

Titelblad for kandidatspeciale 2014

Uddannelse: Jura, Aalborg Universitet

Eksamen: Kandidateksamen

Vejleder: Søren Sandfeld Jakobsen

Emne: Strafferet

Titel: Kursmanipulation – En analyse af bestemmelsernes anvendelse

Engelsk titel: Market manipulation – An analysis on the use of the provisions

Afleveringsdato: 14. maj 2014

Sidetal: 65

Antal anslag: 132.161

Gruppemedlemmer:

Mathilde Smedegaard Gulddahl
Studienr. 2009.2832

Kathrine Jacobsen Meyer
Studienr. 2009.2822

Indholdsfortegnelse

Titelblad for kandidatspeciale 2014	1
Indledning.....	4
Problemformulering	6
Metode	6
Emneafgrænsning	9
Markedsmisbrug	10
Insiderhandel.....	11
Kursmanipulation	12
Strafferammen for markedsmisbrug.....	12
Værdipapirhandelslovens udvikling.....	14
Værdipapirhandelsloven fra 1996.....	14
Formålet med at gøre kursmanipulation strafbart.....	14
Reglernes faktiske udformning	15
Markedsmisbrugsdirektivet fra 2003.....	16
Formålet med ændring af reglerne.....	17
Implementering af markedsmisbrugsdirektivet i dansk ret	17
Ændringer i forbindelse med implementeringen.....	18
Reglernes udformning efter implementeringen	20
Opsummering.....	28
Gennemgang af retspraksis	29
Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1.....	29
Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2.....	32
Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 3.....	39
Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 4.....	40
Egnetheds- og væsentlighedskriteriet	41
Straffelovens § 1	42
Egnethedskriteriet	42
Objektiveret bedømmelse?.....	43
Delkonklusion	45
Væsentlighedskriteriet	45
Delkonklusion	46
Retsstridighedsforbeholdet.....	46
Delkonklusion	50
Fortolkning af markedsmisbrugsbekendtgørelsen	50
Gennemførelsesdirektivet og implementeringen heraf.....	51
Sproglig forskel?.....	52
Relevant retspraksis	54
Retssikkerhedsmæssigt problem?	55
Delkonklusion	56
Konklusion	57
Abstract	61
Litteraturliste	63
Bøger	63
Artikler	63

Forarbejder	63
Retspraksis	64
Dansk retspraksis.....	64
Udenlandsk retspraksis	64
Utrykt retspraksis	64
Internetsider	65
Andet	65

Indledning

Finanskrisen havde sin start i efteråret 2008 med krakket af Lehmann Brothers i USA. Hurtigt spredte krisen sig til resten af verden, herunder også Danmark. Særligt de danske banker blev hårdt ramt, og mærkede hurtigt konsekvenserne af en verdensøkonomi i frit fald. Dette resulterede også i flere danske bankers konkurser, heriblandt EBH bank med hovedsæde i Nordjylland.

I kølvandet på den finansielle krise kom der fokus på økonomisk kriminalitet, herunder kursmanipulation. Fokuset på den økonomiske kriminalitet var i opsvingstiderne ikke særlig stor, da fejlene først rigtigt kom frem, da det begyndte at gå nedad bakke.

I forbindelse med flere bankers konkurser kom det frem, at bankernes økonomiske forhold måske ikke havde været så gode, som det ellers havde set ud. Med en gennemgang af bankernes forhold blev det lettere at opdage eventuelle kriminelle handlinger, som bankerne havde foretaget. Dette sås også i den pludselige stigning af anmeldte sager til SØIK (Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet) om markedsmisbrug. Anmeldelser fra Finanstilsynet til SØIK om eventuel kursmanipulation steg fra otte sager i 2006, til 59 sager i 2010, hvor antallet af anmeldelser toppede. Fra 2011 faldt antallet af anmeldelser igen og var således i 2013 nede på fire¹².

Mediernes opmærksomhed rettedes yderligere mod denne form for kriminalitet, da krisen var en realitet. Denne øgede opmærksomhed bragte hurtigt flere sager frem i lyset, som muligvis ikke ville have fået samme form for opmærksomhed inden krisens indtræden. Pludselig var det som om, at medierne søgte efter nogen at skyde skylden på, og her stod særligt bankerne for skud.

En af de sager der har fået stor opmærksomhed er sagen mod EBH bank og Sparekassen Himmerland. Ledelsen i disse banker var tiltalt for kursmanipulation. Tiltalen lød på, at de to banker havde forsøgt at manipulere med kurserne ved at holde hånden under hinanden i efteråret 2008. Under udarbejdelsen af specialet har anken af denne sag kørt ved Vestre Landsret. Da sagen omhandlede kursmanipulation, var den yderst

¹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 355

² www.finanstilsynet.dk, set den 29/4 2014

relevant for os, og vi valgte derfor at bruge nogle dage i retten. Sagen gav os inspiration i forhold til forskellige fortolkningsspørgsmål i forbindelse med kursmanipulation.

Valg af kursmanipulation som emne udsprang særligt af mediernes øgede fokus på disse sager. Under vores research til specialet undersøgte vi kursmanipulationsbestemmelserne i værdipapirhandelsloven. I forbindelse hermed stødte vi på nogle spørgsmål om, hvordan kursmanipulationsbestemmelsen skal fortolkes, da dette ikke er helt klart. Disse fortolkningsspørgsmål ledte frem til den problemformulering, som danner grundlag for specialet.

Problemformulering

Hvornår foreligger der kursmanipulation, og hvad bør der lægges vægt på, når det skal vurderes om kursmanipulation foreligger?

Metode

Dette speciale vil afdække gældende ret på området for kursmanipulation. Dette vil ske ved anvendelse af den retsdogmatiske metode³. Ved den retsdogmatiske metode er der tale om en fortolkning af de retskilder som domstolene og andre jurister ville anvende til at løse en konkret juridisk tvist⁴.

Der vil for at belyse specialets problemstilling blive brugt forskellige retskilder og fortolkningsbidrag til disse retskilder.

Først og fremmest er en af de vigtigste retskilder, der vil blive brugt i dette speciale værdipapirhandelsloven⁵, nærmere bestemt §§ 38 og 39 i denne lov. Loven er en retsforskrift og er derfor en af de vigtigste retskildetyper. En retsforskrift er en stærk retskilde, både fordi den indeholder nogle formaliserede regler, men også fordi, loven er vedtaget af folketinget, og derfor har den højeste demokratiske legitimitet. Derfor skal loven, hvis der findes en sådan på det givne område, altid inddrages når der argumenteres juridisk.⁶ Det er således relevant at lave en dybdegående gennemgang af værdipapirhandelsloven §§ 38 og 39 i dette speciale. Der er dog ikke de store fortolkningsmæssige problemer i forhold til værdipapirhandelsloven § 39, som udelukkende indeholder forbuddet mod kursmanipulation, mens § 38, som omhandler hvilke situationer, der må anses som værende kursmanipulation, har væsentlig flere fortolknings spørgsmål. Dette medfører også, at § 39 ikke vil blive gennemgået helt så dybdegående, som § 38. Markedsmisbrugsbekendtgørelsen vil også blive brugt en del i specialet. Bekendtgørelsen er også en retsforskrift, hvorfor det samme gør sig gældende rent retskildemæssigt, som er tilfældet, når der er tale om loven. Der er den forskel på love og bekendtgørelser, at der sjældent findes forarbejder til bekendtgørelser, hvilket også er tilfældet i forhold til markedsmisbrugsbekendtgørelsen. Denne er dog en imple-

³ Hansen, Lone L. & Werlauff, Erik, Den juridiske metode – en introduktion, side 175

⁴ Nielsen, Ruth & Tvarnø, Christina D., Retskilder og retsteorier, side 31

⁵ Lovbekendtgørelse 2014-03-11, nr. 227, om værdipapirhandel mv.

⁶ Riis, Thomas & Trzaskowski, Jan, Skriftlig jura, side 34

mentering af et gennemførelsesdirektiv fra EU, hvorfor der kan søges efter fortolkningsbidrag i EU-retten, hvilket vil blive gennemgået nedenfor.

Da en stor del af projektet er bygget på lovregler, vil det være relevant at se på forarbejderne til disse regler. Der er diskussion i teorien om, hvorvidt forarbejder kan anses som en retskilde, eller der udelukkende er tale om et fortolkningsbidrag hertil. Der tages ofte hensyn til forarbejderne i juridisk praksis, men det er ikke det samme som, at man kan tale om, at forarbejder kan anses som værende retskilder. Det er umiddelbart relevant at finde ud af, om forarbejder kan anses som værende retskilder, for hvis det forholder sig således, så vil man kunne lægge selvstændig vægt på, hvad der står i forarbejderne. Der findes dog formentlig ikke et klart og entydigt svar på dette spørgsmål.⁷ I dette speciale vil forarbejderne blive brugt som fortolkningsbidrag til lovteksten, som i dette tilfælde ikke er særlig klar, og derfor er det netop væsentligt at se på, hvad lovgiver har haft til hensigt, da bestemmelserne blev vedtaget.

EU-retten har haft stor indflydelse på, hvordan kursmanipulationsbestemmelserne i den danske værdipapirhandelslov i dag er udformet, og det er dermed nødvendigt at inddrage de direktiver som særligt har indflydelse på kursmanipulation. Direktiverne er bindende for medlemsstaterne i form af, at de skal være gennemført i de danske regler inden en bestemt frist. I dette tilfælde er det sket ved, at det såkaldte markedsmissbrugsdirektiv er blevet implementeret i dansk ret i værdipapirhandelsloven, og markedsmissbrugsbekendtgørelsen er, som anført, en implementering af et gennemførelsesdirektiv. Når direktiverne således er implementeret, bliver det en del af dansk ret. Det er flere gange fastslået fra EU-Domstolens side, at medlemsstaterne er forpligtet til i videst muligt omfang at fortolke de nationale regler i overensstemmelse med EU-rettens regler.⁸

I EU-retten findes ikke, på samme måde som i dansk ret, forarbejder til de forskellige retsforskrifter. Til gengæld findes der i de forskellige retsforskrifter en præambel, som står før selve forskriftsteksten. I denne præambel er oplistet nogle betragtninger, som kan hjælpe med, hvad der fra lovgivers side er tænkt i forhold til reglerne. Det kan eksempelvis være om formålet med de pågældende regler eller anden hjælp til fortolk-

⁷ Riis, Thomas & Trzaskowski, Jan, Skriftlig jura, side 34

⁸ Riis, Thomas & Trzaskowski, Jan, Skriftlig jura, side 65

ningen af reglerne. Disse præambelbetragtninger er også relevante i forhold til dansk ret, da de danske bestemmelser, der er et resultat af implementering af EU-ret, som nævnt skal fortolkes i overensstemmelse med EU-retten. Dette betyder, at betragtningerne også kan være til gavn når en dansk bestemmelse skal fortolkes. Dette er også meget relevant i forhold til dette speciale, da der netop bruges regler, der er bygget på EU-regler, og som derfor nødvendigvis må skulle fortolkes i overensstemmelse hermed.

I specialet vil der også blive gennemgået en del retspraksis. Retspraksis er også en vigtig retskilde, som hjælper med til at fastsætte, hvordan reglerne i konkrete situationer skal finde anvendelse. Der er stor forskel på, hvor væsentlige de forskellige afgørelser er i forhold til retskildemæssig betydning. Såfremt det, der skal træffes afgørelse som udelukkende er, hvorledes faktum har været, vil den have meget lille retskildemæssig værdi, da afgørelsen vil blive begrundet i konkrete forhold, der findes i den bestemte situation. Samtidig har de sager, hvor afgørelsen er foretaget på samme måde, som i mange andre sager heller ikke stor retskildemæssig værdi, selvom de kan være baseret på en retlig vurdering. Disse sager kan dog bruges til at understrege, at en bestemmelse skal fortolkes på en bestemt måde, da jo flere afgørelser, der kommer frem til det samme resultat, normalvis vil styrke argumentationen for, at det er sådan bestemmelsen skal forstås. Men afgørelserne bringer ikke noget nyt fortolkningsbidrag. Det er således de afgørelser, der tager stilling til et helt nyt område eller bruger en regel på en ny måde, der er mest relevante rent retskildemæssigt. Disse domme kaldes præjudikater, og det betyder, at de vil have betydning for fremtidig afgørelser, der skal bruge de samme regler. Det er klart, at jo højere instans, der har afsagt en dom, jo højere er retskildeværdien også. Også dommens alder kan have betydning retskildeværdimæssigt. I de fleste tilfælde er det således, at jo ældre dommen er, desto mindre vil retskildeværdien være. Til sidste kan det også have betydning, hvorvidt der har været enighed mellem de dommere, der har afsagt dommen eller ej. Der vil dog kunne være andre ting der kan spille ind i de enkelte tilfælde.⁹

Sidst vil der også blive brugt juridisk litteratur i specialet. Der findes forskellige antagelser i forhold til om juridisk litteratur må anses som værende en retskilde. Den juridiske litteratur kan være en hjælp til forståelsen af de enkelte regler, men da man ikke

⁹ Riis, Thomas & Trzaskowski, Jan, Skriftlig jura, side 37-38

kan støtte ret på denne, vil det sandsynligvis være mere rigtigt at kalde litteraturen et fortolkningsbidrag til de forskellige retskilder, men ikke en retskilde i sig selv.¹⁰ Det er også sådan litteraturen er brugt i dette speciale, nemlig som hjælp til forståelsen af de relevante bestemmelser. Det er vigtigt altid at være kritisk, når man læser den juridiske litteratur, da der kan være flere forskellige bud på den rette forståelse af en bestemmelse, og det er ikke nødvendigvis sikkert, at der er nogen af de forskellige bud, der er det rigtige.

Emneafgrænsning

Da specialet alene omhandler kursmanipulation, vil markedsmisbrug og herunder insiderhandel kun blive overfladisk berørt med en kort redegørelse af begreberne. Dette da insiderhandel og kursmanipulation samlet er markedsmisbrug.

Eventuelle erstatningsretlige konsekvenser af kursmanipulation, vil ikke være en del af dette speciale. I stedet vil det være det strafferetlige aspekt af kursmanipulation, som projektet vil være bygget op om. Dette da det er gerningsindholdet af kursmanipulation, og hvad det lægges vægt på i forbindelse med statuering af dette, som vil danne grundlaget.

Spørgsmålet om straffeudmåling vil der kun blive gjort kort rede for. Dette da straffeudmålingen ikke er fokus for analysen i projektet, men det er nødvendigt at berøre emnet, for at give det fulde billede af kursmanipulationsbestemmelsen.

¹⁰ Hansen, Lone L. & Werlauff, Erik, Den juridiske metode – en introduktion, side 122

Markedsmisbrug

I de senere år er der kommet langt flere sager om overtrædelse af forbuddene mod markedsmisbrug.¹¹ I en opgørelse fra Finanstilsynet ses det, at der fra 2006 til 2013 er antallet af anmeldte og påbegyndte sager hos Finanstilsynet steget fra 45 til 123.¹² Dette er netop udtryk for, at man ønsker at vise, at man både fra EU's side og dansk side ikke accepterer markedsmisbrug, og at der er kommet langt mere fokus på området.

Markedsmisbrug er kriminalitet på de finansielle markeder og kan blandt andet ske ved insiderhandel og kursmanipulation. Det er vigtigt at beskytte de finansielle handelsmarkeder mod denne form for misbrug¹³ for at sikre markedernes integritet og investorernes tillid til disse markeder. For at undgå disse former for misbrug, indeholder værdipapirhandelsloven forbud mod insiderhandel og kursmanipulation. Disse bestemmelser findes i lovens kapitel 10.

Reglerne i kapitlet har deres primære anvendelse på værdipapirer som er noterede og dermed optaget til handel på det regulerede marked i både Danmark og udlandet, jf. værdipapirhandelslovens § 34, stk. 1, nr. 1. De danske regler om markedsmisbrug gælder ikke kun for værdipapirer optaget til handel på danske markeder, men også værdipapirer, der handles på regulerede markeder i resten af verden.¹⁴

Forbuddet mod markedsmisbrug gælder også unoterede værdipapirer i de tilfælde, hvor værdipapirernes prisfastsættelse er knyttet til værdipapirer, som findes på det noterede marked, jf. værdipapirhandelsloven § 34, stk.1, nr. 2.

Reglerne om markedsmisbrug gælder fra det tidspunkt, hvor der afgives en anmodning om, at man ønsker de pågældende værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked¹⁵. Allerede fra dette tidspunkt vil man være omfattet af forbuddet mod insiderhandel og kursmanipulation.

¹¹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 355

¹² <http://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Markedsmisbrugsstatistik/Arkiv.aspx>, set den 29/4 2014

¹³ Schaumburg – Müller, Peer og Werlauff, Erik, Børs- og kapitalmarkedsret, side 603

¹⁴ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 356

¹⁵ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 357 – 358

Udover forbuddet mod markedsmisbrug i værdipapirhandelsloven, findes der også forbud mod dette i markedsmisbrugsdirektivet fra EU,¹⁶ som beskriver hvordan insiderhandel og kursmanipulation er indbegrebet af markedsmisbrug¹⁷. Markedsmisbrugsdirektivet er implementeret i dansk ret ved lov nr. 1460/2004 i værdipapirhandelsloven.

Betragtning 12 i præamblen til markedsmisbrugsdirektivet beskriver følgende: *"Lovgivning om insiderhandel og om kursmanipulation har samme formål, nemlig at sikre finansmarkedernes integritet i Fællesskabet og forbedre investorernes tillid til disse markeder"*.¹⁸ Og betragtning 15 beskriver: *"Markedsmisbrug ved insiderhandel og kursmanipulation er med til at hindre den gennemsigtighed, der er nødvendig på markedet for, at alle vil handle på de integrerede markeder"*¹⁹. Det man har lagt vægt på fra EU's side er tillid og gennemsigtighed på de finansielle markeder, og disse hensyn går også igen i den danske regulering.

Insiderhandel

*"Insiderhandel kan defineres som handel med værdipapirer foretaget af en person, der på handelstidspunktet er i besiddelse af endnu ikke offentliggjorte oplysninger som, hvis de blev offentliggjort, ville kunne påvirke kursen på de handlende værdipapirer (mærkbart)"*²⁰. Der er dermed tale om insiderhandel, når en person på handelstidspunktet har en fordel på grund af sine tilkomne oplysninger i forhold til andre værdipapirshandlende.

Værdipapirhandelslovens §§ 35 og 36 indeholder reglerne omhandlende insiderhandel. § 35 beskriver, at køb, salg eller tilskyndelse til køb eller salg ikke må foretages af nogen, der i besiddelse af intern viden, som kan have betydning for handlen. § 36 indeholder et forbud mod videregivelse af den interne viden. Dette betyder dermed, at vedkommende som er i besiddelse af intern viden, ikke må videregive dette, medmin-

¹⁶ Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. Januar 2003

¹⁷ Præambelen til EU direktiv 2003/6 EF, om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), betragtning 12

¹⁸ Præambelen til EU direktiv 2003/6 EF, om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), betragtning 12

¹⁹ Præambelen til EU direktiv 2003/6 EF, om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), betragtning 15

²⁰ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 349

dre det er normalt som led i vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. § 36, stk. 1. Forbuddet mod at videregive intern viden gælder enhver, og det er derfor uden betydning, hvordan den pågældende er kommet i besiddelse af den interne viden²¹.

Kursmanipulation

Begrebet kursmanipulation dækker over personer, der påvirker eller forsøger at påvirke kursen på et værdipapir. Påvirkning af kursen kan betyde, at kursen vil afvige fra det ellers normalt fastsatte niveau.

Reglerne omhandlende kursmanipulation findes i værdipapirhandelslovens §§ 38 og 39. § 38 indeholder en beskrivelse af fire handlinger, der kan anses som værende kursmanipulation. De fire handlinger udgør en udtømmende liste, og derfor vil disse handlinger være de eneste som kan betragtes som kursmanipulation. Yderligere indeholder bestemmelsens stk. 2 også eksempler på situationer, som kan anses som værende kursmanipulation. Disse tre eksempler udgør en ikke-udtømmende liste, og derfor vil andre situationer også kunne anses som eksempler på kursmanipulation.

Lovens § 39 indeholder selve forbuddet mod kursmanipulation ved at beskrive, at kursmanipulation eller forsøg herpå ikke må finde sted. Bestemmelsens forbud gælder enhver. Dette betyder, at personer som ikke til dagligt handler med værdipapirer vil kunne straffes. Samtidig vil også rådgivere og repræsentanter fra pressen kunne straffes, hvis de påvirker eller forsøger at påvirke kursen²².

Strafferammen for markedsmisbrug

De ovenstående hensyn ses også i forbindelse med strafferammen for markedsmisbrug. Både forbuddet mod insiderhandel og forbuddet mod kursmanipulation straffes med bøde eller fængsel op til 1 år og 6 måneder, jf. værdipapirhandelsloven § 94, stk. 1. Under særligt skærpende omstændigheder kan straffen stige til 6 års fængsel, jf. straffelovens § 299d. Der er tale om samme strafferamme som formueforbrydelserne i

²¹ Schaumburg – Müller, Peer og Werlauff, Erik, Børs og kapitalmarkedsret, side 626

²² Karnov, note 406 til værdipapirhandelsloven

straffeloven, da man har ønsket at sidestille disse lovovertrædelser.²³ Straffen for markedsmisbrug er høj, og ofte er der tale om ubetingede fængselsstraffe for de tiltalte²⁴.

Allerede i U1997.1507H fastsatte Højesteret, at straffen for insiderhandel skulle være en ubetinget fængselsstraf. Dette blev begrundet i et præventivt hensyn om, at ubetingede straffe ville kunne være med til at modvirke insiderhandel.

At ubetingede fængselsstraffe også skulle være udgangspunktet ved kursmanipulation, kom i 2001 med dommen U2001.578H. Her beskrev Højesteret, at ubetinget fængsel var en nødvendighed for at modvirke kursmanipulation. I U2003.1467H slog Højesteret igen fast, at ubetinget fængsel var påkrævet, da den form for kursmanipulation, som havde fundet sted, var egnet til at skade tilliden til værdipapirmarkedet²⁵. Siden er disse domme blevet brugt som udgangspunkt for, hvordan kursmanipulation bør straffes.

Byretterne har dog i flere afgørelser valgt at give betingede straffe, blandt andet med henvisning til den tiltaltes gode personlige forhold, hvilket eksempelvis kan ses i TfK2008.676. Her havde tiltalte overtrådt værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2, ved at have foretaget daytrading. Disse former for sager vil blive gennemgået senere.

I U2009.1695Ø valgte byretten også at idømme tiltalte en betinget straf med baggrund i tiltaltes forklaring. I begge tilfælde blev resultatet dog ændret af landsretten. Dette med henvisning til, at de to ovenstående afgørelser fra Højesteret i 2001 og 2003 netop angav, at ubetingede straffe er udgangspunktet for kursmanipulation. Landsretten fandt i begge domme, at der ikke fandtes nogen grund til at ændre udgangspunktet fra Højesteret og straffene blev derfor gjort ubetingede.

²³ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 354

²⁴ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 354

²⁵ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 354

Værdipapirhandelslovens udvikling

I det følgende vil værdipapirhandelslovens udvikling blive behandlet. Reglerne om kursmanipulation er forholdsvis komplicerede og er flere gange blevet ændret, specielt i forbindelse med implementeringen af EU-retlige regler. For forståelsen af reglerne om kursmanipulation er det derfor vigtigt med en grundig gennemgang af denne udvikling.

Værdipapirhandelsloven fra 1996

Formålet med at gøre kursmanipulation strafbart

Forbuddet mod kursmanipulation blev strafbelagt i forbindelse med værdipapirhandelslovens ikrafttræden i 1996.²⁶ I 1993 blev det såkaldte børsudvalg nedsat. Deres formål var at udarbejde forslag til ændringer af reglerne på børsområdet. Disse ændringer kaldtes børnsreformen. Forslagene skulle sikre lovgiverne bedre muligheder for indflydelse på værdipapirhandelsområdet.²⁷

Der fandtes tidligere ikke et decideret forbud mod kursmanipulation, men udelukkende en bestemmelse i de børsetiske regler, hvor ethvert forsøg på med uhæderlige midler at påvirke kursdannelsen ansås som en overtrædelse af de børsetiske regler. Fondsbørsen havde mulighed for at påtale overtrædelse af bestemmelsen, men de kunne ikke gøre mere end det.²⁸

Man ønskede med indførelsen af en børnsreform at styrke investorbeskyttelsen på det danske værdipapirhandelsmarked. Dette med baggrund i øget internationalisering af værdipapirhandelsområdet, men også for at være bedre rustet mod den stigende konkurrence mellem handelsmarkederne.²⁹

Det var en vigtig del af reformen, at udenlandske værdipapirhandlere skulle finde det danske værdipapirhandelsmarked attraktivt for at kunne tiltrække dem og dermed øge konkurrencen. Tidligere var det kun danske værdipapirhandlere og udenlandske

²⁶ Lov 1995-12-20 nr. 1072 om værdipapirhandel mv.

²⁷ Lovforslag L71, FT 1995-1996, side 1966

²⁸ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 91

²⁹ Lovforslag L71, FT 1995-1996, side 1966

kredit- og realkreditinstitutter med særlig tilladelse, der kunne handle på fondsbørsen.

Med implementeringen af investerings servicedirektivet³⁰ blev det muligt for udenlandske markedsdeltagere at handle direkte på fondsbørsen. Direktivet blev vedtaget, da man ønskede bedre mulighed for at udveksle tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirer inden for EU.³¹ Dette gav grundlag for at lave ensartede regler i Europa og en grund til at ændre de danske regler.³²

Hovedformålet med vedtagelsen af værdipapirhandelsloven var altså at opnå en samlet regulering af reglerne på værdipapirhandelsområdet. Samtidig skulle investerings servicedirektivet implementeres i dansk ret, og man ønskede en regulering, der kunne styrke det danske markeds position i den internationale konkurrence på værdipapirhandelsområdet.

Reglernes faktiske udformning

Man indsatte reglerne om insiderhandel og kursmanipulation i værdipapirhandelslovens kapitel 10.

Værdipapirhandelslovens³³ § 34 fastlagde, hvad der skulle forstås ved udtrykkene insiderhandel og kursmanipulation. I § 34, stk. 3 blev kursmanipulation defineret, og efter stk. 3, nr. 1 var der tale om kursmanipulation, såfremt en person offentliggjorde eller udbredte urigtige eller vildledende oplysninger om en udsteder af et værdipapir, eller udstederen selv afgav urigtige oplysninger eller undlod at afgive relevante oplysninger. Nr. 2 og 3 omhandlede kursmanipulation, hvor man indberettede handler med sig selv eller med egne værdipapirer, uden at markedet var bekendt med det. Nr. 4 omhandlede indberetning af handler mellem en køber og en sælger, hvor det var aftalt, at tab skulle dækkes på en anden måde, uden at dette var markedet bekendt. I alle tilfældene skulle der være tale om handlinger, der var egnet til at påvirke kursen på et værdipapir i en retning, der afveg væsentligt fra markedsværdien. Kravet om en væ-

³⁰ Rådets direktiv nr. 93/22/EØF af 10.maj 1993 om investerings service i forbindelse med værdipapirer

³¹ Lovforslag L71, FT 1995-1996, side 1971

³² Lovforslag L71, FT 1995-1996, side 1966 -1967

³³ Lov 1995-12-20, nr. 1072, om værdipapirhandel mv.

sentlig afvigelse blev fjernet i 1998 i forbindelse med en ændring af loven. Dette væsentlighedskriterium vil blive nærmere gennemgået senere.

Der blev i lovens § 39 indsat et direkte forbud mod kursmanipulation. Forbuddet i § 39 i loven fra 1996 er med enkelte ændringer det samme, som gælder i dag. Forbuddet gjaldt for enhver, hvilket vil sige, at ikke kun værdipapirhandlere og investorer var omfattet af begrebet, men også disses rådgivere og andre med en umiddelbar tilknytning til værdipapirhandelsmarkedet, samt pressen var omfattet af forbuddet.³⁴

De børsetiske regler, der gjaldt før værdipapirhandelsloven blev vedtaget, omfattede kursmanipulation ved hjælp af uhæderlige midler. Efter vedtagelsen af § 39 skulle der være tale om en uredelig kurspåvirkning for, at der var tale om kursmanipulation. Der var dermed tale om en videre anvendelse af forbuddet mod kursmanipulation end før vedtagelsen af værdipapirhandelsloven.³⁵

Markedsmisbrugsdirektivet fra 2003

Markedsmisbrugsdirektivet, som omhandler insiderhandel og kursmanipulation, blev vedtaget i 2003 af EU-parlamentet og Rådet. I 1999 kom EU-kommissionen med en handlingsplan, som vedrørte etablering af en ramme for de finansielle markeder. Heri blev det gjort klart, at der var brug for at gennemføre ændringer inden for det indre marked på området for finansielle tjenesteydelser. Endvidere blev det tydeliggjort, at der var behov for at gennemføre regler om kursmanipulation.³⁶

Markedsmisbrugsdirektivet er et rammedirektiv, altså nogle overordnede regler, der kan danne ramme for mere detaljerede regler. I direktivet er der givet mulighed for, at EU-kommissionen kan vedtage mere detaljerede regler, der giver mulighed for præcisering af bestemmelserne. Dette har de gjort ved at udstede tre gennemførelsesdirektiver og en forordning. På området for kursmanipulation er et gennemførelsesdirektiv og forordningen relevant, hvilket er kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003³⁷ og kommissionens forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003.

³⁴ Lovforslag L71, FT 1995-1996, side 2002

³⁵ Lovforslag L71, FT 1995-1996, side 2002

³⁶ Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. Januar 2003, præambelbetragtning 3

³⁷ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de almindelige bemærkninger afsnit 2

Formålet med ændring af reglerne

Med udviklingen på it-området, særligt udviklingen af internettet, blev det i slutningen af 90'erne og starten af 00'erne nødvendigt med ny regulering på det europæiske værdipapirhandelsmarked, da udviklingen medførte nye måder at begå kursmanipulation på og dermed også en øget risiko for markedsmisbrug. En modernisering og harmonisering af reglerne om markedsmisbrug var dermed en nødvendighed for at følge med de ændringer, som skete på værdipapirhandelsmarkedet.³⁸

EU-parlamentet og Rådet anså markedsmisbrug som skadeligt for integriteten på de finansielle markeder, men også offentligheden og investorernes tillid til de finansielle markeder var vigtige at bibeholde.

Det er vigtigt med gennemsigtighed på de europæiske handelsmarkeder for at sikre investorernes fortsatte interesse i at handle på disse. Både insiderhandel og kursmanipulation kan være med til at hindre at denne gennemsigtighed opretholdes.³⁹

Markedsmisbrugsdirektivet blev altså vedtaget med fokus på ovennævnte hovedårsager. Dette lagde samtidig fundamentet for den danske regulering af værdipapirhandelsområdet, herunder kursmanipulation.

Implementering af markedsmisbrugsdirektivet i dansk ret

Markedsmisbrugsdirektivet blev i 2004 implementeret i dansk ret. Dette ved lov nr. 1460/2004 i værdipapirhandelsloven. Loven trådte i kraft i april 2005. Samtidig blev markedsmisbrugsbekendtgørelsen⁴⁰ indført. Denne bekendtgørelse gennemførte det tidligere nævnte gennemførelsesdirektiv om definitionen af og indikatorer på kursmanipulation.

Med implementeringen af den EU-retlige regulering, er kursmanipulation i Danmark blevet væsentlig mere detaljeret, og der er nu tale om regulering både på lov- og be-

³⁸ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de almindelige bemærkninger afsnit 2

³⁹ Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. Januar 2003, præambelbetragtning 2, 12 og 15

⁴⁰ Bekendtgørelse 2013-04-18, nr. 386, om markedsmisbrug

kendtgørelsesniveau.⁴¹ Der er altså ikke længere tale om et generelt beskrevet forbud mod kursmanipulation, men en langt mere detaljeret regulering af, hvad gerningsindholdet i bestemmelsen indeholder.⁴² Da den nugældende regulering af kursmanipulation er langt bredere, må forhold, der var omfattet af den tidligere regulering, også være omfattet af det nye kursmanipulationsbegreb. Dette bevirker, at retspraksis fra før markedsmisbrugsdirektivet blev implementeret stadig er relevant.⁴³

Ændringer i forbindelse med implementeringen

Indtil implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet i 2004 var kursmanipulation en del af værdipapirhandelslovens § 34. Bestemmelsen omfattede både definitionen af insiderhandel og kursmanipulation.

I markedsmisbrugsdirektivet skete der en udvidelse af området for kursmanipulation. For at bringe de danske regler i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivet, var en udvidelse af disse regler derfor nødvendig⁴⁴.

Ved implementering var den største ændring, at definitionen af kursmanipulation fik sin egen bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 38. Her implementeredes direktivets artikel 1, nr. 2, som beskriver, hvornår der er tale om kursmanipulation.

Den tidligere lovs § 34, stk. 3, nr. 1, omhandlede offentliggørelse eller udspredelse af urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer, hvilket også kan kaldes verbal misinformation. Denne bestemmelse er i hovedtræk videreført i den nugældende lov § 38, stk. 1, nr. 1, som stadig omhandler denne form for misinformation. Bestemmelsen i den tidligere lov vedrørte udelukkende udstedere af værdipapirer, mens den nugældende lov både omfatter udstedere, men også værdipapiret i sig selv. Dette tyder på, at der er sket en udvidelse af det strafbare område i § 38. I lovforslaget⁴⁵ beskrives det dog, at § 38, stk. 1, nr. 1 indholdsmæssigt vil svare til den dagældende § 34, stk. 3, nr. 1, mens den samtidig også beskriver, at § 38, stk. 1, nr. 1 gælder for både selve værdipapiret, og også dets udsteder. At det også gælder selve værdipapiret kan undre, da

⁴¹ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 92

⁴² Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 93

⁴³ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 413

⁴⁴ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de specielle bemærkninger til § 38

⁴⁵ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de specielle bemærkninger til § 38

både lovforslaget og Jesper Lau Hansen i kommentarerne til værdipapirhandelsloven⁴⁶ beskriver at § 38, stk. 1, nr. 1, alene er en videreførelse af den dagældende lovs § 34, stk. 3, nr. 1. Det lægges dermed til grund, videre i projektet, at der ikke er sket en indholdsmæssig ændring.

Værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2-4 implementerer markedsmisbrugsdirektivet artikel 1, nr. 2, litra a, første led og artikel 1, nr. 2 litra b. Heri fastsættes hvilke former for transaktioner og handelsordrer, der er omfattet af kursmanipulation. I forhold til den tidligere lovs § 34, stk. 3 er der tale om en udvidelse, da denne udelukkende omfattede gennemførte handler, hvor den nugældende lov både omfatter gennemførte handler og afgivne handelsordrer.

De former for handelsordrer der var nævnt i den dagældende værdipapirhandelslov § 34, stk. 3., nr. 2-4, udgør stadig kursmanipulation efter implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet. I den dagældende lov forelå der udelukkende kursmanipulation, såfremt man ikke havde gjort markedet bekendt med de særlige forhold, som eventuelt kunne betragtes som værende kursmanipulation. I de nye regler er det ikke længere nævnt, at der foreligger kursmanipulation, såfremt de særlige forhold ikke er markedet bekendt. Dette betyder ikke en egentlig ændring, da så snart markedet er bekendt med de særlige forhold omkring en handel, der ellers vil kunne føre til kursmanipulation, så vil der ikke længere være tale om kursmanipulation, idet handlen ikke vil være egnet til at give et urigtigt eller vildledende signal⁴⁷.

I den nugældende lov er definitionen af kursmanipulation udvidet i og med den nu indeholder et forbud mod at udnytte en dominerende stilling til at påvirke kursen til et unormalt eller kunstigt niveau. Dette forbud blev indsat i § 38, stk. 1, nr. 4. Det er ikke nødvendigt for at opfylde gerningsindholdet i bestemmelsen, at der sendes et urigtigt eller vildledende signal ved de transaktioner der foretages, såfremt man har en dominerende stilling på det pågældende marked. Bestemmelsen sikrer dermed, at dominerende aktører ikke har mulighed for at påvirke kursen, så den kommer til at ligge på et unormalt eller kunstigt niveau ved hjælp af deres stilling i markedet.⁴⁸

⁴⁶ Hansen, Jesper Lau, værdipapirhandelsloven med kommentarer Bind 2, side 437

⁴⁷ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de specielle bemærkninger til § 38

⁴⁸ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de specielle bemærkninger til § 38

Nyt i værdipapirhandelsloven fra 2004 er også den ikke-udtømmende liste af eksempler på, hvad der kan karakteriseres som kursmanipulation. Denne liste er implementeret i lovens § 38, stk. 2 i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2.

Værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, som indeholder forbuddet mod kursmanipulation, implementerede i 2004 markedsmisbrugsdirektivets artikel 5. Der skete dog ikke nogen ændring i forhold til dagældende lov fra 1996, der allerede indeholdte samme forbud som i § 39, stk. 1. Den dagældende lovs § 39, stk. 2 indeholdt regler omhandlende værdipapirhandleres medvirken til kursmanipulation. Denne bestemmelse blev med den nuværende lov ophævet, sådan at værdipapirhandlere og deres ansatte ikke længere kan ifalde medvirkensansvar, hvis de foretager en loyal udførelse på baggrund af en kundes ordre. Samtidig blev der indsat en pligt til at underrette Finanstilsynet, såfremt der opstår mistanke om, at handlen kan betragtes som værende kursmanipulerende⁴⁹.

Reglernes udformning efter implementeringen

Udover værdipapirhandelslovens §§ 38 og 39 findes også markedsmisbrugsbekendtgørelsen, som supplerer de to bestemmelser. Bekendtgørelsens §§ 15 og 16 omhandler indikatorer på, hvad der anses som kursmanipulation, mens §§ 17 og 18 omhandler accepteret markedspraksis.

Værdipapirhandelslovens § 38

I det følgende vil § 38 blive behandlet mere dybdegående. § 38 stk. 1, beskriver: *"at der ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1 i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet"*.

Det er ikke nødvendigt, at der rent faktisk sker en kursændring, for at gerningsindholdet i forbuddet mod kursmanipulation er opfyldt. Det er tilstrækkeligt, at handlingen er egnet til at påvirke kursen på værdipapiret. Der er således forskel i forhold til forbuddet mod insiderhandel, jf. værdihandelsloven § 34, stk. 2, hvorefter der kræves en

⁴⁹ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de specielle bemærkninger til § 39

mærkbar kursændring for at have overtrådt forbuddet.⁵⁰ Dette er i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets egnethedskriterium, hvorefter det er tilstrækkeligt til at opfylde gerningsindholdet i forbuddet mod kursmanipulation, at handlingen er egnet til at have indvirkning på kursen.⁵¹ Egnethedskriteriet vil blive behandlet mere dybdegående senere.

De handlinger, som anses for værende kursmanipulation er, jf. værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1:

- 1. udbredelse af oplysninger gennem medierne eller ved andre metoder, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,*
- 2. transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,*
- 3. transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fiktive indretninger eller andre former for bedrag eller påfund, eller*
- 4. transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.*

Udover værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, som udgør en udtømmende liste over handlinger, der kan betegnes som kursmanipulation, findes der i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 2, en ikke-udtømmende liste over eksempler på, hvad der kan anses som kursmanipulation.⁵²

De fire forskellige handlinger, der er oplyst i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1-4, kan opdeles således, at nr. 1 omhandler udbredelse af oplysninger, mens nr. 2-4 omhandler transaktioner eller handelsordrer.

Udbredelse af oplysninger, værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1

Denne bestemmelse omfatter både oplysninger, der direkte og indirekte har betydning for kursdannelsen.⁵³

⁵⁰ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 414

⁵¹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 414

⁵² Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 413

⁵³ Schaumburg – Müller, Peer og Werlauff, Erik, Børs og kapitalmarkedsret, side 661

Det er muligt at udbrede oplysninger på flere forskellige måder. Det kan ske ved omtale i nyhedsmedier, på internettet, i aktieanalyser eller på andre måder, hvor det er muligt at udsprede rygter i markedet. Det er ikke nødvendigt, at udbredelsen sker til en større kreds af personer for, at der kan være tale om kursmanipulation. Det er nok at vildledende oplysninger gives til en lille gruppe eller endog en enkeltperson.⁵⁴

I værdipapirhandelsloven § 38, stk. 2, nr. 1 nævnes der som eksempel på udbredelse af oplysninger: *"udsendelse af en meningstilkendegivelse gennem medierne om et værdipapir eller en udsteder af et værdipapir, såfremt der senere drages fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på værdipapiret"*. Dette eksempel kaldes scalping, og går altså ud på, at man giver sin mening til kende med det formål at kursen på nogle værdipapirer skal stige eller falde, uden at gøre opmærksom på, at man selv har en særlig interesse i kursudviklingen på disse værdipapirer. Det er ikke et krav, at oplysningerne er forkerte eller vildledende.⁵⁵ Journalister og andre redaktionelle medarbejdere vil således også kunne rammes af bestemmelsen, idet det ikke er et krav at deres artikler eller reportager skal være forkerte eller vildledende, for at kunne anses som kursmanipulerende. Derfor findes også værdipapirhandelsloven § 38, stk. 3, som forsøger at afveje hensynet til at kunne stole på værdipapirmarkedet og på den anden side at værne om disse personers ytringsfrihed. Dette ved i 1. pkt. at være en lempelsesregel, der foreskriver, at der under anvendelse af § 38 stk. 1, nr. 1 skal tages hensyn til de regler, der gælder for redaktører og redaktionelle medarbejders erhverv generelt. Mens det i 2. pkt. bliver slået fast, at 1. pkt. ikke finder anvendelse, hvis redaktøren eller de redaktionelle medarbejdere direkte eller indirekte drager fordel eller udbytte af oplysningerne. Man udviser derfor tilbageholdenhed med at bruge reglerne om kursmanipulation over for redaktører og redaktionelle medarbejdere. Dette gælder dog ikke, såfremt en medarbejder får en direkte eller indirekte personlig fordel af udbredelsen af oplysningerne, hvilket også følger direkte af værdipapirhandelsloven § 38, stk. 3, 2. pkt.⁵⁶

⁵⁴ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 97

⁵⁵ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 416

⁵⁶ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 99

Transaktioner og handelsordrer, værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2-4

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2, omhandler transaktioner og ordrer, der efter de omstændigheder de indgås, ikke kan anses som normale, og derfor ikke bør indgå i kursdannelsen på sædvanlig måde. Såfremt markedet er blevet informeret om de usædvanlige forhold, der gør sig gældende ved de konkrete ordrer, vil der normalt ikke være tale om kursmanipulation, da der i sådanne tilfælde ikke vil være tale om vildledende eller urigtige signaler til markedet.⁵⁷

Bestemmelsen kan eksempelvis bruges til de såkaldte fake order eller daytradersager. Disse sager går ud på, at man indlægger fiktive ordrer på værdipapirer, som man aldrig har haft til hensigt at følge, og når så ordren har påvirket aktiekursen, handler man til fordel for sig selv og sletter efterfølgende den første ordre. Dette gøres for det meste af privatpersoner via netbankerne.⁵⁸

Bestemmelsen omfatter også tilfælde, hvor man køber eller sælger værdipapirer tæt ved markedets lukketid, således at de personer, der handler på grundlag af slutkursene på markedet vildledes. Dette kaldes "marking the close" eller "lukkebamse".⁵⁹

Også "wash trading sager" er indeholdt i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2. Dette vil sige, at man kontraherer med sig selv, eller med nærtstående parter, og transaktionen kommer dermed til at savne kommercielt præg.⁶⁰

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 3, har karakter af en opsamlingsbestemmelse. Her benytter man sig af fiktive indberetninger, eller andre former for bedrag eller påfund for at sende et vildledende eller urigtigt signal til markedet med henblik på, at påvirke kursen på værdipapirerne.⁶¹ Bestemmelsen vil formentligt blive brugt, hvor der er tale om proformahandler eller handler som sker baggrund af påfund eller bedrag.⁶²

⁵⁷ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 420

⁵⁸ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 422

⁵⁹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 420

⁶⁰ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 420

⁶¹ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 102

⁶² Hansen, Jesper Lau, værdipapirhandelsloven med kommentarer Bind 2, side 447

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 4 omhandler de situationer, hvor en eller flere aktører har en dominerende stilling i forhold til udbud og efterspørgsel på de pågældende værdipapirer og via denne stilling, er der derfor er risiko for, at kursdannelsen styres af disse aktører. Der er altså tale om et forbud mod misbrug af en dominerende stilling. Det er kun i de tilfælde, hvor den dominerende stilling misbruges til at sætte værdipapirets kurs på et kunstigt niveau, at der er tale om kursmanipulation.⁶³

§ 38, Stk.1, nr. 4 benyttes eksempelvis til det såkaldte "abusive squeeze", som indebærer, at en eller flere personer opnår en dominerende stilling og udnytter den således, at købs- og salgspriser bliver sat til et unormalt eller kunstigt niveau, eller at der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionerne, jf. værdipapirhandelsloven § 38, stk. 2, nr. 3.⁶⁴

Indikatorer på kursmanipulation

Værdipapirhandelsloven § 38 skal læses i sammenhæng med markedsmisbrugsbekendtgørelsen §§ 15 og 16 i forhold til, hvad der skal anses som handelsrelateret kursmanipulation. Bekendtgørelsens indikatorer i § 15 finder anvendelse i forbindelse med lovens § 38, stk. 1, nr. 2 og 4, mens indikatorerne i § 16 finder anvendelse i forbindelse med lovens § 38, stk. 1, nr. 3.

I forhold til værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2 og 4 skal der særligt lægges vægt på følgende, jf. markedsmisbrugsbekendtgørelsen § 15, stk. 2:

1. *Hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med værdipapiret på det pågældende regulerede marked, især når handelsordrerne eller transaktionerne medfører en betydelig ændring i kursen på værdipapiret.*
2. *Hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner foretages af personer med en betydelig købs- eller salgsposition i værdipapiret, og dette medfører betydelige ændringer i kursen på værdipapiret, et afledt værdipapir eller et underliggende aktiv, som er optaget til handel på et reguleret marked i EU/EØS eller tilsvarende udenlandske markeder.*
3. *Hvis de pågældende transaktioner ikke medfører ændringer i ejendomsretten til et værdipapir, som er optaget til handel på et reguleret marked i EU/EØS eller tilsvarende udenlandske markeder.*

⁶³ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 102-103

⁶⁴ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 103

4. Hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner omfatter modsatte positioner inden for en kort periode, når handelsordrerne eller transaktionerne udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med værdipapiret på det regulerede marked, og disse kan være forbundet med betydelige ændringer i kursen på værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked i EU/EØS eller tilsvarende udenlandske markeder.
5. Hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner er koncentreret inden for et kort tidsrum i handelsperioden, og dette midlertidigt fører til en kursændring, der efterfølgende ændres i modsat retning.
6. Hvis de pågældende handelsordrer medfører ændringer i oplysninger om bedste salgs- eller købskurs på et værdipapir eller i udseendet af den for markedsdeltagerne tilgængelige ordrebog, og handelsordrerne annulleres forinden transaktionen gennemføres.
7. Hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner foretages på eller omkring et bestemt tidspunkt, hvor referencekurser, afregningskurser og værdiansættelser beregnes, og dette fører til kursændringer, som påvirker beregningen af sådanne kurser og værdiansættelser.

Når det gælder de fiktive indberetninger af transaktioner og handelsordrer, som er omfattet af værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 3, er det indikatorerne i markedsmissbrugsbekendtgørelsen § 16, stk. 2, der især har betydning:

1. Hvis en person eller dennes nærtstående har udbredt vildledende oplysninger om et værdipapir før eller efter, at disse personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner med værdipapiret.
2. Hvis en person eller dennes nærtstående har udbredt investeringsanalyser vedrørende værdipapirer, der er fejlagtige, tendentiøse eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser, før eller efter at den pågældende person har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner med værdipapiret.

Accepteret markedspraksis

I værdipapirhandelsloven § 38, stk. 4 findes reglen om accepteret markedspraksis. Bestemmelsen går ud på, at en adfærd, som ellers efter værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1-3 vil anses som kursmanipulation alligevel ikke er det, hvis adfærden er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, og vedkommende har haft en legitim begrundelse for ordren eller transaktionen.⁶⁵ Stk.1, nr. 4 er ikke omfattet heraf, da der i dette nummer ikke findes krav om, at der sendes et vildledende eller urigtigt signal.

⁶⁵ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 104

Der er altså to ting der skal være opfyldt, før undtagelsen i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 4 finder anvendelse. Der skal være tale om en accepteret markedspraksis, og vedkommende skal have en legitim begrundelse for ordren eller transaktionen.

Markedsmisbrugsbekendtgørelsen §§ 17 og 18 indeholder lister med momenter, der kan føre til, at et forhold, der ellers ville falde ind under forbuddet mod kursmanipulation bliver accepteret.⁶⁶

For at der kan være tale om accepteret markedspraksis, skal der være tale om en praksis, som med rimelighed kan forventes på et eller flere finansielle markeder, og som er accepteret af den relevante kompetente myndighed, som i Danmark er Finanstilsynet.⁶⁷

Kravet om en legitim begrundelse er til for, at man ikke inden for rammerne af, hvad der anses som accepteret markedspraksis, kan afgive ordrer eller transaktioner, hvor man har haft hensigt til at manipulere med kursen. Hvis formålet med ordren eller transaktionen har været at manipulere med kursen, falder man altså ikke ind under undtagelsen i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 4.⁶⁸

Finanstilsynet skal godkende en adfærd, før der kan være tale om accepteret markedspraksis. Denne adfærd tager de stilling til efter høring af de relevante organisationer med tilknytning til værdipapirmarkedet.⁶⁹

Markedsmisbrugsbekendtgørelsen opstiller i § 17, stk. 2, de forhold der især skal tages stilling til i forbindelse med beslutningen om en adfærd kan betegnes som accepteret markedsadfærd:

1. *Behovet for at sikre, at markeds kræfterne på det pågældende marked kan fungere, og at der er et velfungerende samspil mellem udbud og efterspørgsel.*

⁶⁶ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 424

⁶⁷ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 425

⁶⁸ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 425

⁶⁹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 425

2. *Det relevante markeds strukturelle karakteristika, herunder hvorvidt markedet er reguleret, hvilke typer værdipapirer der omsættes på markedet, og hvilke markedsdeltagere (professionelle og/eller private investorer) der er aktive på markedet.*
3. *Hvor gennemslagslig den relevante markedspraksis er i forhold til hele markedet.*
4. *I hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på markedets likviditet eller effektivitet.*
5. *I hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på de væsentligste parametre for markedet, herunder omfanget af indvirkningen på den gennemsnitlige kurs for handelsperioden, den daglige slutkurs eller markedsforholdene i øvrigt.*
6. *I hvilket omfang der med den relevante markedspraksis tages højde for handelsmekanismerne på markedet, herunder om markedsdeltagerne gives mulighed for at reagere korrekt og rettidigt på den nye markedstilstand, som skyldes denne praksis.*
7. *Hvorvidt den relevante markedspraksis medfører fare for, at integriteten af direkte eller indirekte forbundne markeder for det pågældende lider skade, uanset om disse markeder er regulerede eller ej.*
8. *Resultatet af eventuelle undersøgelser af den relevante markedspraksis, som er gennemført af andre myndigheder, herunder om markedspraksis strider mod regler i lov, bekendtgørelse eller adfærdskodeks, som har til formål at forhindre markedsmisbrug på det pågældende marked eller et direkte eller indirekte forbundet marked.*

Der er på nuværende tidspunkt ikke truffet beslutning om en accepteret markedspraksis, men når der skal træffes en sådan beslutning, skal der anvendes en struktur i tre dele, jf. Finanstilsynets beslutning af 31. oktober 2005. Først fastlægges det, om der er tale om "activity" eller "practice". Såfremt der er tale om "activity", kommer det ikke videre i vurderingen. Hvis der er tale om "practice", går man videre til at undersøge om det umiddelbart falder ind under definitionen af kursmanipulation i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1. Her inddrages også indikationerne for kursmanipulation i markedsmisbrugsbekendtgørelsen § 17.⁷⁰ Til slut vurderes det så, om den bestemte "practice" skal have status som accepteret markedspraksis.

Værdipapirhandelslovens § 39

Selve forbuddet mod kursmanipulation findes i værdipapirhandelsloven § 39, stk. 1, hvor der står, at kursmanipulation eller forsøg herpå ikke må finde sted. Værdipapirhandlere og ansatte i virksomheder der handler med værdipapirer må dog loyalt udfø-

⁷⁰ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 427

re kunders ordrer uden selv at blive tiltalt for medvirken til kursmanipulation, jf. værdipapirhandelsloven § 39, stk. 2. De har dog indberetningspligt til Finanstilsynet, hvis de antager, at en transaktion er i strid med forbuddet. Ifølge værdipapirhandelsloven § 39, stk. 3, er transaktioner, der foretages af en suveræn stat, en suveræn stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker, eller en der handler på deres vegne, undtaget fra forbuddet, hvis det er et led i deres pengepolitik, valutapolitik, eller gældsforvaltningspolitik. Samtidig undtager værdipapirhandelsloven § 39, stk. 4 handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen, såfremt det sker i overensstemmelse med Kommissionens Forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003.⁷¹

Forsøg på kursmanipulation er selvstændigt kriminaliseret til forskel fra forbuddet mod insiderhandel. Det er altså ikke betingelse, at der er opnået eller tilsigtet opnået en økonomisk gevinst for at have opfyldt gerningsindholdet i værdipapirhandelsloven § 39, stk. 1.⁷²

Opsummering

Kursmanipulation blev som nævnt strafbelagt i 1996 med indførelsen af værdipapirhandelsloven. I 2003 blev markedsmisbrugsdirektivet vedtaget, da man fra EU's side fandt, at der var brug for yderligere regulering og harmonisering på værdipapirhandelsområdet. Hermed blev reglerne for kursmanipulation udvidet, hvilket også betød at reglerne i værdipapirhandelsloven blev ændret for at være i overensstemmelse med direktivet.

⁷¹ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 427

⁷² Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 428

Gennemgang af retspraksis

I de nedenstående afsnit vil værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1-4, blive forklaret lidt nærmere ved hjælp af retspraksis. Dette gøres for at få et overblik over, hvilke situationer af kursmanipulation, der falder ind under de forskellige dele af bestemmelsen.

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1 omhandler, som også tidligere gennemgået, kursmanipulation ved at udbrede oplysninger gennem medierne eller på andre måder, som er egnede til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet, efterspørgslen eller kursen på værdipapirer. Nedenfor vil et par domme blive gennemgået om dette nummer af bestemmelsen.

U2013.196 H:

En redaktør på et økonomisk tidsskrift blev tiltalt for kursmanipulation ved igennem længere tid at være kommet med anbefalinger om forskellige værdipapirer i tidsskriftet. Han selv ejede nogle af disse værdipapirer og fik en fortjeneste på baggrund af disse. Han havde ikke gjort tydeligt opmærksom på, at han selv havde en egeninteresse i de værdipapirer, som han anbefalede. Byretten anså handlingerne som værende kursmanipulation jf. værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1. Begrundelsen var, at der var tale om særdeles store beløb, og at der var tale om et systematisk handlemønster. Med baggrund i dette burde interessekonflikten være blevet gjort meget klart for læserne af tidsskriftet, hvilket ikke var tilfældet. Byretten idømte tiltalte en straf på 4 måneders ubetinget fængsel. Landsretten stadfæstede byrettens dom, dog med dissens. Højesteret skærpede straffen til 8 måneders fængsel, henset til de høje beløb, der var tale om, og den systematiske adfærd, der var udvist. De udtalte, at en sådan adfærd i betydeligt omfang havde været egnet til at skade tilliden til markedet.

Der var altså i denne sag tale om et forholdsvis klart eksempel på overtrædelse af værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1, og stk. 2, nr. 1. Tiltalte havde netop vildledt markedet ved ikke at gøre det klart, at han selv havde en væsentlig egeninteresse i de

værdipapirer, som han anbefalede læserne at investere i. Denne form for kursmanipulation kaldes også scalping og er tidligere blevet gennemgået.

Anklagemyndigheden havde under sagen forsøgt at få forelagt sagen for EU-Domstolen, men det havde Højesteret afslået, da de mente, at der i hver enkelt sag skal tages konkret stilling til, om en eventuel interessekonflikt er blevet afsløret over for aktørerne på markedet, og derfor mente Højesteret ikke, at der var tvivl om den direktivbestemmelse, som værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1 bygger på, og derfor skulle den ikke forelægges EU-Domstolen.

Højesteret kom også frem til, at tiltalte isoleret set havde overtrådt værdipapirhandelsloven § 28 b, som omhandler interessekonflikter når man anbefaler eller udsteder værdipapirer. Højesteret kom dog frem til at gerningsindholdet i § 28 b, er indeholdt i § 38, stk. 2, nr. 1, hvorfor der ikke forelå nogen selvstændig domfældelse for denne bestemmelse.

Som det ses, skærpede Højesteret byrettens og landsrettens dom med begrundelsen, at strafferammen i værdipapirhandelsloven § 94 er fastsat på samme måde som berigelsesforbrydelserne i straffeloven, da de har nær sammenhæng, og at kursmanipulation med egen vinding for øje er en særligt skærpende omstændighed. Samtidig nævnes også den meget systematiske måde, som det var foretaget på, som skærpende.

Det ses altså ud fra Højesterets noget strenge vurdering af sagen, at man formentlig fra Højesteret har ville sætte et ret klart eksempel på, at kursmanipulation ikke tolereres, og hvis det er sket for egen vindings skyld taler det i en særdeles skærpende retning.

U2003.1467H:

Tiltalte blev fundet skyldig i overtrædelse af værdipapirhandelslovens tidligere bestemmelser om kursmanipulation, som var § 39, stk. 1, jf. § 34, stk. 3, nr. 1. § 34, stk. 3, nr. 1, svarer i store træk til § 38, stk. 1, nr. 1 i den nugældende lov.

Tiltalte havde gennem en fax i en 7/11 butik, sendt en urigtig oplysning om, at et stort medicinalfirma ville byde på 51 % af aktierne i et forsikringsselskab. Yderligere angav han, hvad kursen på aktien forventes at blive. Dette sendte han så til to dagblade på et brevpaper fra en uden-

landsk bank. Tiltalte ejede selv en post på 1.600 aktier i forsikrings-selskabet. Byretten fastsatte tiltaltes straf til ubetinget fængsel i to måneder. Østre Landsret forhøjede straffen til 6 måneders fængsel. Dommen blev anket til Højesteret, som var enig med både byretten og landsretten i, at dommen skulle være ubetinget. De mente dog, at landsretten dom var fastsat for hårdt, og de valgte at nedsætte straffen til tre måneders fængsel. En del af begrundelsen for dette var, at kursmanipulationen var udført på en uprofessionel måde.

Denne dom er, som antydnet i domsreferatet, fra før ændringen af værdipapirhandelsloven i 2004. Der er dog, som gennemgået ovenfor, ikke stor forskel på det indholdsmæssige i den dagældende værdipapirhandelslov § 34, stk. 3, nr. 1 og den nugældende værdipapirhandelslov § 38, stk. 1, nr. 1, hvorfor denne dom stadig er relevant.

Her er der igen tale om et forholdsvis klart tilfælde af kursmanipulation ved hjælp af oplysninger. Den telefax, som den tiltalte sendte, havde været egnet til at påvirke kursen på de pågældende værdipapirer i markedet, hvilket man kom frem til i alle tre instanser. Landsretten dømte i denne sag til 6 måneders ubetinget fængsel, som Højesteret dog nedsatte til 3 måneders ubetinget fængsel. Højesteret lagde i skærpende retning vægt på, at den tiltalte ved at bruge en banks brevpapir til at sende telefaxen på, havde udspremt en oplysning, som i betydelig grad var egnet til at påvirke kursen på værdipapiret. De lagde på den anden side, som formildnende omstændighed til grund, at det var noget uprofessionelt udført.

I denne dom dømte Højesteret altså ikke ligeså strengt som i den ovenfor gennemgåede dom, hvilket der kan være flere forklaringer på. Først og fremmest ses det, at Højesteret lagde vægt på den uprofessionelle måde, hvorpå kursmanipulationen var udført, og det tyder på, at Højesteret har ment, at de dagblade, der trykte historien, burde have gennemskuet, at der ikke var tale om en reel meddelelse. Der er heller ikke tale om den samme systematiske adfærd og store summer, som i den anden sag. Samtidig kan det også spille ind, at der er ca. 10 år mellem de to domme er blevet afsagt, og at man har ønsket at slå hårdere ned på kursmanipulation, specielt efter området er blevet harmoniseret ved markedsmissbrugsdirektivet.

Som det ses af det ovenstående, er det altså, som bestemmelsen også siger, de sager, hvor man udbreder oplysninger, der er egnede til at påvirke kursen på markedet, som er omfattet af § 38, stk. 1, nr. 1. Såfremt man udbreder oplysninger, som i sig selv kan være reelle nok, men hvor man selv har en interesse i, hvordan kursen udvikler sig, er det meget vigtigt, at denne interessekonflikt bliver gjort fuldstændig klar for markedet, såfremt man ikke ønsker at blive dømt for kursmanipulation.

Det ses dog også, at det kan være svært at finde ud af præcis hvilke handlinger, der falder ind under værdipapirhandelsloven § 38, stk.1, nr. 1 i og med, at anklagemyndigheden i den ene sag havde bedt om at få forelagt sagen for EU-Domstolen for at præcisere dette. Højesteret mente, dog ikke at det var nødvendigt, men det tegner et billede af, at der kan være tvivl om, hvordan bestemmelsen skal forstås.

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2

Ved kursmanipulation kan blandt andet forstås transaktioner og handelsordrer, der er egnede til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer, jf. § 38, stk. 1, nr. 2, hvilket også er nærmere gennemgået tidligere. Under denne kategori af kursmanipulation, findes ofte de såkaldte daytrader sager og sager om wash trading, hvilket også kan ses i den følgende gennemgang af domme.

TfK2008.638V:

Tiltalte blev dømt for overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, jf. § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 2, i tre tilfælde. De tre overtrædelser skete ved det såkaldte daytrading. Dette ved at have indlagt en salgsordre på mindre likvide aktier, hermed faldt kursen, hvorefter den tiltalte skyndte sig at købe aktierne til den lavere kurs, for herefter igen af slette sin salgsordre, så kursen igen steg. I tilfælde, hvor der var tale om det modsatte, hvor tiltalte indlagde en købsordre, for dermed at få kursen til stige for med det samme herefter at sælge sine aktier i selskabet til den højere kurs, og herefter slette købsordren, så aktiekursen igen faldt. Disse transaktioner havde givet ham en fortjeneste på 4.400 kroner. I byretten blev tiltalte straffet med 30 dages fængsel, som retten valgte at gøre betinget, samt en konfiskation af fortjenesten. Dommen ankedes til landsretten, som ved deres afsigelse kom frem til, at de 30 dages fængsel skulle gøres ubetinget, da tiltaltes handlinger havde været med til, at

skade tilliden til værdipapirhandelsmarkedet. Dommen afsagdes med dissens, hvor et mindretal mente, at byrettens dom burde stadfæstes.

Dommen er et klart eksempel på en daytrader sag. I disse sager indlægges der en salgsordre i et selskab, hvor vedkommende allerede har aktier. Indlæggelsen af salgsordren medfører da, at kursen påvirkes i en nedadgående retning, som dermed betyder, at prisen på aktierne falder. Vedkommende kan da købe aktier i selskabet til en lavere kurs, end der ellers havde været mulighed for. Når aktierne så er købt, slettes salgsordren igen, hvormed kursen igen vil kunne stige. Den omvendte metode er også en løsning, når man taler om daytrader sager. I disse tilfælde vælger man i stedet at indlægge en købsordre i et selskab, hvor vedkommende allerede har aktier. Efter indlæggelsen af købsordren, vil kursen ofte stige grundet den stigende efterspørgsel på aktien. Når kursen på aktien således er steget, sælger vedkommende dennes aktier til den stigende kurs for dermed at få en bedre pris for aktierne. Herefter slettes købsordren, således at kursen dermed igen falder grundet den faldende efterspørgsel.

Som det ses af domreferatet så har tiltaltes indlæggelse af både købs- og salgsordrer, været egnet til at vildlede markedet om et selskabs aktiekurs. Dette ved at få markedet til at tro, at efterspørgslen var enten stigende eller faldende, alt efter om han havde lagt en købs- eller salgsordre ind, for dermed at udnytte markedets vildfarelse til egen fordel. Vestre Landsret kom også i deres begrundelse frem til, at kursmanipulation gennem transaktioner og afgivelse af handelsordrer under nogen omstændigheder kan give et misvisende billede af kursen på værdipapiret, og kan dermed være med til at skade tilliden til, at prisdannelsen på markedet sker på en ordentlig og redelig måde. Det landsretten mener er altså, at indlæggelse af disse købs- eller salgsordrer, som er kendetegnende for daytrading, kan være med til at give markedet et misvisende billede af kursen, hvilket kan være et problem i forhold til den gennemsigtighed, som ønskes i markedet.

U2009.87Ø:

Tiltalte fandtes skyldig i overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation i værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, § 38, stk. 1, nr. 2, jf. § 94, stk. 1. Dette da vedkommende i tre tilfælde, havde solgt aktier og dermed opnået en gevinst på over 10.000 kroner. Byretten fandt tiltalte skyldig i overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation, ved at tiltalte havde

foretaget kursmanipulation gennem sine handlinger, der gav urigtige og vildledende signaler om kursen på de aktier, som blev handlet, i en retning, der afveg fra deres værdi i markedet. Tiltalte blev idømt 50 dages ubetinget fængsel. Byretten fandt ingen grund til, at gøre straffen betinget og lagde vægt på de to Højesteretsdomme, som tilkendegav at ubetinget fængsel i almindelighed er påkrævet for at modvirke denne form for kriminalitet. Østre Landsret mente ikke, at der forelå nogen særlige omstændigheder, der gjorde, at byrettens dom skulle fraviges, og dommen stadfæstedes derfor.

Der er tale om en daytrader sag, ved at tiltalte havde indlagt købsordre på aktier i et selskab, for dermed at skulle sælge de aktier, han allerede havde til en højere kurs for dermed igen at slette købsordren. I denne sag var der dog manipuleret for et større beløb, og derfor blev tiltalte straffet med ubetinget fængsel i 50 dage.

U2009.1695Ø:

Dommen omhandler en 52-årig mand, der 86 gange i løbet af tre uger havde indlagt falske ordrer på et bestemt værdipapir med henblik på at manipulere med aktien. Sagen var dog atypisk, idet den tiltalte havde udført de manipulerende handlinger i forbindelse med et aktiespil på nettet, hvor han ønskede, at de aktier han havde spillet på skulle stige, men altså ikke fik anden vinding ud af det. Byretten kom frem til, at tiltalte skulle dømmes for kursmanipulation, da de handlinger, han havde foretaget, var egnede til at påvirke kursen på markedet, også selv om han havde foretaget dem i forbindelse med det aktiespil han var med i. De dømte ham til 50 dages fængsel. De kom dog frem til at straffen skulle gøres betinget pga. den særlige situation. Landsretten var enig i strafudmålingen fra byretten, men gjorde straffen ubetinget, da de ikke mente, der var forhold, der kunne medføre, at udgangspunktet om ubetinget straf, som Højesteret tidligere havde udtalt i to andre sager, kunne fraviges. Dette begrundede de med, at de handlinger, han havde foretaget, havde været egnede til at skade tilliden til markedet, og der var ikke andre grunde, der kunne begrunde en fravigelse af udgangspunktet om ubetinget straf.

Denne dom viser, hvordan retten særligt lagde vægt på, at tiltaltes handlinger havde været med til, at kunne påvirke kursen i en retning, der afveg fra kursen i markedet, hvilket var en overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2. Byretten

kom i deres begrundelse også frem til, at tiltaltes handlinger havde været egnede til at give urigtige og vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på aktien, hvilket betød, at tiltalte havde handlet kursmanipulerende i henhold til § 38, stk. 1, nr. 2.

TfK2011.428 er et eksempel på en sag om daytrading, hvor man valgte ikke at give tiltalte en ubetinget fængselsstraf, selvom vedkommende fandtes skyldig i overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2.

Tiltalte blev fundet skyldig i overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, jf. § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 2, ved i forbindelse med sit arbejde at have indlagt købs- og salgsordrer for lige herefter at have købt eller solgt aktier i samme selskab, for derefter igen at have slettet købs- og salgsordrerne. Aktiekurserne blev derved påvirket, og tiltalte endte med at opnå en samlet fortjeneste på omkring 11.000 kroner. Herefter valgte banken, hvori han var ansat at fyre den tiltalte. Byretten endte med at idømme tiltalte fængsel i 50 dage. Byretten valgte at gøre dommen betinget med begrundelse i tiltaltes gode personlige forhold, og de alvorlige konsekvenser sagen havde haft for denne. I stedet skulle tiltalte udføre samfundstjeneste. Vestre Landsret afsagde dommen med dissens. Tre af dommerne mente, at straffen burde gøres ubetinget, med henvisning til Højesterets praksis, som beskriver, at ubetinget straf som udgangspunkt er nødvendigt for at modvirke kursmanipulation. Tre dommere mente, at dommen burde stadfæstes med henvisning til de alvorlige konsekvenser sagen havde haft for tiltalte. Landsretten endte med at stadfæste byrettens dom.

I denne dom havde tiltalte begået daytrading ved både at have indlagt købs- og salgsordrer for dermed at sælge aktierne dyrere og købe aktierne billigere, for igen at slette købs- og salgsordrerne. Disse handlinger havde været med til at give urigtige og vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapiret. Dette da tiltalte ved at indlægge disse forskellige ordrer, havde givet markedet et indtryk af enten en stigende eller faldende kurs på aktien, som dermed også havde fået andre til enten at købe eller sælge.

Som det også tydeligt fremgår af de ovenstående domme, så er det sager omhandlende daytrading, der særligt falder ind under værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2. Dette da de tiltaltes handlinger har været egnede til, at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på aktien. Dermed har de kunnet påvirke kursen til deres egen fordel, så de har kunnet købe aktier billigere eller sælge dem til en højere pris end tidligere. Fælles for de fleste af dommene er, at det er privatpersoner som begår denne form for kursmanipulation inden for hjemmets fire vægge. Ofte er det heller ikke store beløb, som de tiltalte ender ud med i fortjeneste, men ikke desto mindre blev tre ud af de fire tiltalte i de ovenstående domme idømt en ubetinget fængselsstraf.

Udover daytrader sagerne findes der også under stk.1, nr. 2, de såkaldte wash trading sager, som også tidligere er gennemgået. Disse sager omhandler transaktioner og handelsordrer, der sker i form af selvkontrahering eller kontrahering mellem nærtstående parter, eller parter der handler i forståelse med hinanden, hvilket bevirker at handlingen ikke har et kommercielt formål.⁷³

U2001.578H:

Dommen omhandler kursmanipulation i flere tilfælde, hvor den manipulerende handling skete ved, at tiltalte både optrådte som sælger og køber af forskellige værdipapirer. Tiltalte optrådte gennem et pengeinstitut som både køber og sælger, men der blev også foretaget køb og salg mellem tiltalte og et af ham 100 % kontrolleret selskab, og mellem to 100 % kontrollerede selskaber. Dette fik kursen til at stige væsentligt i forhold til kursen i markedet. Tiltalte blev dømt for overtrædelse af den tidligere værdipapirhandelslov § 34, stk. 3, nr. 3. Sagen kom helt til Højesteret, som udtalte, at da handlerne som tiltalte, havde foretaget med sig selv, ikke var blevet oplyst til markedet, så var der tale om kursmanipulation.

Denne dom er et eksempel på en wash trading sag. Dommen er afsagt før implementering af markedsmisbrugsdirektivet, men da handlingen stadig er strafbar efter værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1., nr. 2, ville dommen sandsynligvis få samme resultat i dag. Før implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet var det et krav, at markedet var blevet bekendt med handlingen, hvis der ikke skulle foreligge kursmanipulation.

⁷³ Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, side 420

Det var netop det skjulte fra markedet, der kunne anses som værende de urigtige og vildledende signaler i markedet. Efter implementeringen er det ikke længere nok, at markedet er bekendt med handlingen for, at der ikke længere er tale om kursmanipulation, men dette indgår i stedet som en del af vurderingen, af om der foreligger kursmanipulation. Såfremt der er tale om normal forretningsmæssig praksis, og der foreligger legitime grunde for dette, vil handlerne sandsynligvis ikke kunne anses som værende kursmanipulation.⁷⁴

Der findes en del utrykt retspraksis omhandlende wash trading. En af dommene vil blive gennemgået nedenfor.

Utrykt dom fra Københavns Byret af 9. september 2009.

Denne dom omhandler kursmanipulation foretaget ved, at tiltalte havde optrådt som både køber og sælger af et selskabs aktier. Dette selskab var tiltalte selv administrerende koncerndirektør i. Byretten fandt tiltalte skyldig i overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2, idet det blev fundet bevist, at der var tale om bevidste handlinger, som havde til formål at vise, der var omsætning i aktierne over for flere uafhængige investorer. Disse handlinger havde været egnede til at påvirke kursen, og tiltalte blev idømt 120 dages betinget fængsel og en bøde på 10.000 kroner.⁷⁵

I denne dom var der tillige tale om en wash trading sag, i og med tiltalte havde optrådt som både køber og sælger, hvilket havde været vildledende over for markedet. Der findes som nævnt andre utrykte domme, som også omhandler wash trading. Disse sager er relativt ens og de resterende sager vil derfor ikke blive gennemgået.

Som det ses af de to ovenstående domme, så kan værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2 være overtrådt, hvis man vælger at handle med aktier, hvor man både optræder som køber og sælger. I vurderingen af hvornår denne overtrædelse foreligger, er det relevant at se på, om markedet har været bekendt med den foretagne handling, og samtidig skal det også vurderes, om der er tale om en forretningsmæssig begrundet handling.

⁷⁴ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 118

⁷⁵ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 117

En anden vigtig dom, som omhandler § 38, stk. 1, nr. 2 er gennemgået i det nedenstående.

Utrykte domme fra Retten i Hjørring af 8. marts 2013 og Vestre Landsret af 4. april 2014:

To direktører og tre ansatte fra EBH bank og Sparekassen Himmerland var tiltalt for kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed, efter værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 2 og nr. 4. Dette ved at indgå en fælles aftale om, at de skulle købe hinandens aktier, for et beløb på 7 millioner kroner.

Ved retten i Hjørring blev det fundet bevist, at der havde været tale om kursmanipulation. Retten fandt at aftalen mellem de to banker, havde karakter af transaktioner og handelsordrer, som var egnede til at give vildledende signaler om efterspørgslen efter sparekassen Himmerlands aktier, da aftalen var skjult for de andre markedsaktører. De tiltalte fandtes derfor skyldige i overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 2.

Handelsordrerne og transaktionerne var egnede til at påvirke kursen i en retning, der afveg fra værdien i markedet, så den dermed lå på et unormalt niveau, som beskrevet i værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 4, men de blev dog ikke dømt efter denne bestemmelse.

Retten endte med, at finde at alle de tiltalte havde haft forsæt til kursmanipulation. De to bankdirektører idømtes 5 måneders ubetinget fængsel, mens de tre ansatte i banken blev idømt 3 måneders ubetinget fængsel, da de havde handlet efter ordre. Sagen ankedes til landsretten.

Vestre landsret afsagde dom den 4. april 2014. Anklagemyndigheden havde påstået dom i overensstemmelse med dommen fra første instans og skærpelse heraf. De tiltalte påstod frifindelse. Retten fandt ikke, at de foretagne transaktioner eller handelsordrer var med til at sikre at kursen lå på et kunstigt eller unormalt niveau. Derfor frifandtes alle de tiltalte for overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 4. Retten fandt det heller ikke bevist, at EBH banks indlæggelse af bud til kurs 600, var egnet til at give urigtige og vildledende signaler om udbuddet og efterspørgselen af Sparekassen Himmerlands aktie. Dermed frifandtes de tiltalte også for overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 39, stk.1, jf. § 38, stk. 1, nr. 2.

Byrettens dom ændredes således til frifindelse af alle tiltalte i sagen.

Som det ses af domsreferatet, så kom byretten frem til, at de tiltalte skulle dømmes for § 38, stk. 1, nr. 2, da de mente, at den aftale, der var indgået mellem EBH bank og Sparekassen Himmerland havde været skjult for markedet, og ikke var udtryk for en reel aftale. Dermed havde transaktionerne været egnede til at vildlede markedet. Landsretten kom derimod frem til, at der var tale om en reel aftale, som var udtryk for almindelig forretningsmæssig adfærd. Da handlingen dermed ikke havde været retsstridig fandt landsretten ikke, at der havde været tale om kursmanipulation, hvorfor samtlige tiltalte blev frikendt. Det ses altså, at det kan være svært at bedømme, hvornår en handling er retsstridig, og dermed er en overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation.

Det tyder generelt på, at det er svært at bedømme, hvilke handlinger, der anses som værende kursmanipulation efter § 38, stk. 1, nr. 2. Det kan være svært at gennemskue, hvornår en handling vil blive anset som værende reel, og hvornår den vil blive anset som værende kursmanipulation, hvilket meget tydeligt ses i sagen om EBH bank og Sparekassen Himmerland.

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 3

Ved kursmanipulation kan også forstås transaktioner eller handlinger, hvorved der benyttes fiktive indberetninger eller anden form for bedrag eller påfund, som dermed kan være egnet til at påvirke kursen på et værdipapir i en retning, som afviger fra disses værdi i markedet, jf. værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 3. Som også tidligere nævnt betragtes handling nummer tre som værende § 38's opsamlingsbestemmelse, og dermed den bestemmelse som en handling kan puttes ind under, hvis den ikke passer på et af de andre numre.

At der er tale om en opsamlingsbestemmelse kan også ses i måden, hvorpå bestemmelsen er formuleret. Der er tale om en mere løs og vag formulering, som dermed kan gøre det nemmere at få en eventuel kursmanipulerende handling til at passe derind under.

Da der som ovenfor beskrevet er tale om § 38's opsamlingsbestemmelse, har den heller ikke været anvendt særligt meget i forbindelse med afsigelse af domme om kurs-

manipulation. Det har ikke været muligt at finde nogle trykte domme, hvor denne del af bestemmelsen er anvendt til at dømme for kursmanipulation.

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 4

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 4, omhandler situationen, hvor en eller flere personer bruger en dominerende stilling til at holde kursen på et værdipapir på et unormalt eller kunstigt niveau. Det har ikke været muligt at finde nogen trykte domme om denne del af bestemmelsen, men der findes en utrykt dom fra Hjørring Byret fra den 13. juni 2013, hvor der sker domfældelse for § 38, stk. 1, nr. 4. Dommen er dog anket til landsretten, så det er ikke muligt at sige noget om, hvad det endelige resultat vil blive.

Dommen omhandler en aftale indgået mellem EBH bank og selskabet Trifork A/S. Aftalen gik ud på, at EBH bank skulle sørge for, at kursen på Triforks aktier skulle stige fra ca. kurs 7,2 til et kursniveau mellem 8 og 8,5 ved at opkøbe aktier i Trifork. Der var indgået en såkaldt market-maker aftale mellem EBH bank og Trifork, men denne havde ikke været tilstrækkeligt oplyst for markedet. Byretten i Hjørring kom frem til, at både Trifork som selskab og ledende medarbejdere i EBH bank, skulle dømmes for såvel værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2 og nr. 4. Dette på grund af, at det ikke var markedet, der bestemte kursopsvinget på Triforks aktier, men derimod den aftale, der var indgået mellem EBH bank og Trifork, og det var ikke gjort tilstrækkelig klart for markedet. Samtidig kom byretten frem til, at EBH bank på tidspunktet for opkøbet af aktierne blev en dominerende aktør på markedet, og det var ikke på grund af markedsforholdene, at EBH bank fik den dominerende stilling, men derimod et ønske fra deres side. Deres opkøb havde derfor medført at kursen kom til at ligge på et kunstigt eller unormalt niveau.

Byretten dømte altså for både værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2, og nr. 4. Det er domfældelsen for nr. 4, der fokuseres på her. Byretten udtalte, at nr. 4 er indsat således, at det ikke skal kunne lade sig gøre for enkelte aktører at påvirke kursen på markedet på grund af deres dominerende stilling. Når udbud og efterspørgsel på et værdipapir er koncentreret hos en enkelt eller få parter, vil der ikke som i en normal markedssituation være modsatrettede interesser i forbindelse med udbud og efter-

spørgsel på værdipapiret, og dermed vil der være risiko for at kursen på markedet kontrolleres af den eller de dominerende aktører.

I denne sag stod EBH bank, i den for dommen relevante periode, for henholdsvis 46 %, 48 % og 82 % af det samlede køb af Trifork-aktier. Som det ses i domsreferatet, så var det ikke markedsforholdene, der førte til, at EBH bank fik en dominerende stilling i markedet, men derimod den aftale der var indgået mellem EBH bank og Trifork. Da byretten ikke anså den aftale, der var indgået mellem EBH bank og Trifork som værende normal eller legal blev de tiltalte dømt for § 38, stk. 1, nr. 4.

Det er svært at sige noget generelt om værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 4, da det ikke har været muligt at finde forskellig retspraksis at gå ud fra. Men ud fra den gennemgæede dom, må man forvente, at der for, at en aktør kan blive anset som havende en dominerende stilling må være tale om, at den enkelte eller de få, der har den dominerende stilling skal foretage en forholdsvis stor del af handlerne med de pågældende værdipapirer. Der er derfor igen tale om en bestemmelse, der er svær at forudsige, hvornår man har overtrådt, da det er svært at sige, hvor stor en procentdel af handlerne, der skal være tale om, før det bliver anset for en dominerende stilling.

Egnetheds- og væsentlighedskriteriet

Nedenfor vil egnetheds- og væsentlighedskriteriet blive gennemgået. Dette da egnethedskriteriet er en del af værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, hvor det netop beskrives at handlingerne i stk.1, nr. 1-4 skal være egnede til at påvirke kursen på værdipapirer, så der afviger fra kursen i markedet. Det er interessant at undersøge, hvad der ligger i dette kriterium. Selvom der ikke længere er et krav om en væsentlig kursændring i § 38, så undersøges det, om der stadig foreligger en form for væsentlighedskriterium, som har betydning i vurderingen af, om en handling kan anses som kursmanipulerende.

Nedenfor er også straffelovens § 1 gennemgået. Dette fordi, det er nødvendigt med en forståelse af bestemmelsen, da denne er relevant i forhold til nogle af de nedenstående diskussioner.

Straffelovens § 1

Straffelovens § 1 beskriver, hvordan straf kun kan pålægges for forhold, hvor strafbarheden er hjemlet i loven, eller som må ligestilles hermed. Denne bestemmelse kaldes også for legalitetsprincippet, og er egnet til at beskytte borgeren mod at blive uretmæssigt dømt. Beskyttelsen kan kun opnås, såfremt det er muligt for borgeren at kunne se, hvad der er strafbart. Dette kræver en forholdsvis klart formuleret strafbestemmelse, hvor det er tydeligt, hvilke handlinger der straffes for. Der findes altså et skærpet hjemmelskrav, når der er tale om strafbestemmelser.

Den danske grundlov indeholder ingen bestemmelser om, at straffelovgivningen skal være klar og præcis. Derfor må der søges mod Den Europæiske Menneskerettighedskonvention, hvor der i artikel syv kan indfortolkes et krav om klar og præcis formulering af straffebestemmelserne⁷⁶. Der må altså være et krav om en præcis formulering af straffebestemmelserne, så borgerne kan se, hvad de kan blive straffet for. Dette gælder især i de tilfælde, hvor der ikke ses så meget på tiltaltes formål eller hensigt med handlingen, og hvor man derved kan blive dømt for noget strafbart uden at have haft hensigt hertil. Det er derfor relevant at se på, om der i forbindelse med forbuddet mod kursmanipulation lægges vægt på formålet og om der er tale om en klar og tydelig bestemmelse.

Egnethedskriteriet

I værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, er det såkaldte egnethedskriterium nævnt. Der er tale om et overordnet egnethedskriterium, og dette finder anvendelse på alle fire tilfælde, hvor der kan foreligge kursmanipulation i § 38, stk. 1, nr. 1-4. Egnethedskriteriet beskriver det forhold, at en handling skal være egnet til at påvirke kursen for den handling vil kunne betragtes som ærende kursmanipulation. Det vil altså sige, at

⁷⁶ Nielsen, Gorm Toftegaard, Strafferet 1 – ansvaret, side 36 – 38

der ikke er noget krav om, at der sker en egentlig kursændring, men det er nok, at handlingen er egnet til at påvirke kursen.

Værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1 indeholder i nr. 1 og 2 endnu et egnethedskriterium. Dette kriterium går ud på, at udbredelsen af oplysninger i nr. 1 og transaktionerne og handelsordrerne i nr. 2 skal være egnede til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet, efterspørgslen eller kursen på værdipapirer. Der er dermed tale om et dobbelt egnethedskriterium, da både det overordnede egnethedskriterium og det netop omtalte egnethedskriterium skal være opfyldt, før der kan være tale om kursmanipulation.

Som David Moalem og Nis Jul Clausen⁷⁷ nævner, så vil en større handel meget ofte have indvirkning på kursen på et værdipapir, da det er sådan markedet fungerer. Der er således udelukkende tale om kursmanipulation i de tilfælde, hvor handlen er egnet til at påvirke kursen således, at det fraviger fra den kurs, der svarer til værdien i markedet.

Objektiveret bedømmelse?

Det er væsentligt at undersøge, hvorvidt det har betydning for egnethedskriteriet, om der skal lægges vægt på tiltaltes formål eller hensigt med den kursmanipulerende handling. Dette er væsentligt, da det har betydning for, om der skal lægges vægt på tiltaltes subjektive tilregnelser eller om der skal ses mere objektivt på kursmanipulationsbestemmelsens indhold.

I forarbejderne til værdipapirhandelsloven fra 2004⁷⁸ fastslås det, at der ikke skal lægges vægt på om formålet med handlingen er at manipulere med kursen. Her lægges der altså udelukkende vægt på om handlingen har været egnet til at have en særlig indvirkning på kursen. Efter forarbejderne er der således tale om en objektiveret bedømmelse af, hvornår forbuddet mod kursmanipulation er overtrådt.

⁷⁷ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 95

⁷⁸ Lovforslag L 13, FT 2004-05, de specielle bemærkninger til § 38

David Moalem og Nis Jul Clausen⁷⁹ rejser spørgsmålet om det kan være problematisk for retssikkerheden, at formålet med handlingen ikke tages i betragtning når det afgøres, om der er tale om kursmanipulation.

Jesper Lau Hansen⁸⁰ mener også, at den subjektive tilregnelse hos den handlende skal tillægges betydning. Han anser det som værende tvivlsomt, om man kan se bort fra den subjektive tilregnelse, når der er tale om en strafbestedelse med en så betydelig strafferamme som kursmanipulation. Jesper Lau Hansen⁸¹ nævner også i en artikel, at han ikke mener, at den subjektive tilregnelse bliver irrelevant, selvom det er, hvad der er fremhævet i både forarbejderne til værdipapirhandelsloven og i forslaget til markedsmissbrugsdirektivet. Han mener, at der også i EU vil være en interesse for at tage hensyn til retssikkerheden, hvorfor man ikke kan se bort fra denne, når en bestemmelse skal fortolkes.

EU-Domstolen har i en dom fra 2009⁸² fremhævet, at EU-rettens effektivitet må vige for hensynet til grundlæggende rettigheder, der specielt vil gælde strafferetlige bestemmelser. Dommen omhandler insiderhandel, men vil på grund af at insiderhandel og kursmanipulation begge er en del af, hvad der anses som markedsmissbrug ligeledes være relevant for kursmanipulation. Jesper Lau Hansen mener altså, at det må være muligt at tilgodese hensyn til retssikkerheden, ved at der i en vis grad må lægges vægt på den handlendes subjektive tilregnelse, samtidig med, at en effektiv efterlevelse af forbuddet mod kursmanipulation finder sted. Jesper Lau Hansen er dermed ikke helt enig med forarbejderne til loven om, hvordan bestemmelsen skal fortolkes. Forarbejderne lægger netop meget vægt på en objektiveret bedømmelse af den eventuelt kursmanipulerende handling, hvor Jesper Lau Hansen mener, at det stadig er nødvendigt at se på den subjektive tilregnelse hos den handlende. Hvis man skal tage udgangspunkt i den objektiverede bedømmelse som forarbejderne lægger op til er det nødvendigt, at der er tale om en klar og tydelig formuleret lovhjemmel, for at være i overensstemmelse med straffelovens § 1.

⁷⁹ Clausen, Nis Juel og Moalem, David, NTS 2009:4, side 96

⁸⁰ Hansen, Jesper Lau, værdipapirhandelsloven med kommentarer Bind 2, side 435-436

⁸¹ Hansen, Jesper Lau, NTS 2010:1, side 150

⁸² EU-Domstolens dom af 23. december 2009 i sag C-45/08, Spector

Delkonklusion

Hermed kan det fastslås, at en ændring i kursen ikke er nødvendig for, at der er tale om kursmanipulation. Der er således kun et krav om, at handlingen skal være egnet til at påvirke kursen i en retning der afviger fra prisen i markedet. Ved siden af kravet om egnethed, diskuteres det, om der skal lægges vægt på hensigten eller formålet med den handling der skal være egnet til at påvirke kursen. Selvom forarbejderne lægger op til en objektiveret bedømmelse af de manipulerende handlinger, må der i en vis grad skulle lægges vægt på den handlendes formål med gerningen, da strafferammen for kursmanipulation er forholdsvis høj. Dette kan medføre nogle retssikkerhedsmæssige problemer for de tiltalte, i og med de kan blive straffet hårdt uden at have haft til hensigt at begå noget strafbart.

Væsentlighedskriteriet

I den tidligere lov fra 1996⁸³ fandtes ud over egnethedskriteriet tillige et væsentlighedskriterium, som gik ud på, at kursen på værdipapirerne skulle afvige væsentligt fra værdien i markedet før, der kunne være tale om kursmanipulation. Dette blev dog ændret ved en ændring i loven i 1998⁸⁴, hvor man fjernede kravet om, at kursen skulle afvige væsentligt, til at den nu kun skal være egnet til at påvirke kursen. Denne del af bestemmelsen er ikke siden ændret.

Der kan stilles spørgsmål ved, om der i dag stadig findes en vis form for væsentlighedskriterium. Dette er blandt andet kommet til udtryk i forsvarernes procedure i byrettens dom i sagen mod EBH bank og Sparekassen Himmerland den 8. marts 2013. Dommen er refereret på side 38. Forsvarerne i sagen henviser til, at der må indfortolkes et væsentlighedskriterium i handlingen før der kan være tale om kursmanipulation. Blandt andet nævner de gennemførelsesdirektivets artikel 4, litra a, som er et af de signaler, der skal tages hensyn til, når det skal vurderes, om der foreligger kursmanipulation. I dette nævnes det, at der skal foreligge en betydelig ændring af kursen for, at artiklen er opfyldt. Forsvarerne anser dette for at betyde, at der skal foreligge en

⁸³ Lov 1995-12-20 nr. 1072 om værdipapirhandel mv.

⁸⁴ Lov 1998-06-26 nr. 414 om ændring af lov om værdipapirhandel mv.

væsentlig ændring af kursen for, at en handling kan betragtes som værende kursmanipulation.

Forsvarernes redegørelse for, at der stadig foreligger et væsentlighedskriterium, underbygges af Jesper Lau Hansen⁸⁵. Han mener, at kravet om at der skal foreligge egnethed, i sig selv indeholder et krav om, at der skal foretages en væsentlighedsvurdering. Dette da uvæsentlige handlinger slet ikke vil kunne anses som værende egnede til at påvirke kursen.

Som beskrevet ovenfor skal egnethedskriteriet ses i sammenhæng med væsentlighedskriteriet i og med en handling ikke kan være egnet til at påvirke kursen, såfremt den er helt uvæsentlig. Såfremt der slet ikke foretages en væsentlighedsvurdering af handlingerne, der er egnet til at påvirke kursen vil bestemmelsen i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, være meget vidtgående, da det i så fald ville være meget let at falde ind under forbuddet mod kursmanipulation.⁸⁶

Delkonklusion

Dermed anses det som værende sandsynligt, at væsentlighedskriteriet stadig eksisterer i en vis form. Dette underbygges netop af, at der i en egnethedsvurdering må ligge en vis vurdering af, om handlingen er så uvæsentlig, at den ikke kan være egnet til at påvirke kursen. Hvis handlingen er så uvæsentlig, at den slet ikke er egnet til at påvirke kursen, kan der allerede derfor ikke være tale om kursmanipulation, og dermed skal der altså stadig foretages en form for væsentlighedsvurdering.

Retsstridighedsforbeholdet

I det følgende vil der blive foretaget en diskussion af, om der skal indfortolkes et eventuelt retsstridighedsforbehold i værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1.

⁸⁵ Hansen, Jesper Lau, værdipapirhandelsloven med kommentarer Bind 2, side 436

⁸⁶ Hansen, Jesper Lau, værdipapirhandelsloven med kommentarer Bind 2, side 436

Under forsvarernes procedure i byrettens dom under sagen mod EBH bank og Sparekassen Himmerland den 8. marts 2013, nævnes et såkaldt retsstridighedsforbehold. Med dette menes, at der kun kan være tale om kursmanipulation, hvis handlingen anses som retsstridig. Det skal undersøges om et sådan forbehold skal indfortolkes i kursmanipulationsbestemmelsen.

For at få et indblik i, hvorfor retsstridighedsforbeholdet er relevant i forhold til kursmanipulationsbestemmelsen i værdipapirhandelslovens § 38, er det nødvendigt, at se på en række domme, der indeholder en stillingtagen til dette forbehold.

En af de relevante domme er U2005.984H, som egentlig omhandler forbuddet mod insiderhandel, men Højesteret tager i denne dom netop stilling til tilstedeværelsen af et retsstridighedsforbehold.

Dommen omhandler to pengeinstitutter, der i 2001 var i gang med at forberede en fusion med hinanden. Inden købet blev offentliggjort valgte banktoppen i den ene bank at opkøbe en stor del af sine egne aktier. Derefter blev fusionen mellem de to banker offentliggjort, hvilket betød en stigning i bankens aktier. I 2001 blev det ene pengeinstitut, og ledelsen heri, dømt for insiderhandel, da de havde købt deres egne aktier, med den viden at kursen ville stige, når fusionen med den anden bank blev offentliggjort. Landsretten omgjorde dommen, og endte med at frikende pengeinstituttet og dennes ledelse. Højesteret stadfæstede landsrettens dom med begrundelse i to forhold. Det ene at fusionen stadig var på et tidligt stadie, og det var derfor usikkert, om det ville ende med en sådan. Det andet var, at dispositionen havde karakter af en almindelig forretningsmæssig adfærd, og der var derfor intet uhæderligt over forholdet.

Højesteret lagde vægt på, at selvom pengeinstituttets ledelse brugte deres interne viden i forbindelse med handlingen, så var det som led i almindelig forretningsmæssig adfærd. Der var dermed ikke tale om en uhæderlig anvendelse af intern viden. Hermed ses det, at en handling skal være retsstridig for at kunne betragtes som værende insiderhandel. Da insiderhandel og kursmanipulation begge er en del af det, der betegnes som markedsmisbrug, vil retsstridighedsforbeholdet, som omtalt i dommen, sandsynligvis også finde anvendelse i forbindelse med kursmanipulation.

Uden for dansk ret er der også taget stilling til om, hvorvidt et retsstridighedskriterium skal indfortolkes i reglerne om kursmanipulation. En dom, der belyser dette område, er fra Norges Højesteret. Det er relevant at kigge på norsk retspraksis, da de også har indført regler, der svarer til reglerne i markedsmisbrugsdirektivet, og dermed er reglerne om kursmanipulation forholdsvis ens i både Danmark og Norge. Dommen er afsagt af Norges Højesteret den 2. maj 2012.

To personer var tiltalt for, at have begået kursmanipulation. De var begge daytrudere af aktier, og uafhængigt af hinanden havde de opdaget et hul i programmeringen af en aktierobot. Dette hul gjorde det muligt, at manipulere med kursen i markedet ved en række transaktioner. I perioden fra december 2007 til marts 2008 var handelsmønstret fra de tiltalte så påfaldende, at det vakte opsigt på handelsmarkedet. De to personer blev tiltalt for overtrædelse af den norske værdipapirhandelslovs § 17-3, jf. § 3-8, jf. forskrift om værdipapirhandel § 3-2.

Oslos tingsret dømte den 12. oktober 2010 de tiltalte henholdsvis 120 og 90 dages fængsel for overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 17-3, jf. § 3-8. Begge tiltalte valgte at anke dommen til Borgarting lagmannsrett. Lagmannsretten valgte den 18. oktober 2011, at frifinde de tiltalte. Anklagemyndigheden ankede sagen til højesteret, grundet lagmannsretten anvendelse af loven. Anklagemyndigheden mente, at der havde været tale om kursmanipulation, da formålene med handlerne var at udløse en kursændring og ikke at erhverve aktier. Højesteret kom frem til, at anken skulle forkastes, dog med dissens.

De tiltalte frifandtes, blandt andet med den begrundelse, at de tiltalte var så små aktører på markedet, at der også havde været en lille chance for, at markedet kunne tage skade og at der ikke var handlet retsstridigt fra de tiltaltes side.

I dommens præmis 28 tilkendegav den første voterende dommer, at ikke alt der falder ind under ordlyden af bestemmelsen om kursmanipulation, vil blive anset som værende en retsstridig handling. Dommeren anførte, at der må være en tærskel for ulovlige handlinger, så ikke enhver handling falder ind under forbuddet mod kursmanipulation. Dette kaldte dommeren for en retsstridighedsreservation, som kan sidestilles med det vi i Danmark vil kalde for et retsstridighedsforbehold. Dommerens ovenstående argumenter var en væsentlig del af grunden til, at den norske Højesteret frifandt de tiltalte. Da man som sagt også i Norge har indført de samme EU-regler som i Danmark,

må disse skulle fortolkes ens i begge lande. Dette betyder dermed, at den norske retsstridighedsreservation, også må finde anvendelse i dansk ret, blot under betegnelsen retsstridighedsforbehold.

Den svenske Højesteret har i en dom afsagt den 21. november 2013 også forholdt sig til problemstillingen omhandlende retsstridighed.

Den svenske Højesterets dom omhandler en tiltalt, der gennemførte 18 transaktioner med aktier i selskabet Wiking over en periode på 46 minutter. Den svenske anklagemyndighed anså købene for at have påvirket markedskursen på en utilbørlig måde. De mente ikke, at der var nogle nyheder om selskabet Wiking, som kunne have motiveret en sådan kursstigning, som fandt sted. Anklagemyndigheden mente, at den tiltalte havde ønsket at give de øvrige aktører på markedet et indtryk af, at der var en meget stor interesse for selskabets aktier ved at købe så mange poster af aktier i selskabet over en relativt kort periode.

Den svenske Højesteret kom modsat tings- og hovretten frem til, at der ikke var tale om en utilbørlig markedspåvirkning, da de ikke mente, at det var bevist, at transaktionerne ikke var forretningsmæssigt begrundede. Eftersom den tiltaltes selskab selv havde påtaget sig den kommercielle risiko for at købe aktierne i Wiking til en højere kurs end dagens startkurs var der høje krav til beviset for, at der var tale om en utilbørlig markedspåvirkning. Dette krav anså den svenske Højesteret ikke var opfyldt her.

Den svenske Højesteret nævner i præmis 12, at det kræver at en handling har været utilbørlig for at den kan karakteriseres som kursmanipulation. Med en utilbørlig handling menes, at denne er vildledende og ikke har haft noget legitimt formål. Dermed kan det altså ses, at der også i svensk ret findes et krav om, at en handling skal være retsstridig før, der kan dømmes for kursmanipulation. Reglerne om kursmanipulation i svensk ret bygger også på markedsmisbrugsdirektivet, ligesom både de danske og norske regler gør, hvorfor det også er relevant at se på svensk retspraksis.

I Vestre Landsrets dom i sagen mod EBH bank og Sparekassen Himmerland, som er refereret på side 38, kom landsretten frem til, at aftalen om gensidigt aktieopkøb var en reel aftale mellem to uafhængige parter. EBH banks indlæggelse af ordrer var ud-

tryk for en reel efterspørgsel på Sparekassen Himmerlands aktier. Vestre Landsret mente ikke, at der har været tale om retsstridige handlinger, men i stedet en aftale som blev indgået på et reelt grundlag bankerne imellem. Idet landsretten kom frem til, at der var tale om en reel aftale, var handlingerne dermed ikke egnede til at påvirke kursen i en retning der afveg fra dennes værdi i markedet. Der var altså ikke handlet retsstridigt fra bankernes side, hvilket derfor også resulterede i en frifindelse. Retsstridighedsforbeholdet var dermed formentlig en del af grunden til, hvorfor landsretten frikendte de tiltalte, men det giver sig dog ikke tydeligt til kende i rettens begrundelse.

Delkonklusion

Den gennemgåede retspraksis tyder på, at det er nødvendigt, at der er tale om retsstridige handlinger, før end der kan foreligge kursmanipulation. Så længe de handlinger, der er foretaget er en del af almindelig forretningsmæssig adfærd, så vil der ikke være tale om kursmanipulation. Hvis der således ikke er udvist en uhæderlig adfærd, men at der i stedet ligger noget reelt til grund for handlingerne, vil det ikke kunne anses som værende retsstridigt og dermed formentlig heller ikke kursmanipulation.

Fortolkning af markedsmisbrugsbekendtgørelsen

I det nedenstående vil det blive undersøgt i hvilken grad, der skal lægges vægt på de signaler, som er oplistet i gennemførelsesdirektivet. Dette er interessant at undersøge, fordi der i gennemførelsesdirektivet står, at man skal tage hensyn til signalerne, når det bestemmes, om noget kan anses som kursmanipulation, mens der i den danske markedsmisbrugsbekendtgørelse, som er en implementering af gennemførelsesdirektivet, står at man kan tage hensyn til indikatorerne når det bestemmes. Det er væsentligt at se på, da det har betydning for, hvordan det bestemmes om en handling er omfattet af forbuddet mod kursmanipulation, om man skal tage hensyn til signalerne, eller det udelukkende er nogle man kan tage hensyn til.

Grunden til at signalerne/indikatorerne er relevante at se på er, at de er et fortolkningsbidrag til værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1. De hjælper med til at udfylde bestemmelsen, som i sig selv ikke giver megen vejledning i, hvad der skal forstås ved de

forskellige former for kursmanipulation i nr. 2-4. Derfor er det heller ikke uden betydning, om der "kan" eller "skal" tages hensyn til disse signaler/indikatorer.

Gennemførelsesdirektivet og implementeringen heraf

Gennemførelsesdirektivet, der omhandler gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet, indeholder to lister med signaler som kompetente myndigheder skal lade sig vejlede af. Det er op til medlemsstaterne at sikre, at de kompetente myndigheder tager hensyn til disse signaler. I Danmark er den kompetente myndighed, som tidligere beskrevet, Finanstilsynet.

Gennemførelsesdirektivets artikel 4 indeholder en opstilling af syv signaler, beskrevet i bestemmelsens litra a til g. Denne opstilling bruges i forbindelse med anvendelse af markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, stk. 1, nr. 2, litra a. Artiklen gør det klart, at der ikke er tale om en udtømmende liste, og at der dermed vil kunne foreligge andre former for handelsordrer og transaktioner, der kan betragtes som værende kursmanipulation. Samtidig beskrives det også, at disse oplyste signaler ikke automatisk kan anses som værende kursmanipulation.

Gennemførelsesdirektivets artikel 5 indeholder to signaler, som finder anvendelse i forbindelse med markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, stk. 1, nr. 2, litra b. Også i denne artikel gøres det klart, at der ikke er tale om en udtømmende liste, og at disse signaler i sig selv ikke nødvendigvis vil kunne antages som værende kursmanipulation.

Både artikel 4 og 5 i gennemførelsesdirektivet er blevet implementeret i dansk ret. Dette er de blevet i markedsmisbrugsbekendtgørelsen fra 2007. Bekendtgørelsen indeholder i §§ 15 og 16 en gengivelse af signalerne fra gennemførelsesdirektivet. I bekendtgørelsen benævnes de ikke signaler, men i stedet som indikatorer på kursmanipulation.

Bekendtgørelsens § 15 har implementeret gennemførelsesdirektivets artikel 4. Bestemmelsens stk. 2, indeholder derfor det samme antal af indikatorer, og selvom de ikke er hundrede procent gengivet som i gennemførelsesdirektivet, så har signalerne og indikatorerne stadig samme betydning. § 15 omhandler handelsordrer og transaktioner, som kan henføres til værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2 og 4. Bekendt-

gørelsen beskriver, at Finanstilsynet eller markedsdeltagerne kan tage hensyn til, om en eller flere indikatorer på kursmanipulation er til stede i forbindelse med transaktioner og handelsordrer i henhold til den ovenfor nævnte bestemmelse. Selv om en eller flere af de beskrevne indikatorer er til stede, er det ikke nødvendigvis ensbetydende med, at der er tale om kursmanipulation.

Markedsmisbrugsbekendtgørelsens § 16 har implementeret gennemførelsesdirektivets artikel 5. Denne bestemmelse indeholder ligesom direktivet to indikatorer på kursmanipulation. Disse findes i stk. 2. Bestemmelsen finder anvendelse, når det skal vurderes om handelsordrer eller transaktioner, der kan udgøre kursmanipulation i henhold til værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 3. Også her kan Finanstilsynet eller andre markedsdeltagere tage hensyn til disse to indikatorer, når vurderingen skal foretages. At en eller flere af indikatorerne er til stede, når en situationen skal vurderes, medfører ikke i sig selv, at der er tale om kursmanipulation.

Sproglig forskel?

Eftersom det er interessant at se på, om det har nogen betydning, hvordan gennemførelsesdirektivet er implementeret i dansk ret, er det relevant at se på, hvordan direktivteksten er oversat til forskellige sprog. Der findes ikke en originaltekst, som man kan gå ud fra. Direktivteksten er den originale på hvert af de forskellige sprog i EU. Dette vil sige, at den engelske tekst ikke nødvendigvis er mere rigtig end den danske. Hvis oversættelserne ikke giver den samme mening, skal man gå ud fra, hvad EU-domstolen sandsynligvis ville komme frem til som den rigtige version ud fra formålet med bestemmelsen.

I den danske version af gennemførelsesdirektivet artikel 4 står der, at medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder, når de undersøger transaktioner eller handelsordrer, tager hensyn til signalerne, og i præamblen til gennemførelsesdirektivets betragtning 6 står, at både markedsdeltagere og kompetente myndigheder skal lade sig vejlede af signalerne, når de skal undersøge en eventuel manipulerende adfærd.

I den engelske udgave af gennemførelsesdirektivets artikel 4 hedder det: *"Member States shall ensure that the following non-exhaustive signals, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation, are taken into account*

when transactions or orders to trade are examined by market participants and competent authorities” og i direktivets præambelbetragtning 6 hedder det: ”in order to guide both market participant and competent authorities, signals have to be taken into account when examining possibly manipulative behaviour.”

Den danske og den engelske udgave af direktivet er således i overensstemmelse med hinanden. Hvis man sammenligner ordene i artikel 4 i den danske og den engelske version, kan det ses, at meningen med bestemmelsen stemmer overens. Dette da ”shall ensure” og ”sikrer” har samme betydning. Det samme gælder for præambelbetragtning 6, som i begge versioner bruger ordet ”skal”, da der i den engelske version står ”have to”, som kan oversættes til ”skal” på dansk.

I den svenske version af gennemførelsesdirektivet, står der i artikel 4: *”skall medlemsstaterna se till att följande signaler (som inte är uttömmande), som i sig själva inte nödvändigtvis skall anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan, beaktas när transaktioner eller handelsorder granskas av marknadsaktörer och behöriga myndigheter”* og i direktivets præambel betragtning 6 hedder det: *”För att vägleda både marknadsaktörer och de behöriga myndigheterna måste vissa signaler beaktas när fall av eventuell otillbörlig marknadspåverkan granskas”*.

Den danske og den svenske udgave af direktivet er dermed også overensstemmende med hinanden, da der i artikel 4 i den danske version står, at medlemsstaterne ”sikrer”, mens der i den svenske står ”skall se till”, hvilket giver samme mening. I præambelen står der i den danske version ”skal”, mens der i den svenske står ”måste”, som også betyder skal. Dermed kan det ses, at der heller ikke her findes nogen forskel i, hvordan direktivet er udformet på de to sprog.

Som det kan ses er der umiddelbart ingen forskel på den danske, engelske og svenske version af gennemførelsesdirektivet, da der i alle tre versioner står, at de kompetente myndigheder skal lade sig vejlede af signalerne. Derfor kan det også undre, at der i den danske implementering af gennemførelsesdirektivet i markedsmisbrugsbekendtgørelsen står, at den kompetente myndighed kan tage hensyn til indikatorerne, som svarer til gennemførelsesdirektivets artikel 4’s signaler. Det kan eventuelt have konsekvenser for retssikkerheden, hvilket vil blive nærmere gennemgået senere.

Relevant retspraksis

Der findes to domme fra henholdsvis, Danmark og Norge som kan være med til at belyse den ovenstående problemstilling.

Problemstillingen er blevet berørt, både af byretten og landsretten, i sagen mod EBH bank og Sparekassen Himmerland, som er refereret på side 38. Forsvarerne procederede i begge instanser på, at de danske regler skal fortolkes i overensstemmelse med gennemførelsesdirektivet. Dette mente de dog ikke var sket, da Finanstilsynet efter deres mening ikke havde taget hensyn til signalerne i gennemførelsesdirektivet. Byretten kommenterede på den problemstilling som forsvarerne fremkom med. Byretten mente, at de danske regler er i overensstemmelse med EU-reglerne, og fandt derfor ikke, at der ikke er nogen forskel på opregningen af signalerne i EU-reglerne og opregningen af indikatorer i de danske regler. De mente dermed, at det ingen betydning har, om der tages hensyn til signalerne i gennemførelsesdirektivet eller indikatorerne i markedsmisbrugsbekendtgørelsen, da de danske regler er i overensstemmelse med de EU-retlige regler. Landsretten lagde i deres begrundelse vægt på, at når det skal vurderes om en handling er kursmanipulerende, skal der tages hensyn til de signaler, som findes i gennemførelsesdirektivet. Ud af det landsretten har tilkendegivet, tyder det på, at landsretten mener, at der skal lægges mere vægt på direktivets artikel 4, hvor der netop står, at man skal tage hensyn til signalerne i bestemmelsen. Dette til forskel fra bekendtgørelsen, hvor man kan tage hensyn til § 15's indikatorer. Dermed kan der være tale om, at landsretten i modsætning til byretten, finder det vigtigt, at der skal lægges vægt på signalerne, mens byretten finder det uden betydning om, hvorvidt gennemførelsesdirektivet eller markedsmisbrugsbekendtgørelsen lægges til grund for bedømmelsen af den manipulerende handling.

Norges Højesteret har i dom af 2. maj 2012, berørte den ovenfor beskrevne problemstilling. Dommen er refereret på side 48. I dommens præmis 31, som egentlig omhandler en anden diskussion, tilkendegav den første voterende dommer, at der i en forskrift til den norske værdipapirhandelslov, står at man skal tage hensyn til gennemførelsesdirektivets signaler. Man har således i norsk ret valgt, at bruge ordet "skal", som er i overensstemmelse med gennemførelsesdirektivet artikel 4's ordlyd. I Danmark har man i stedet valgt at bruge ordet "kan" i markedsmisbrugsbekendtgørelsen. Den nor-

ske implementering er dermed mere overensstemmende med teksten i gennemførelsesdirektivet.

Som det ses af det ovenstående, står der i begge oversættelser, at man skal tage hensyn til gennemførelsesdirektivets artikel 4's signaler om hvornår, der kan foreligge kursmanipulation. Dette har Norge også videreført i deres forskrift til værdipapirhandelsloven, hvori det igen tilkendes gives at, der skal tages hensyn til det som man i den norske lov kalder momenter, som svarer til EU's signaler. I Danmark har man, som tidligere nævnt, valgt at bruge ordet "kan" i stedet for "skal", som dermed ikke er ført videre til markedsmisbrugsbekendtgørelsen.

Retssikkerhedsmæssigt problem?

Hvis man følger byrettens bemærkning i dommen vedrørende EBH bank og Sparekassen Himmerland, som tilkendegav, at det ingen betydning har, om der tages hensyn til signalerne i gennemførelsesdirektivet eller indikatorerne i markedsmisbrugsbekendtgørelsen, så kan der være et retssikkerhedsmæssigt problem. Hvis man bruger ordet "kan" som bekendtgørelsen foreskriver, bliver værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1 mindre klar, og man giver dermed den kompetente myndighed mulighed for selv at vælge, om der skal tages hensyn til indikatorerne eller ej.

Det kan være svært for markedsdeltagerne at gennemskue, hvornår der er tale om kursmanipulation, hvis man lægger bekendtgørelsen ordlyd til grund. Dette da der så vil blive tale om en mindre klar bestemmelse, som ikke præcist tilkendegiver, hvornår en handling er kursmanipulerende. Det kan være problematisk at bruge ordet "kan", da det dermed kan diskuteres, om der foreligger en klar nok hjemmel til at kunne overholde kravet om lovhjemmel til straffebestemmelser i straffelovens § 1. Denne bestemmelse foreskriver netop, som tidligere gennemgået, at der er tale om et skærpet hjemmelskrav, når det handler om straffebestemmelser.

Ordet "skal" i gennemførelsesdirektivet giver ikke samme mulighed for valgfrihed for de kompetente myndigheder, da denne foreskriver, at der netop "skal" lægges vægt på signalerne. Dermed vil det være lettere for markedsdeltagerne at gennemskue, hvornår en handling er kursmanipulerende og bestemmelsen vil derfor være mindre uklar. Dette vil ydermere betyde, at de retssikkerhedsmæssige problemer i forhold til straf-

ffelovens § 1 ikke vil være så udtalte, da det vil være mere klart hvad der skal til for at overtræde værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1.

Delkonklusion

Som ovenfor beskrevet indeholder de tre gennemgåede versioner af gennemførelsesdirektivet alle en beskrivelse af, at de kompetente myndigheder i de respektive lande skal tage hensyn til signalerne i artikel 4. I Norge har man ved implementeringen af direktivet gengivet ordet "skal", så der ikke hersker nogen tvivl om, at der skal tages hensyn til det der kaldes momenter i deres implementering. I den danske implementering har man derimod valgt at bruge ordet "kan" i markedsmisbrugsbekendtgørelsen. Ordet "kan" lægger som sagt op til valgfrihed hos den kompetente myndighed til selv at kunne vurdere, om indikatorerne finder anvendelse i en konkret sag. Dermed kan der blive tale om en mindre klar bestemmelse, som derfor ikke overholder straffelovens § 1 på grund af sin mindre nøjagtige formulering, der ikke giver megen vejledning til markedsdeltagerne, som vil have svært ved at forudsige, hvornår deres handlinger kan anses som værende kursmanipulerende. Det ovenstående kan tale for, at man bør fortolke markedsmisbrugsbekendtgørelsen i overensstemmelse med gennemførelsesdirektivet. Det tyder på, at Vestre Landsret netop har valgt denne fremgangsmåde i sagen mod EBH bank og Sparekassen Himmerland i og med de citerer gennemførelsesdirektivet i deres begrundelse. Implementeringens ordlyd bliver dermed mindre vigtig, hvis man sørger for at fortolke markedsmisbrugsbekendtgørelsen i overensstemmelse med gennemførelsesdirektivet.

Konklusion

Formålet med dette speciale har været at undersøge, hvornår der foreligger kursmanipulation, og hvad der bør lægges vægt på, når det skal vurderes om kursmanipulation foreligger.

Området for kursmanipulation har gennemgået en udvikling siden vedtagelsen af værdipapirhandelsloven i 1996 og i forbindelse med implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet i 2004. Formålet med denne implementering var at sikre sig mod de nye former for kursmanipulation, som den teknologiske udvikling havde gjort mulig. Samtidig ønskede man at harmonisere reglerne om markedsmisbrug i EU. Implementeringen medførte dermed en udvidelse af reglerne i værdipapirhandelsloven, og værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1-4 fik den udformning, som den har i dag.

Efter en gennemgang af retspraksis kan det ses, at værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 1, som omhandler vildledning af markedet ved udbredelse af oplysninger, ofte vil omhandle scalping, som vil sige, at man udbreder oplysninger om værdipapirer uden at gøre opmærksom på, at man selv har en interesse i kursen på værdipapiret. Det tyder dog på, at stk. 1, nr. 1 kan være svært at gennemskue, da man eksempelvis fra anklagemyndighedens side har ønsket at få en dom forelagt for EU-Domstolen for at få fastlagt den præcise anvendelse af stk. 1, nr. 1.

Stk. 1, nr. 2, omhandler vildledning af markedet i forbindelse med transaktioner og handelsordrer. Dette sker ofte gennem daytrading, og udføres ofte af privatpersoner for egen vindings skyld. Det sker også gennem wash trading, der går ud på, at man handler med sig selv eller nærtstående, og dermed kommer handlingen til at mangle kommercielt præg. Det ses specielt ud fra sagen om EBH bank og Sparekassen Himmerland, at det er svært at bedømme, hvornår en handling er reel og dermed ikke omfattet af forbuddet mod kursmanipulation. Indikatorerne i markedsmisbrugsbekendtgørelsen § 15 finder anvendelse på denne del af bestemmelsen, og dermed skal indikatorerne inddrages i vurderingen af, om der foreligger kursmanipulation.

Stk. 1, nr. 3 er § 38's opsamlingsbestemmelse. Da der er tale om en opsamlingsbestemmelse, og der ikke findes noget trykt retspraksis om stk. 1, nr. 3, kan det være svært at vurdere hvilke sager, der vil kunne falde ind under denne. I vurderingen skal markedsmisbrugsbekendtgørelsen § 16 inddrages, når det skal fastlægges om der foreligger kursmanipulation efter stk. 1, nr. 3.

Stk. 1, nr. 4 omhandler påvirkning af kursen gennem udnyttelse af en dominerende stilling i markedet. I forbindelse med denne del af bestemmelsen skal indikatorerne i § 15 også anvendes. Det ses dog gennem retspraksis, at det kan være svært at bedømme, hvornår der er tale om en dominerende stilling i markedet, og hvornår man i kraft af denne dominerende stilling har sikret, at kursen på et værdipapir ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.

Det ses altså, at det kan være vanskeligt at finde ud af, hvornår der helt præcist foreligger kursmanipulation. For nummer et gør det sig særligt gældende, at det kan være svært at vurdere, hvornår det skal oplyses at den handlende selv har en interesse i det værdipapir, som vedkommende oplyser om. I nummer to kan det være svært at vurdere, hvornår der er tale om en reel handling, som ikke vildleder markedet, mens det i nummer tre kan være svært alene at bedømme, hvilke former for transaktioner og handelsordrer, der skal falde ind under denne. For nummer fire ligger det svære i at finde ud af, hvornår der er tale om en dominerende stilling i markedet, og hvornår man gennem denne stilling har fået kursen til at ligge på et unormalt eller kunstigt niveau.

For at der kan være tale om kursmanipulation, skal den foretagne handling være egnet til at påvirke kursen i en retning, der afviger fra markedskursen. Dette kaldes egnethedskriteriet. Der er således ikke noget krav om, at kursen rent faktisk ændres.

Der fandtes i den oprindelige værdipapirhandelslov fra 1996 et såkaldt væsentlighedskriterium, hvilket ville sige, at en handling skulle være egnet til at få kursen til at afvige væsentligt fra værdien i markedet. Dette krav om en væsentlig ændring blev taget ud af loven i 1998. Det kan diskuteres, om der stadig findes en form for væsentlighedskriterium. Det er blandt andet relevant at se væsentlighedskriteriet i sammenhæng med egnethedskriteriet, da uvæsentlige handlinger ikke vil være egnede til at påvirke kursen, og dermed vil forbuddet mod kursmanipulation ikke være overtrådt. Derfor må der foretages en form for væsentlighedsvurdering, når det skal bestemmes, om en handling er egnet til at påvirke kursen.

Som tidligere gennemgået foreligger der tvivl om, hvorvidt der skal lægges vægt på den handlendes formål eller hensigt med den potentielt kursmanipulerende handling.

Forarbejderne lægger op til, at der skal foretages en objektiveret bedømmelse af, hvilke handlinger, der udgør kursmanipulation, og mener derfor ikke at hensigten eller formålet med handlingen er relevant i vurderingen af, hvornår kursmanipulation foreligger. At der skal foretages en objektiveret bedømmelse kan medføre retssikkerhedsmæssige problemer, da strafferammen for kursmanipulation er forholdsvis høj, og man risikerer dermed at blive straffet hårdt uden at have haft til hensigt at begå noget strafbart. Man må derfor formentligt skulle inddrage den handlendes formål eller hensigt i en vis grad, når det vurderes, om der kan være tale om kursmanipulation.

Vurderingen af den handlendes hensigt eller formål hænger sammen med kravet om, at der skal være tale om en retsstridig handling, før handlingen kan anses som kursmanipulerende. For at der kan være tale om en retsstridig handling, skal handlingen være uhæderlig. Såfremt en handling er foretaget som en del af almindelig forretningsmæssig adfærd, og der ligger noget reelt til grund for denne handling, vil den altså ikke være retsstridig. Kravet om retsstridighed hænger, som anført, sammen med diskussionen om, hvorvidt der skal lægges vægt på den handlendes hensigt eller formål. Dette da man ved en reel handling ikke har haft til formål at begå noget retsstridigt, og dermed vil handlingen i sig selv ikke være retsstridig, hvilket ellers må anses som et krav for at overtræde forbuddet mod kursmanipulation.

Endnu et potentielt problem i forhold til retssikkerheden er implementeringen af gennemførelsesdirektivet. I gennemførelsesdirektivet står der, at man skal tage hensyn til de signaler, der er oplistet i direktivet, når det undersøges om handlinger er kursmanipulerende. Disse signaler blev implementeret i markedsmisbrugsbekendtgørelsen, hvor de fik navnet indikatorer. I markedsmisbrugsbekendtgørelsen står der, at man kan tage hensyn til indikatorerne, hvilket overlader et skøn for den kompetente myndighed af, om indikatorerne skal finde anvendelse. Det skøn, som bekendtgørelsen lægger op til ved at bruge ordet "kan", kan være med til at gøre det uforudsigeligt for markedsdeltagerne, hvornår en handling er kursmanipulerende. Denne uforudsigelighed kan have betydning i forhold til straffelovens § 1, som må fortolkes således, at der skal foreligge klar lovhjemmel, før der kan straffes. Havde man i markedsmisbrugsbekendtgørelsen skrevet "skal" i stedet for "kan", ville den kompetente myndighed ikke have mulighed for at foretage et skøn om, hvorvidt indikatorerne skal finde anvendelse, og dermed ville markedsdeltagerne have bedre mulighed for at forudsige, hvad de

kan blive straffet for. Man bør formentlig fortolke markedsmisbrugsbekendtgørelsen i overensstemmelse med gennemførelsesdirektivet, således at bekendtgørelsens ordlyd bliver mindre vigtig, og det dermed bliver mere klart, hvad der kan straffes for.

Det kan dermed overordnet konkluderes at, der er stor usikkerhed om, hvornår der foreligger kursmanipulation, og hvad der bør lægges vægt på, når dette skal vurderes. Man bør lægge vægt på, at egnethedskriteriet ses i sammenhæng med en væsentlighedsvurdering, da der må være en grænse for, hvor uvæsentlig en handling kan være før man falder ind under forbuddet mod kursmanipulation. Samtidig må der lægges vægt på, om den foretagne handling har været retsstridig og i den forbindelse se på, om den handlende har haft til hensigt at begå kursmanipulation. Endeligt må markedsmisbrugsbekendtgørelsen formentlig fortolkes i overensstemmelse med gennemførelsesdirektivet, således at der skal tages hensyn til signaler/indikatorerne når det vurderes, om der foreligger kursmanipulation. Alt dette bør der lægges vægt på, for at mindske usikkerheden om, hvornår der er tale om kursmanipulation.

Abstract

The world financial crisis started in the autumn of 2008. The crisis had serious consequences in Denmark as well. The financial sector suffered a great deal and many commercial banks and savings banks went bankrupt. The crisis led to more media attention than before on white-collar crime and made more cases about this type of crime appear. These cases related to market manipulation among other things.

The objective of this thesis is to determine when market manipulation exists and what has to be taken into consideration when it is decided whether or not market manipulation exists in the current situation.

Market manipulation is an overall term in the cases where one or more persons in a joint effort try to impact the rate of exchange on securities such as bonds and stocks in a way that the rate of exchange deviates from the rate in the equity market.

When the Danish Law on Securities was adopted in 1996 it became possible to sanction market manipulation with imprisonment and it was described what was to be understood with the term market manipulation. The area of market manipulation was around the millennium a cause of concern for the EU, especially because of the technological development, which led to the adoption of the directive on insider dealing and market manipulation (2003/6/EC) in 2003. In 2004 the directive was implemented in the Danish Law on Securities, which led to an expansion of the regulations in the law and § 38 was given the phrasing that it has today.

There are a number of questions on how to interpret the provision of market manipulation because this is not an entirely clear provision. These questions will be analysed in the following.

If a conduct is to be seen as market manipulation it has to be suited to affect the rate of exchange in a direction that deviates from the rate in the equity market. There for there is no requirement that the rate of exchange actually has to be affected by the conduct. The requirement has to be seen in cohesion with a requirement of materiality, because insignificant conducts are not suited to affect the rate of exchange.

Another question on how to interpret the provision of market manipulation is whether the intent of the dealer has to be taken into consideration. The preliminary work of the Danish Law on Securities states that it has to be an objective evaluation whether the provision of market manipulation has been contravened. There might be some issues concerning the rule of law, due to the fact that dealers risk imprisonment without having the intent to commit anything illegal. The involvement of the dealer's intent is linked to the requirement that a conduct has to be unlawful to be seen as market manipulation.

Another potential problem with the rule of law is the implementation of the directive on implementing the directive 2003/6/EC (2003/124/EC). This directive states that the competent authorities of a country have to take the signals of the directive into account when examining possibly manipulative behaviours. The consolidated act that implemented the directive 2003/124/EC states that the competent authorities can take the signals into consideration. The assessment that the word "can" leaves for the competent authority can make it difficult for the market participants to predict whether or not a conduct is seen as market manipulation. This can also have significance in relation to the Danish Criminal Code § 1. There is a possibility that the Danish Law on Securities § 38 will be too vague and therefor violating the Danish Criminal Code § 1. § 1 states that if it should be possible to punish someone it has to be in accordance to the law. To avoid this problem with the rule of law it is probably necessary to interpret the consolidated act in compliance with directive 2003/124/EC so the meaning of the word "can" in the consolidated act becomes less important.

On the basis of the above it can be concluded that there is some uncertainty to when a conduct is seen as market manipulation and what has to be taken into consideration when this is considered.

Litteraturliste

Bøger

- Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 4. udgave, 2011
- Hansen, Lone L og Werlauff, Erik, Den juridiske metode – en introduktion, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013
- Hansen, Jesper Lau, værdipapirhandelsloven med kommentarer Bind 2., Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 8. udgave, 2012
- Nielsen, Gorm Toftegaard, strafferet 1 – ansvaret, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 3. udgave, 2008
- Nielsen, Ruth & Tvarnø, Christina D., Retskilder og retsteorier, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 3. udgave, 2011
- Riis, Thomas & Trzaskaowski, Jan, Skriftlig jura – den juridiske fremstilling, Ex Tuto Publishing, 1. udgave, 2013
- Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik, Børs og kapitalmarkedsret, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave, 2012

Artikler

- Clausen, Nis Juel og Moalem, David, Nordisk tidsskrift for selskabsret, nr. 4 af 2009
- Hansen, Jesper Lau, Kursmanipulation – en objektiveret gerningsbeskrivelse, Nordisk tidsskrift for selskabsret, nr. 1 af 2010

Forarbejder

- Lovforslag L 71, Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., Folketingstidende 1995-1996, tillæg A, bind 2
- Lovforslag L13, Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed, Folketingstidende 2004-2005, 1. samling

Retspraksis

Dansk retspraksis

- Tfk2008.638
- Tfk2008.676
- Tfk2011.428
- U1997.1507H
- U2001.578H
- U2003.1467H
- U2003.1467H
- U2005.984H
- U2009.87Ø
- U2009.1695Ø
- U 2013.196 H

Udenlandsk retspraksis

- Utrykt dom fra Norges Høyesterett af 2. maj 2012, nr. HR-2012-00919-A,(sak nr.2011/1916)
- Utrykt dom fra Sveriges Högsta Domstol af 21. november 2013, nr. B 4918-11
- EU-Domstolens dom af 23. december 2009 i sag C-45/08, Spector

Utrykt retspraksis

- Utrykt dom fra Retten i København af 9. september 2009
- Utrykt dom fra Retten i Hjørring af 13. juni 2013
- Utrykt dom fra Retten i Hjørring af 8. marts 2013
- Utrykt dom fra Vestre Landsret af 4. april 2014

Internetsider

- <http://www.finstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Markedsmisbrugsstatistik/Arkiv.aspx>, set den 29/4 2014

Andet

- Karnov note 406 til værdipapirhandelsloven § 39, stk. 1