

Market Maker-funktionen og spreadhandler

Finanstilsynet har modtaget følgende:

"Den noget brede formulering af § 38, stk. 2 vil kunne betyde, at en række handelsordrer og transaktioner – i hvert fald efter en ordlydsfortolkning af bestemmelsen – rammes af forbudet. Det skyldes, at det er uklart, hvornår der er tale om "urigtige eller vildledende signaler".

Denne usikkerhed gør sig blandt andet gældende i relation til forholdene for market makers i det danske marked. Med market making tænkes såvel på de mere formelle likviditetsstilleraftaler mellem danske værdipapirhandlere og børsnoterede selskaber, likviditetsaftaler mellem værdipapirhandlerne, samt den mere generelle og uformelle prisstillelse fra market makers, hvor maket makeren på eget initiativ lægger priser i markedet.

Et af de primære formål med market maker-funktionen er at skabe et kontinuerligt marked for handel med de pågældende værdipapirer. Det betyder i praksis, at en market maker kan komme til at påvirke/skabe en pris i et værdipapir, som i princippet kan afvige temporært fra, hvad kursen ellers ville være. Baggrunden for dette er, at market makers "prøver sig frem" og finder købs- og salgsinteresser ved at lægge forskellige priser ud i markedet. Disse bud afspejler ikke nødvendigvis den efterfølgende markedskurs og kunne derfor efter en ordlydsfortolkning af § 38, stk. 1, nr. 2 være omfattet af forbudet. Hertil kommer, at der ikke altid ligger kundeordrer bag de bud/udbud, som market makers lægger ud, og som medfører, at kursen ændrer sig. Formålet med dette kan være at teste køb- og salgsinteresser i markedet, men er primært et element i market makerens generelle deltagelse i markedet.

En tilsvarende situation gælder i relation til såkaldte spreadhandler til andre aktier, hvor kunden ønsker i en periode kontinuerligt at købe eller sælge i en given aktie med et vis spread til en anden aktie. Eksempelvis kan kundens ønske være, at værdipapirhandleren handler aktie Y med et spread på 10 kurspoint i forhold til aktie X. Såfremt aktie X bevæger sig væsentligt, kan værdipapirhandleres eksekvering i forhold til aktie Y isoleret set fremstå som aggressiv og umiddelbart sende vildledende signaler forhold. Såfremt de omtalte spreadhandler måtte falde under forbudsområdet, bør de kategoriseres som accepteret markedspraksis.

I andre situationer får market makers en stor ordre til en bestemt pris (købsordre i følgende eksempel), og det kan være nødvendigt for at kunne eksekvere ordren og hermed opfylde kundens ønske, at "byde kursen op" til det niveau, hvor der opstår aktivitet. Denne situation kunne umiddelbart falde ind under § 38, stk. 1 nr. 4's ordlyd, men der er alene tale om at finde frem til det niveau, hvor der er handelsinteresser og derved fremskaffe værdipapirerne til kunden."

"Activity" eller "practice"

Der nævnes tre former for market making i ovenstående:

- Likviditetsaftaler mellem danske værdipapirhandlere og børsnoterede selskaber
- Likviditetsaftaler mellem værdipapirhandlerne
- Generel og uformel prisstillelse fra market makers, hvor market makeren på eget initiativ lægger priser i markedet

Disse beskrivelser af market making er ikke detaljerede nok til at danne en 'practice'.

Spreadhandler er endvidere nævnt i dette bidrag. Finanstilsynet vurderer, at spreadhandler er en 'practice', idet der er tale om en nærmere defineret metode.

Falder spreadhandler ind under definitionen af kursmanipulation

Ved spreadhandler (eller combination orders) ønsker investor at spekulere i den relative kursudvikling mellem to værdipapirer. Det kan f.eks. være mellem forskellige aktieklasser i samme selskab, mellem samme aktie, der er noteret på flere børser eller mellem forskellige selskaber i samme branche. Ved spreadhandler handles muligheder for arbitrage "væk", dvs. de er med til at skabe balance i markedet.

Det anføres i bidraget, at eksekvering af spreadhandler isoleret set i forhold til det enkelte værdipapir kan fremstå som aggressiv og umiddelbart sende vildledende signaler.

I forhold til definitionen af kursmanipulation er det ved spreadhandler spørgsmålet om urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af eller efterspørgslen efter værdipapirer i § 38, stk. 1, nr. 2, der er relevant.

Bemærkningerne forholder sig ikke til spreadhandler, ligesom spreadhandlerne ikke umiddelbart synes omfattet af indikationerne.

I CESR's Level 3-papir er følgende anført i punkt 4.12.f:

"Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market. This practice involves undertaking trading in one market with a view to improperly influencing the price of the same or a related financial instrument in another market.... (Transactions to take legitimate advantage of differences in the prices of financial instruments or underlying products as traded in different locations would not constitute manipulation.)"

Finanstilsynet vurderer, at spreadhandler i sig selv ikke kan anses for vildledende, idet investor netop efterspørger en investering i spændet mellem to værdipapirer. Der er således efter Finanstilsynet vurdering tale om et reelt udbud af eller efterspørgsel efter de pågældende værdipapirer. Dette understøttes af CESR's bemærkninger, hvor det anføres, at det ikke er spreadhandlen i sig selv, der er kursmanipulerende.

På den baggrund vurderer Finanstilsynet, at spreadhandler ikke umiddelbart falder ind under definitionen af kursmanipulation.