

Prisstillelse i realkreditobligationer

Finanstilsynet har modtaget følgende:

"Begrebet "accepteret markedspraksis" bliver i denne forbindelse beskrevet ud fra situationer, hvor et realkreditinstituts prisstillelse over for kunder sker i obligationsserier med ringe eller slet ingen likviditet.

Der er specielt risiko for, at et realkreditinstitut kan "anklages" for kursmanipulation i situationer, hvor prisstillelsen er foregået i en obligationsserie, hvor instituttet af den ene eller anden årsag selv er dominerende investor og besidder en majoritet, eller instituttet i det hele taget handler i illikvide serier over egenbeholdning.

Det skal pointeres, at et realkreditinstitut ikke er juridisk forpligtet til at stille priser i illikvide obligationer over for kunderne. Et realkreditinstitut er heller ikke forpligtet til at "stille sin egenbeholdning til rådighed" overfor låntagerne. Instituttet beslutter selv, hvis ikke andet er aftalt, om en handel skal foretages via Københavns Fondsbørs.

Institutterne har dog en interesse i, at prisstillelsen foregår på en for kunderne og obligationsejerne acceptabel og korrekt måde. Man yder derfor prisstillelsen som en service - som minimum over for egne kunder i egne obligationsserier. Institutternes egenbeholdninger kan i den forbindelse i høj grad siges at være en stabiliserende faktor, der kan modvirke en - for låntager - uhensigtsmæssig prisstillelse i illikvide obligationsserier.

Den - i dette notat beskrevne markedspraksis - er derfor som udgangspunkt primært opstået og udviklet til gavn og glæde for låntagerne. I yderste konsekvens kan en manglende prisstillelse i illikvide obligationsserier betyde, at låntagere ikke kan indfri deres realkreditlån. Samtidig vil den nævnte praksis også være til gavn for obligationsejeren, idet der løbende stilles likviditet til rådighed.

Et realkreditinstitut stiller udbetalings- og indfrielseskurser over for sine kunder i langt flere obligationsserier, end dem, der løbende er bud og udbud for på Københavns Fondsbørs. Institutterne anvender derfor ofte (dvs. flere gange dagligt) den beskrevne praksis.

Emission; udbetalingskurser og refinansieringskurser

Et realkreditinstitut vil i udgangspunktet være dominerende investor og i besiddelse af majoriteten (hele serien) i forbindelse med åbning af en ny obligationsserie. Dette skyldes, at instituttet her er nødsaget til at stille en kurs overfor låntager i en obligationsserie, der endnu ikke har været noteret på fondsbørsen.

Realkreditinstitutterne stiller priser overfor låntagere - også udenfor fondsbørsens åbningstid. Denne service kan ses som en pendant til mange pengeinstitutters homebanking systemer, der tilbyder handel med værdipapirer.

Prisstillelse og handel med obligationer i forbindelse med indfrielse, Realkreditnettet mv.

Det forekommer ofte, at prisstillelse og handel i forbindelse med indfrielse skal foretages i en (lille og/eller lukket) illikvid obligationsserie, hvori der ikke findes en "aktuel" markedskurs. Den manglende aktuelle markedskurs kan skyldes, at obligationen måske aldrig har været handlet eller sidst har været handlet for lang tid siden.

Den sidst noterede officielle kurs kan - for de illikvide obligationsseriers vedkommende - sjældent anvendes direkte. Dette skyldes, at der ofte er tale om en gammel kurs, eller at kursen er fastsat på et "forkert" grundlag - såsom omsætning - og dermed prisfastsættelse - af et lille beløb.

Generelt om prisstillelsen

I udgangspunktet skal udførelsen af en handelsordre altid ske i overensstemmelse med "God værdipapirhandelsskik".

Heraf fremgår, at udførelse af en handelsordre skal ske på de bedste betingelser for kunden - tid og mængde taget i betragtning. Hvis der er tale om en illikvid/ikke-omsat obligation, vil instituttet fastsætte en kundepris under hensyntagen til

- *aktuel rente- og kursudvikling*
- *viden om udbud og efterspørgsel i markedet*
- *prisen på evt. tilsvarende obligationer*
- *beløbets størrelse*
- *markedsforhold i øvrigt*

Med andre ord: Hvis der ikke findes en "markedsrigtig" pris, der kan dokumenteres ved henvisning til en omsætning på fondsbørsen, fastsætter instituttet selv en pris på baggrund af flg.:

- *der kan beregnes en kurs ud fra den aktuelle rentekurve*
- *findes der en markedsrigtig pris i en tilsvarende obligation, evt. fra en af de andre udstedere?*
- *er der tale om et stort eller lille beløb i markedssammenhæng?*
- *i f. m. udbetalinger: Hvad kan obligationerne evt. sælges til i markedet, hvis ikke de skal i egenbeholdning? Hvis ikke der aktuelt kan opnås en "fornuftig" pris i markedet, må instituttet påregne måske at ligge med obligationsposten i egenbeholdning i en længere periode, hvor instituttet også oppebærer renterisikoen på posten.*
- *i f. m. indfrielse: Hvad vil det koste at købe en evt. manglende post i markedet, hvis ikke instituttet har hele det efterspurgte beløb i egenbeholdning?*
- *ved prisstillelse i f. m. indfrielse af obligationer over pari, tages der hensyn til, hvor break-even niveauet for en alternativ opsigelse til pari ligger. "Markedet" tager som udgangspunkt altid højde for dette, når instituttet skal ud og købe op i forbindelse med en sådan indfrielse.*
- *der må normalt påregnes større handelsspreads ved låneindfrielse og låneudbetalinger, når der er tale om illikvide obligationsserier."*

"Activity" eller "practice"

I bidraget gennemgås realkreditinstitutternes metode ved prisstillelse i illikvide obligationer. Denne metode er beskrevet detaljeret og falder inden for definitionen af en 'practice'.

Falder prisstillelse i realkreditobligationer ind under definitionen af kursmanipulation

I bidraget er der to problemstillinger som vil blive behandlet i dette afsnit, hvor det skal vurderes om prisstillelsen falder ind under definitionen af kursmanipulation. For det første nævnes det i bidraget, at et realkreditinstitut ofte er dominerende investor –især i forbindelse med åbning af nye obligationsserier. For det andet gennemgås realkreditinstitutternes prisstillelse over for kunder.

Hvis et realkreditinstitut har en dominerende stilling i en obligationsserie kan der være risiko for, at forholdet falder ind under værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 4. Følgende skal fremhæves fra bemærkningerne til denne bestemmelse:

"Det forhold, at markedsforholdene fører til, at en eller flere personer kommer til at besidde en væsentlig andel af udbuddet af...et værdipapir, medfører ikke i sig selv, at der foreligger en situation, der falder ind under bestemmelsen. Bestemmelsen omfatter alene tilfælde, hvor den dominerende stilling udnyttes til at fastsætte værdipapirets kurs på et unormalt eller kunstigt niveau."

På baggrund af dette vurderer Finanstilsynet, at der ikke er tale om kursmanipulation, så længe realkreditinstituttet ikke misbruger sin dominerende stilling på markedet.

I bidraget gennemgås en række faktorer, der danner baggrund for realkreditinstituttets prisstillelse over for kunden, hvis der ikke findes en aktuel markedskurs for den pågældende obligation. Finanstilsynet vurderer, at realkreditinstitutterne på baggrund af disse faktorer kan foretage en prisfastsættelse af obligationerne, der ikke afviger fra deres værdi i markedet. På baggrund af dette vurderer Finanstilsynet, at realkreditinstitutterne ikke misbruger deres dominerende stilling, når prisstillelsen foretages på baggrund af de nævnte faktorer, hvorfor denne prisstillelse ikke umiddelbart falder ind under definitionen af kursmanipulation.