

Prisen vis-a-vis værdien i markedet

Markedsprisen for aktier i selskabs- og kapitalmarkedsretten

Carsten Tanggaard
Aarhus Universitet

Børsens Dag 23. maj 2023

Prisen i markedet er den der faktisk opnås

Prisen er ex-post

Let at forstå

Algoritmer valgt af Nasdaq og godkendt af ESMA

Prisen i markedet er fast knyttet til en tid og et sted

Værdien er den pris, der *kunne* opnås i markedet

Ex-ante og kontrafaktuel

Et vist element af regler - eksempelvis IFRS

I praksis en kunststart med plads til betydelige skøn

Pris	Ordre på pris	
	Købere	Sælgere
8,2	6	
8,3	5	1
8,4	4	2
8,5	3	3
8,6	2	4
8,7	1	5
8,8		6

Blå priser er brugbare

Hvad er den rigtige pris?

Prisen på aktier

Aktieordrer handlet på egen pris

Pris	Ordre på pris		Antal på pris
	Købere	Sælgere	
8,2	6		
8,3	5	1	1
8,4	4	2	2
8,5	3	3	3
8,6	2	4	2
8,7	1	5	1
8,8		6	
Σ			9

Ekstrem pris diskrimination

Det må kunne gøres bedre!



Bestemmelse af prisen i markedet

- Alle [flest mulige] markedsdeltagere skal være til stede på samme tid og sted
- Ordre bliver prioriteret i forhold til pris
- Prisen i markedet er den [og kun den], der giver størst mulig omsætning på prisen. Det vil sige, at der er absolut prisprioritet.

Alle andre priser vil diskriminere

Pris	Ordre		Interesse		Antal på samme pris
	Købere	Sælgere	Køb	Salg	
8,2	6		21		
8,3	5	1	15	1	1
8,4	4	2	10	3	3
8,5	3	3	6	6	6
8,6	2	4	3	10	3
8,7	1	5	1	15	1
8,8		6		21	
Σ					6

Der handles mindre - men på samme pris

Absolut prisprioritet - alle bliver behandlet fair

Når markedet er clearet

Det kontinuerede marked

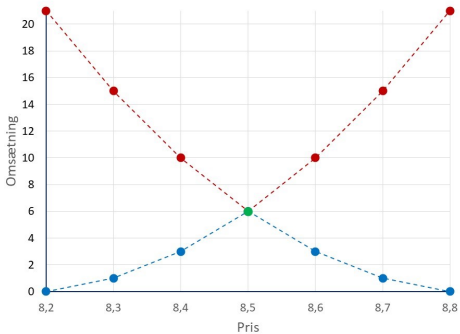
Pris	Ordre		Interesse	
	Købere	Sælgere	Køb	Salg
8,2	6		15	
8,3	5		9	
8,4	4		4	
8,5				
8,6		4		4
8,7		5		9
8,8		6		15

Det kontinuerede marked er også en auktion → absolut prisprioritet

Reduceret omsætning → prisdiskrimination

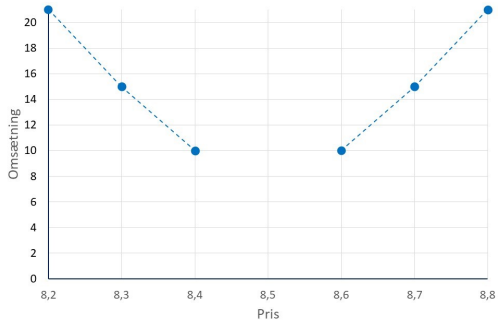
Udbud og efterspørgsel

Kryds giver prisen i markedet



Når markedet er clearet

Det kontinuerte marked





- Normalt ikke et stort problem
- Arbitrage \rightarrow Loven om samme pris
- Arbitragerer vil købe billigt og sælge dyrt
- Der dannes en og kun en pris på tværs af markeder.

Stort marked Reguleret marked - en børs

Lille marked:

- 1 Bilateral OTC: udstedelse til aftalt pris
- 2 Auktion: bookbuilding.

Stort og lille marked Parallelle og delvist sekventielle

Loven om samme pris

K udsteder egne aktier og betaler med disse for aktier i S

Prisen aftales på tid 1

Men konfirmeres på tid - markedet kan stige eller falde

Aktiebytte på tid 3 er mindre interessant

		Tid		
Marked	Aftale	Beslutning GF	Aktiebytte	
OTC	100	100	100	
Reguleret marked				
Lav	100	80	50	
Høj		120	150	

Se bort fra bid-ask spænd

- 1 Værdiansættelse efter solid due diligence
- 2 Ingen kontraktpartnere har privat viden
- 3 Prisændringer i markedet er generelle og dermed tilfældige
- 4 Ingen illikviditetsproblemer

Udstedelse på aftalt pris

Problemet i en nøddeskal, som jeg ser det.

- 1 Tidspunkt for referencepris - aftaletid eller GF godkendelse?
- 2 Når markedet flytter sig kan en af parterne få en fordel -eEn option på at springe fra
- 3 Er aftalen bindende?
- 4 Afhængigt af svaret - så forskellige priser i markedet som 80, 100 eller 120.

Udstedelse på aftalt pris

Det regulerede marked er lavt [80] på tid 2

Aftalen er **gunstig for K** og ugunstig for S

Aftalen er bindende for S

- Prisen i det relevante markedet [tid 1] er **100**
- At K har gjort en god handel er ligegyldigt.

Aftalen er ikke bindende for S

- S vil [vel] ikke stå ved en dårlig ikke-bindende aftale
- Prisen i det relevante marked [tid 2] er **80**.

Loven om samme pris holder i begge situationer

Aftalen er **gunstig for S** og ugunstig for K

Aftalen er bindende for S

- Prisen i det relevante markedet [GF] er **100**
- A udsteder aktier til favørkurs uden om eksisterende aktionærer - selskabsretligt problem - det må A ikke?

Aftalen er ikke bindende for K

- Prisen i det relevante marked [GF] er **120**
- K må ikke udstede til den aftalte [favør] pris

Åbning og lukning af det kontinueret marked sker ved en auktion

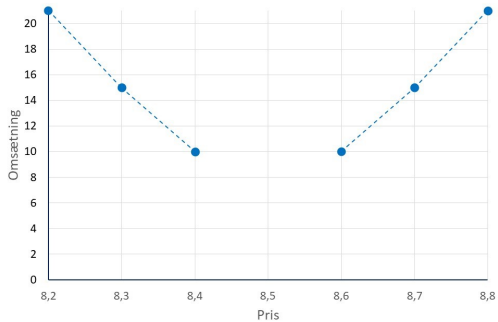
Bookbuilding er også en auktion

Pris på aktier	Tid			
	RM lukker	...	BB	RM åbner
Bookbuilding		...	90	?
Reguleret marked				
Lukkepris	100	...	100	?

- Kun et marked er åbent på tidspunkt 1
- Kun et marked er åbent på tidspunkt 2
- Priserne er forskellige
- Men også dannede på forskellige tidspunkter
- Principielt ikke noget problem med loven om samme pris
- Selskabsretligt problem med udstedelse til favørkurs?
- Anden pris hvis alle havde adgang?

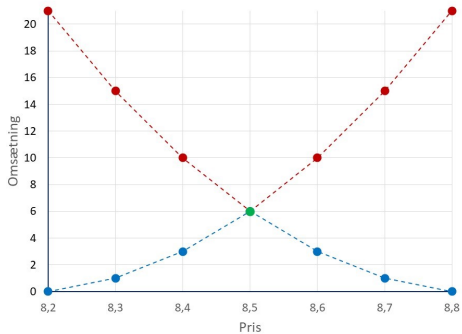
Illikvide aktier

Ingen gode løsninger



Illikvide aktier

Gennemsnit af B/A er samme som i auktionen



Om indregning af illikviditetseffekter i FV udtaler IFRS:

[...] prohibit [...] an adjustment to the quoted price of an asset or a liability because the market's normal daily trading volume is not sufficient to absorb the quantity [...] that prohibition is appropriate because it is a discount that reflects size as a characteristic of the entity's holding rather than as a characteristic of the asset or liability being measured at fair value.

Ved vurdering af FV efter IFRS skal udgangspunktet altså være en marginal transaktion

Loven om samme pris sættes ud af kraft

- Futures handlere med korte positioner forhindres i at levere
- Generelt corners og squeezes
- Wash trades
- Pump and dump
- ⋮
- Priser på unaturligt og kunstigt niveau - PAS PÅ.

Et generelt kriterium kunne være at undersøge om loven om samme pris holder

Dato	Børskurs
14. November 2011	5,00
21. November 2011	0,04
27. December 2011	1,00
28. December 2011	1,10
30. December 2011	35,00
30. December 2011	30,00

- Professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet
- Suppleant, Det Systemiske Risikoråd
- Tidligere formand for Penge- og Pensonspanelet.

- ① OTC
- ② Multilateral handel
- ③ Værdien i markedet

Aktuelt bogprojekt. Udvalgte kapitler på www.tanggaard.com.