

FORTOLKNING AF MARKET MAKING-BEGREBET

Indledning

Med henblik på at ensarte og præcisere markedsdeltageres fortolkning af market making-begrebet, har Finanstilsynet den 21. februar 2014 offentliggjort tilsynets opfattelse af begrebet i Værdipapirhandelslovens forstand.

Baggrunden for tilsynets bidrag er, at en række markedsdeltagere har tolket begrebet forskelligt, samt at market makere i højere grad end tidligere risikerer at komme i konflikt med forbuddene mod kursmanipulation og insiderhandel, især i tilfælde hvor udsteder agerer market maker for sine egne aktier.

Market making som begreb

Market making-ordninger fungerer således, at en aktieudsteder indgår aftale med en market maker (typisk en bank eller børsrådgiver) om at lægge forskellige priser ud i markedet for udsteders aktier for at sikre, at der altid er en potentiel køber eller sælger til at matche de øvrige markedsaktørers ønske om at sælge, hhv. købe, aktier i selskabet. Når market makerens salgspris matches af et købstilbud i markedet, sælger market makeren ud af sin beholdning, og når market makerens købspris matches af et salgstilbud i markedet, køber market makeren aktierne. Market makeren justerer løbende sin købspris og salgspris efter udviklingen i sit depot.

Hovedformålet med aftalen er, at market makeren ad den vej får skabt likviditet i værdipapiret og får etableret et marked for handel mellem fysiske eller juridiske personer med det pågældende værdipapir. Navnlig for mindre børsnoterede selskaber kan en market maker-ordning være ønskelig, da der ofte ikke er tilstrækkeligt mange købere eller sælgere til at fastsætte en klar og umiddelbar markedsverdi.

Market makeren optræder som en slags mellemmand, der påtager sig risikoen ved at holde et bestemt antal aktier for at lette handlen med disse.

Ud over at skabe et marked for aktierne bidrager market makeren derudover til at reducere transaktionsomkostningerne og i det hele taget til at lette samhandelen på børsmarkedet.

Finanstilsynets udtalelse

Market makeren kan via sin indsats komme til at påvirke eller skabe en pris i en aktie, som ikke nødvendigvis matcher aktiens reelle markedskurs. Derved kan market makeren efter omstændighederne risikere utilsigtet at blive omfattet af forbuddet mod kursmanipulation i Værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2, idet hans arbejde kan betegnes som vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på aktien. Dette må selvsagt ikke være formålet med market makerens aktiviteter, selvom udstederen agerer market maker for sine egne aktier.

Finanstilsynet har bl.a. af denne grund identificeret et behov for at skabe klarhed omkring market-maker-begrebet.

Selve market maker-begrebet er ikke defineret i Værdipapirhandelsloven. Finanstilsynet har gennemgået en række market maker-aftaler og anser på den baggrund en række elementer som værende kendetegnende for market maker-ordninger:

- **Formål:** Market makeren stiller købs-/salgspriser i aktien med henblik på at skabe likviditet
- **Antal aktier:** Antallet af forskellige aktier, market makeren stiller priser på
- **Tidsrummet:** Tidsrummet for market makerens prisstillelse (f.eks. 90 % af NASDAQ OMX åbningstid)
- **Spread:** Market makerens maksimale spread (prisforskel) mellem købs- og salgsordrer
- **Optræden:** Market makeren optræder som den passive part i handlen, dvs. at market makerens rolle alene består i at lægge bud/udbud på aktier, men market makeren må ikke være udfarende eller justere sin købspris og salgspris efter de øvrige aktører med henblik på at lukke handlerne
- **Risiko:** Handlen med aktien sker for market makerens egen regning og risiko
- **Uafhængighed:** Market makerens prisstillelse sker uden udsteders indblanding
- **Kompensation:** Aktieudsteders betaling for market makerens indsats

Det understreges, at Finanstilsynet ikke har taget stilling til, hvad der *bør* indgå.

Derudover har Finanstilsynet oplistet en række elementer, der ikke anses for værende omfattet af en lovlig market maker-aftale (negative kendetegn):

- Kursstabilisering
- Spekulative korte eller lange positioner i aktier
- Gennemførelse af større aktiehandler

Særlige typer af tilfælde

Market makere risikerer som nævnt at blive omfattet af Værdipapirhandelslovens forbud mod kursmanipulation og/eller insiderhandel. For at undgå dette har Finanstilsynet – bl.a. på baggrund af en række politianmeldelser – identificeret en række tilfælde, hvor market makere og aktieudstedere bør udvise en særlig agtpågivenhed.

Dominerende position

Market makeren skal være påpasselig med at opnå en dominerende stilling over udbuddet og/eller efterspørgslen af en aktie, idet market makeren derved risikerer at medvirke til at fastsætte en aktiekurs, som ikke svarer til markedskursen.

Market making i egne aktier

Aktieudstedere bør udvise en særlig agtpågivenhed, såfremt udstederen foretager market making af sine egne aktier, idet der her består en risiko for, at udstederen – ud over ønsket om at skabe likviditet i aktien – kan have interesse i, at aktiekursen udvikler sig så gunstigt som muligt.

For at undgå tvivl om udstederens motiver og sikre, at udstederen ikke kommer til utilsigtet at påvirke markedskursen, anbefaler Finanstilsynet, at udstederen udarbejder en forretningsgang for market making i egne aktier. Udstederen bør ligeledes sikre sig, at der er fuld transparens omkring vilkårene og omfanget af market makingen.

Finanstilsynet anbefaler, at udstederen udarbejder en forretningsgang for market making i egne aktier og understreger, at udstederen kan reducere tvivlen om, hvorvidt de fastsatte priser svarer til markedsprisen ved at antage en tredjemand til at foretage market making-aktiviteterne.

Udstederen, der agerer market maker for sine egne aktier, skal være opmærksom på forbuddet mod insiderhandel. Værdipapirhandelsloven § 35, stk. 3, 2. pkt., indeholder en særlig undtagelse, hvor et selskab kan foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker som et normalt led i værdipapirhandelns funktion som market maker i det pågældende værdipapir.

Øvrige kurspåvirkende aktiviteter

Finanstilsynet vurderer desuden, at børsnoterede pengeinstitutter i visse tilfælde indirekte kan komme til at påvirke kursdannelsen i markedet, såfremt de – sideløbende med en market maker-ordning – tilbyder handel med pengeinstituttets egne aktier mod en egenbeholdning med reference til højeste bud/udbud i markedet. Hvis pengeinstituttet oplever købspres eller salgspres på egne aktier og absorberer dette i beholdningen af egne aktier frem for i market maker-depotet, vil kursen ikke korrekt afspejle interessen for aktien.

Udstederne kan i disse tilfælde søge risikoen herfor minimeret ved at lade både market maker- og egenbeholdninghandlerne afvikle over samme depot.

Hvis du har spørgsmål eller ønsker yderligere information om Finanstilsynets anbefalinger, er du velkommen til at kontakte partner Dan Moalem (dmo@mwblaw.dk), advokat Lennart Meyer Østenfeld (lmo@mwblaw.dk) eller advokatfuldmægtig Mattias Vilhelm Warnøe Nielsen (mvn@mwblaw.dk).

Ovenstående er ikke juridisk rådgivning, og Moalem Weitemeyer Bendtsen indestår ikke for, at indholdet af ovenstående er korrekt. Moalem Weitemeyer Bendtsen har med ovenstående ikke påtaget sig ansvar af nogen art som konsekvens af en læsers benyttelse af ovenstående.

Kontakt



Dan Moalem, Partner
Tel. +45 33 77 90 10
Mob. +45 30 37 96 10
E-mail dmo@mwblaw.dk



Lennart Meyer Østenfeld, Advokat
Tel. +45 33 77 90 16
Mob. +45 30 37 96 16
E-mail lmo@mwblaw.dk



Mattias Vilhelm Warnøe Nielsen, Advokatfuldmægtig
Tel. +45 33 77 90 95
Mob. +45 30 37 96 95
E-mail mvn@mwblaw.dk