge af Københavns Fondsbørs' regler minimum opgøres og offentliggøres tre gange dagligt, hvilket yderligere begrænser mulighederne for, at der kan ske kursmanipulation. Det er desuden praksis, at der også sker offentliggørelse af den indre værdi af de ikke-noterede investeringsbeviser mindst tre gange dagligt, selvom disse ikke er underlagt fondsbørsens regelsæt. For de fleste foreningers vedkommende begrænses opgørelsen af indre værdi ikke til de ovenfor nævnte tre gange, men opgørelsen sker hyppigere, alt efter hvor store kursbevægelser værdipapirmarkedene har den pågældende dag. I praksis kan der være tale om, at market maker 5, 10 eller endnu flere gange på en dag modtager en opdateret indre værdi til brug for så præcis en prisstillelse i markedet som muligt."

"Activity" eller "practice"

I bidraget gennemgås market makerens metode ved prisstillelse i investeringsbeviser. Denne metode er beskrevet detaljeret og falder inden for definitionen af en 'practice'.

Falder prisstillelse i investeringsbeviser ind under definitionen af kursmanipulation

Ved market making i investeringsbeviser er der risiko for, at market makeren får en dominerende position. Hvis denne position udnyttes til at fastsætte kursen på et unormalt eller kunstigt niveau, vil der være tale om et forhold, der falder ind under definitionen af kursmanipulation i henhold til værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 4.

I bidraget gennemgås market makerens prisstillelse efter dobbeltprismetoden. Market makeren stiller priser inden for grænserne af emissionsprisen og indløsningsprisen på baggrund af indre værdi, market makerens forventning til dagens køb og salg i papiret, bud og

udbud. Market makeren modtager endvidere beregninger af indre værdi løbende gennem hele dagen. Finanstilsynet vurderer, at market makeren på baggrund af disse faktorer foretager en prisfastsættelse af investeringsbeviserne, der ikke afviger fra deres værdi i markedet. På baggrund af dette vurderer Finanstilsynet, at market makeren ikke misbruger sin dominerende stilling, når prisstillelsen foretages på baggrund af de nævnte faktorer, hvorfor denne prisstillelse ikke umiddelbart falder ind under definitionen af kursmanipulation.