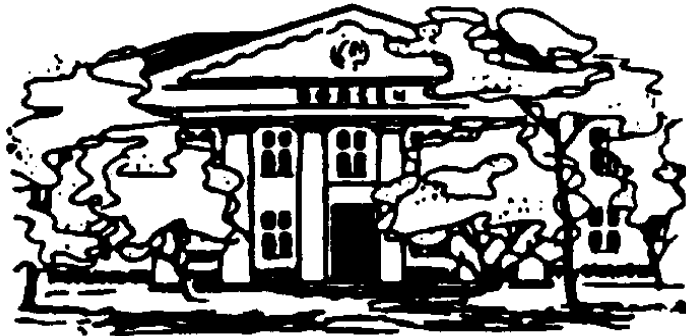


**Anbefaling nr 1/2001**  
**Organisering av egenhandel og market-making i aksjer,**  
**herunder prisstillelse og godtgjørelse**



Denne anbefaling er fastsatt av styret i Norges Fondsmeglerforbund. Anbefalingen er basert på ”Rapport og forslag til anbefalinger knyttet til verdipapirforetaks egenhandel og market-making i aksjer samt opplysninger om egne posisjoner og oppdrag” som ble utarbeidet av en arbeidsgruppe nedsatt av Norges Fondsmeglerforbunds styre.

Rapporten ble behandlet i Forbundets styre 5. desember 2000 og 24. april 2001. Anbefalingen trer i kraft fra og med 15. juni 2001.

## ***Forord***

Norges Fondsmeglerforbund har utarbeidet standard retningslinjer for foretakenes egenhandel og har i etiske normer og anbefaling nr 3/99 bestemmelser om opplysningsplikt for foretak og ansatte ved egenhandel. Disse anbefalingene er gjennomgått for å få vurdert om de krav som følger av Kredittilsynets uttalelser i enkeltsaker er oppfylt og ellers om de bør endres eller suppleres. En arbeidsgruppe nedsatt av styret i Norges Fondsmeglerforbund har utarbeidet en rapport om egenhandel og denne rapporten har ledet til at styret i Norges Fondsmeglerforbund har vedtatt to anbefalinger; en om organisering av egenhandel (anbefaling 1/2001) og en om informasjon om egenhandel i analyser, prospekter mv (anbefaling 2/2001)

Det er Forbundets oppfatning at en avklaring av begrepsbruken ved egenhandel i forhold til den virksomhet som faktisk bedrives og en bedret disiplin i forhold til kontoplanen – slik denne er fastsatt av Kredittilsynet – vil medvirke til ryddigere forhold og større klarhet med hensyn til hvilken funksjon det enkelte verdipapirforetak virker i overfor sine kunder.

Etter Forbundets oppfatning er et viktig virkemiddel i denne sammenheng å gjennomføre et klarere skille mellom den rendyrkede market-making og den øvrige egenhandel.

Hva som anses som egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten er ikke klart definert i lovgivningen. En del egenhandelsformer som typisk vil måtte karakteriseres som foretatt som ledd i investeringstjenestevirksomheten, er listet opp nedenfor. (Den følgende liste er ikke ment å være uttømmende).

- Selvinntrede mot kunder som ønsker rask slutning der megler stiller enten en kjøpskurs eller en salgskurs på forlangende fra en kunde,
- Selvinntrede mot en kunde fordi det ikke finnes andre motparter i markedet,
- Selvinntrede mot en kunde som ønsker å kjøpe eller selge odde poster,
- Kjøp av poster for å kunne møte en forventet etterspørsel fra kunder,
- Kjøp og slag av underliggende verdipapirer for å ”hedge” market-maker posisjoner i derivatmarkedet,
- Kjøp av verdipapirer for egen regning dersom en kunde har gitt en kjøpsordre på ”alt eller intet” og selgende kunde ikke vil vente med ”sitt” salg til meglerforetaket har fått tilslag hos et tilstrekkelig antall selgere,
- Kjøp av verdipapirer som følge av utløst garantiforpliktelse ved deltagelse i fulltegningsgarantier ved emisjoner,
- Market-making, jfr nedenfor

Market-making, slik den er definert nedenfor, er en særlig form for egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten der det enkelte verdipapirforetak driver markedspleie gjennom løpende å stille forpliktende toveis priser, dvs både kjøps- og salgskurs overfor kunder, hvoretter handel kan slutes med verdipapirforetaket som motpart. Slik market-making har som siktemål å øke likviditeten i markedet og derigjennom sikre at kundene enten

kan kjøpe eller selge finansielle instrumenter på kjente priser. Denne market-making innebærer at verdipapirforetaket er en aktiv deltager i markedet og løpende tar posisjoner for egen regning og risiko.

Definisjon av market-making:

*Market-making foreligger når et verdipapirforetak, etter avtale med en utsteder eller en markeds plass eller på annen måte, for en nærmere avgrenset tidsperiode, forplikter seg til å stille forpliktende kjøps- og salgskurser for et minstebeløp eller minste antall av aktuelt instrumentet pr transaksjon.*

Annen egenhandel:

*Annen egenhandel som foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten, betegnes som "handel med eget lager" – forkortet HME.*

Etter Forbundets oppfatning bør man ta utgangspunkt i at market-making er en tjeneste som utøves for å pleie markedet der foretaket normalt påtar seg en mer omfattende forpliktelse ved å stille både kjøper- og selgerkurser og samtidig forplikte seg til å handle på disse kurser. Dette igjen gir market-makeren en rolle som direkte aktør i markedet, med derav følgende mulig interessekonflikt med foretakets kunder. For at slike mulige konflikter skal kunne reduseres er det, etter Forbundets oppfatning, viktig at det internt foretas en adskillelse av market-makerfunksjonen og handelen med eget lager (HME) slik at market-makerfunksjonen mer får en slags "kunderelasjon" til foretakets øvrige virksomhet.

Det foreligger en særskilt VPS-kontoplan for verdipapirforetak. Denne kontoplan "Standard VPS-kontoplan for fondsmeglerforetak", er fastsatt av Kredittilsynet, ([rundskriv 35/93](#)).

Kontoplanen skiller mellom kundekonti og egenbeholdningskonti. Sistnevnte kategori er delt opp i feilslutningskonti, egenhandelskonti og market-makerkonti.

Bestemmelsene om kontoplan må forstås slik at all market-maker handel i finansielle instrumenter skal føres mot disse særskilte kontoene. Dette vil omfatte handel i de enkelte instrumenter der man er market-maker med tillegg av den handel som foretas i underliggende instrumenter til derivatkontrakter (som man er market-maker i) eller annen hedging som foretas som ledd i denne market-makervirksomheten.

All annen egenhandel enn market-making skal føres mot foretakets egenhandelskonto. Foretakene bør ha en konto for egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten (HME-konto) og en konto for egenhandel som ledd i alminnelig kapitalforvaltning.

Tatt i betraktning den risiko som ligger innebygget i market-makervirksomhet – slik denne er definert ovenfor – og behovet for å kunne foreta kontroll med at man utøver virksomheten i tråd med nevnte definisjon, er det Forbundets oppfatning at market-making kun skal kunne foretas for instrumenter der det foreligger referansepriser, f eks på en børs eller innenfor et system som publiserer kurser knyttet til ikke-børsnoterte instrumenter.

Det er Forbundets oppfatning at det for market-making, slik den er definert ovenfor, verken er mulig eller riktig å fastsette generelle krav til maksimal spread i kursstillelsen. Dette har sammenheng med at en eventuell market-making vil måtte skje i finansielle instrumenter der det foreligger referansepriser og en market-maker må forutsetningsvis stille sine priser innenfor disse referansepriser dersom market-makervirksomheten skal fungere tilfredsstillende.

Den fullstendige rapport som danner grunnlag for Forbundets anbefalinger er utlagt på Forbundets WEB-side – <http://www.nfmf.no>.

Følgende anbefalinger er etter dette fastsatt:

## **1 Organisering av virksomheten**

- 1.1 Market-makervirksomheten skal holdes adskilt fra foretakets øvrige virksomhet, hvilket medfører at følgende skal iakttas:
  - a. kundemeglere skal ikke kunne opptre som market-makere,
  - b. market-maker skal kunne ha kontakt med enkeltkunder under forutsetning av at kunden gjøres oppmerksom på market-makerens rolle,
  - c. market-maker bør handle i faktisk ”konkurranses” med foretakets øvrige meglere og/ eller direkte mot markedsplassen /informasjonssystemet.
  - d. market-maker skal kunne legge inn kundeordre, jfr bokstav b,
  - e. det skal foretas løpende lydopptak av market-makeres samtaler med kunder.
- 1.2 All handel som ledd i market-making (herunder også market-makerrelatert handel knyttet til underliggende instrumenter for derivatkontrakter og hedging) skal føres på særskilte market-makerkonti i henhold til gjeldende VPS-kontoplan.
- 1.3 Market-making bør skje i henhold til skriftlige avtaler. Slike avtaler skal offentliggjøres. Av offentliggjøringen skal det bl a fremgå at market-makerforpliktelsen er avtalefestet samt med hvem avtalen er inngått.
- 1.4 Et verdipapirforetak skal dog ensidig kunne påta seg en market-makerrolle. Dersom et foretak ensidig påtar seg en market-makerrolle så skal dette offentliggjøres også med opplysninger om hvilke premisser som gjelder for denne market-makingen.
- 1.5 Market-making skal kun foregå i finansielle instrumenter som det foreligger referansepriser på gjennom regulerte markeder eller informasjonssystemer.
- 1.6 Disse reglene om organisering gjelder uavhengig av om det dreier seg om børsnoterte eller unoterte aksjer.

## **2 Prisstillelse ved market-making**

- 2.1 Utover det som følger av lovgivningen om at kunder skal gis beste pris oppstilles det ikke generelle krav til maksimal spread for market-making og heller ingen andre spesielle krav til hvordan kursstillelsen under market-making skal skje.

## **3 Godtgjørelse – kurtasje og kursdifferanse**

Foruten kurtasje ved alminnelig mellommannshandel, gjelder følgende:

- 3.1 Godtgjørelse i form av kursdifferanse skal kun benyttes i de tilfeller der foretaket tar en reell markedsrisiko, f eks gjennom market-making.
- 3.2 Godtgjørelse i form av både kurtasje og kursdifferanse kan bare tas/innkreves der foretaket både tar reell risiko, f eks som market-maker, og utnytter sin

transaksjonskompetanse ved f.eks. å utøve alminnelig mellommannsvirksomhet. I slike tilfeller kan foretaket altså kreve kurtasje på transaksjonene med investorene.

3.3 Ved nettohandel kan det ikke kreves kurtasje.