

# KANDIDATSPECIALE I ERHVERVSJURA

## Markedsmanipulation

### EU-retlig regulering af børsmarkedet

Jonathan Jalk  
Aalborg Universitet  
Juridisk Institut  
Erhvervsjura  
17.05.18

## Indholdsfortegnelse

Indledning .....	4
Metode.....	6
Afgrænsning .....	8
Markedsmisbrug .....	9
Forskellige former for markedsmisbrug.....	9
Reglernes udvikling .....	11
De faktiske gældende regler for MAR Artikel 12 .....	18
Artikel 12 - Markedsmanipulation .....	18
Artikel 13 - Markedspraksis.....	24
Artikel 5 og 6.....	25
Retspraksis .....	26
U2003.1467H, 7/11 dommen.....	26
Sag C-445/09. ....	26
Sag U2014.3464.....	27
Egnethedskriterie og væsentlighedskriterie .....	27
Egnethedskriteriet.....	27
Væsentlighedskriteriet .....	29
Retsstridighedsforbehold.....	30
U2005.984H.....	30
De norske daytradere .....	31
Wiking dommen .....	31
Konklusion.....	36
Litteraturliste .....	39

# Abstract

---

The regulation of market abuse in legislation is a fairly new area. It's only 30 years ago that the EU started to increase their focus on this. Since then there has been a lot of legislation to maintain the security, clarity and competitiveness of the markets in the EU. Some of this legislation has been coming from EU through directives; as is the case with the market abuse directive. This directive has shaped the way EU has been dealing with market abuse for over a decade. It has been accomplished by implementation into the national laws of all EU member states. Since then, this has been replaced by the Market Abuse Regulation (MAR). A regulation from the EU, unlike a directive, doesn't need implementation, but is instead in effect from the moment it has been realized. It will usually not need to be implemented, but it can have areas of it that each member state needs to implement. Regulations are therefore good at creating harmonized legislations between the member states. In an area like the open markets this is extremely important since this helps creating the security and competitiveness, which is required for a big collective market. There is still room for special rules too, through market praxis. The regulation allows each market to have its own praxis; this is however done under a list of requirements that are set in place to protect the markets from abuse.

This thesis has focused on the ability for a member state to shape the legislation on market abuse, to a point that is beyond what the legislation from EU has intended. The first real answer is that it's extremely hard to do so now that MAR is in place, since the member states now have little to no say in how the rules around market abuse are put. So the question has been broadened to also look into the possibilities which were before MAR. Beforehand it is still supposed to line up with the directive, but this isn't always the case, and then the EU needs to rein the member states back in line.

In this thesis there has been a discussion of a particular area in the Danish legislation that did not share the same wording as the directive did. There's a list of signals that must be taken into consideration when looking at market abuse. This was however written as a "can" in the Danish legislation. Through case law it appears as if the Danish legislation is to be understood as "shall", since it is argued that the way it is expressed in the directive must be correct.

Among the areas covered in this thesis are some unwritten principles such as the criterion of importance and unlawful reservation. The criterion of importance was part of the former Danish law but has since been changed. The point is to protect people in situations, where their actions have not been able to make an important difference. With the removal of this, there is no written limit to how small an abuse can be. In the thesis it is argued that there might still be a criterion of importance. The unlawful reservation is seen in case law, and is made to protect people who find

themselves accused of market abuse, when their actions have been legal. The point of this criterion is to maintain a fair trial for people, and not convicting people who might be included, because the legislation has gone too far.

The capability criterion has also been covered. The focus here is to not stop the definition of market abuse at someone successfully doing some sort of abuse; with this criterion it's enough that the actions are capable. This increases the security of the market and also helps enforce more professional behavior.

The discussions and analyses made in this thesis has been done with Danish, EU and foreign legislation and case law, as to understand both the EU legislation as a whole, but also the Danish compared to other member states.

# Indledning

---

I 1933 fik USA gennem flere love opsat retssikkerhed for det amerikanske marked, men på trods af at dette var velkendt, var det ikke før 70'erne at EF- Kommissionens henstilling af 25. juli 1977 om europæiske regler vedrørende handel med værdipapirer, blev indført. På dette tidspunkt havde dansk ret, kun én regulering fokuseret på at regulere børsens organisation og virksomhed, samt rettigheder og pligter for fondsbørsvekslerer. Med den nye henstilling fra EF fremsatte den københavnske børs sine første skriftlige børsetiske regler i 1979:

*»Overtrædelse eller ikke-overholdelse af reglerne kan ikke medføre sanktioner i juridisk forstand. De midler, som står til fondsbørsbestyrelsens rådighed, er for det første gennem henstillinger at hindre påtænkte overtrædelser eller bringe allerede påbegyndte til ophør. For det andet kan fondsbørsbestyrelsen, hvor overtrædelse har fundet sted, påtale det skete, opfordre til at undgå gentagelser, og i mere graverende tilfælde offentligt udtale sin billigelse af den udviste adfærd. I betragtning af den tilslutning, reglerne har fået blandt de hørte organisationer, må det formodes, at risikoen for sådanne foranstaltninger fra fondsbørsbestyrelsens side vil skabe den fornødne præventive effekt, således at bestemmelserne i det store og hele kan forventes at blive overholdt.«<sup>1</sup>*

Dette blev startskuddet til at EU begyndte reguleringen af børsmarkedet, og sidenhen er der fra EU jævnlige blevet lavet flere direktiver, som skal øge både sikkerheden på de europæiske markeder men også konkurrencen mellem disse. I 1987 bliver det danske forbud mod insiderhandel sat fast, og blev yderligere udvidet i 1992 med implementeringen af EU's insiderdirektiv. Ved denne implementering omhandlede forbuddet nu også videregivelse af intern viden, og strafferammen blev fastsat til bøde eller 1½ års fængsel, hvilket var inspireret af reglerne for bedrageri.

Udover indflydelsen fra EU, lavede Danmark selv en større reform af børsen som ikke havde dets grundlag i EU-direktiver. *"Børsreform I"* fra 1987 tog stilling til det voksende marked, og hvordan de tidligere handelsteknikker ikke længere var effektive. Den erstattede den tidligere mundtlige handel og opråbs notering med et elektronisk handels og informationssystem.<sup>2</sup>

I 1993 nedsatte Danmark et børsudvalg som skabte *"Børsreformen II"*, som trådte i kraft i 1996. Dette kom som følge af, at en stor del af de kontinentaleuropæiske aktier og obligationer blev solgt på det London-baserede marked SEAQ, heraf mange danske statsobligationer. Kombinationen af denne stigende internationalisering øgede konkurrencen på det europæiske børsmarked, og implementeringen af investerings servicedirektivet og kapitalkravs direktivet gjorde

---

<sup>1</sup> Clausen, Nis Jul og Moalem, David, NTS 2009:4 "Fra børsetisk til børsret" side 3-4

<sup>2</sup> Lov nr. 316 af 4. juni 1986.

det nødvendigt med endnu en børsreform. Med Børsreformen II blev lovene om værdipapirhandel og fondsmæglerselskaber erstattet med lovene om Københavns Fondsbørs og om en værdipapircentral. Loven om værdipapirhandel indeholder de første paragraffer mod markedsmanipulation. Derudover blev der indført et generelt krav om god værdipapirhandelsskik og forretningsskik for værdipapirhandlere. Børsreformen II bringer fokus på en bredere mængde af aktører på markedet og samspillet mellem disse, heriblandt de noterede selskaber samt dets ejere, de forskellige former for markedspladser, handlerne og investorerne. Reguleringen vi har fået ved at opsætte lov, er gået meget længere og dybere end de børsetiske regler havde mulighed for.<sup>3</sup>

I 2003 blev et nyt direktiv indført mod insiderhandel og markedsmanipulation, markedsmisbrugsdirektivet, 2003/6/EF. Dette direktiv er ét i en række af direktiver, der blev gennemført ved en handlingsplan EU havde fremsat i 1999. Resultatet af EU's handlingsplan blev, at medlemsstaterne oplevede en meget hurtig og betydelig harmonisering af reglerne for de finansielle markeder.

Efter finanskrisen i 2009, blev problematikker synliggjort i de finansielle markeder. Ligesom andre markeder verden over blev de europæiske markeder reguleret, for at skabe mere sikkerhed og stabilitet. Krisen skabte også et større ønske om harmonisering af markederne og et arbejde hen imod ideen om et regelsæt for alle markeder. Fra EU blev der derfor mere fokus på at få indført forordninger, da disse ikke skal implementeres i de enkelte stater, men har umiddelbar virkning i alle stater fra det tidspunkt de træder i kraft.

Indtil 1990'erne har Danmark ikke haft en lov om markedsmanipulation. Indtil dette tidspunkt har Børsen bekæmpet markedsmanipulation med deres egne regler - *De børsetiske regler*.

## Problemformulering

---

Er vi i Danmark særligt disponerede for "kursmanipulatorer", eller fortolker det danske Finanstilsyn og anklagemyndigheden bestemmelserne for restriktivt i deres anmeldelsespraksis?

Hvad kan der udledes af den danske praksis, og fortolker de danske domstole kursmanipulationsbegrebet EU-konformt?

Findes der tilsvarende praksis i andre EU-lande?

---

<sup>3</sup> Clausen, Nis Jul og Moalem, David, NTS 2009:4 "Fra børsetisk til børsret" side 4

# Metode

---

Dette speciale vil fokusere på markedsmanipulation og dets udvikling i Danmark, såvel som i EU-retten. Her gøres brug af den *retsdogmatiske metode*, som forsøger at afklare retstillingen på et område gennem fortolkning og analyse af retspraksis og lov. Det er derfor vigtigt, at være i stand til at forstå tankegangen bag ved afgørelser og love, ved brug af denne metode. Denne forståelse kan opnås gennem forarbejder, domsgrundlag og lignende.

Projektet tager udgangspunkt i en materialistisk ontologi, da der kun er den ret som antageligt forsøges håndhævet, som behandles og kan dokumenteres i form af retsforskrifter og andre skriftligt udtrykte hensyn. Der er et ideologisk aspekt, da det antages at de hensyn og normer, som fremgår af de forskellige retsforskrifter, rent faktisk er udtryk for gældende ret. Det undersøges således *ikke* om de udtrykte regler håndhæves, dog bliver det undersøgt om hvorvidt de er korrekt implementeret.

I dette speciale gennemgås forskellige retskilder og fortolkninger af disse, for derigennem at belyse retstillingen på området for markedsmissbrug.

De to vigtigste retskilder på området vil være Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug (herefter MAR) og Den danske lov om kapitalmarkeder (herefter Kapitalmarkedsloven). Disse to retskilder holder definitionen på markedsmanipulation, og er det primære grundlag, som regulerer dette område. MAR artikel 12 definerer og afgrænser markedsmanipulation, hvor Kapitalmarkedsloven primært refererer til forordningen.

Den EU-retlige forordning har umiddelbar virkning på alle medlemsstater, fra den træder i kraft, hvilket gør den til en meget stærk retskilde, da den er gældende ret i alle medlemsstaterne og ikke kan fraviges, implementeres eller lignende. Det er derfor umuligt at behandle markedsmissbrug indenfor EU, uden at denne forordning vil være gældende. Der kan dog være mulighed for, at en stat skulle fortolke forordningen forkert ved brug på nationalt plan.

Dette speciale vil derfor også undersøge retspraksis på området, da dette er den praktiske anvendelse af forordningen. Der vil også blive taget højde for, om forordningen må formodes at kunne løfte opgaven bedre end tidligere retspraksis har, dette vil blive gjort gennem sammenligning af tidligere ret med den nuværende ret.

Gennem specialet vil der være fokus på, om der er fortolkningsmæssige problematikker i den nye retsforskrift i forhold til den tidligere, derfor kommer forarbejder og præambler også til at have stor betydning, da disse hjælper til fortolkning af retsforskrifterne. Forarbejder og præambler er dog ikke i sig selv gældende ret, men et værktøj, man som jurist kan bruge til at fortolke lovgivningen og retstilstanden. Det kan derfor diskuteres, hvorvidt disse kan ses som retskilder eller ej, dette vil dog ikke blive dækket yderligere i dette speciale. De vil blive brugt som

fortolkningsbidrag, således der kan opnås en klarere forståelse for hensigten med retsforskrifterne.

De EU-retlige præambler er anderledes fra forskrifterne på den måde, at præamblerne er en del af retsforskriften uden selv at være retsforskrifter, hvorimod forskrifterne er et separat dokument, som ikke er vedlagt retsforskriften. Formålet er dog det samme: at hjælpe til fortolkningen af retsgrundlaget uden selv at være en decideret retskilde.

I EU-retten er sammenspillet mellem præambler og artikler dog en essentiel del af retspraksis. Når en sag skal afgøres i EU-retten, bliver der lagt stor vægt på hvorledes præamblerne forklarer, hvordan artiklerne skal forstås, og hvad ønsket med disse har været.

EU-retten har gennem direktiver og forordninger haft kæmpe indflydelse på området og derfor vil der også blive lagt stor fokus på hvordan EU gennem årene har reageret på udviklingen og hvilken effekt dette har haft på retstilstanden i området.

Direktiver fra EU skal implementeres i de enkelte staters lov indenfor en given tidsgrænse.

Værdipapirhandelsloven har været den primære danske lovgivning på området og er blevet opdateret i takt med ny EU lovgivning på området. Gennem implementeringen findes også en fortolkning, som de enkelte stater laver af direktivet. Dette kan blive grundlag for, at forskellige stater implementerer det samme direktiv, men ender med forskellige retstilstande. Ofte har direktiver tilmed minimums- eller maksimumsgrænser, men ikke begge dele, hvilket betyder at direktiverne normalt er designet til at kunne passe ind i de enkelte medlemsstaters ønsker om kontrol i deres stat, dog normalt med et forhold til proportionalitetsprincippet. Dette princip kan hjælpe EU med harmonisering af staterne, da det begrænser staterne til at lovgive med proportionalitet, således at straf skal passe med kriminalitet, eller restriktion skal passe med nødvendighed. Så selvom direktiver kan implementeres på flere måder, er der krav om proportionalitet i lovgivningen.

Forordninger skal ikke implementeres, men er umiddelbart virkende fra det øjeblik de er trådt i kraft. Dette fjerner behovet for fortolkning hos de enkelte stater og implementering med forbehold til proportionalitetsprincippet. Der vil dog altid være en form for fortolkning, som det næsten er uundgåeligt at skulle løse i EU-retten. Problematikken om korrekt implementering fjernes ved forordninger, til at fokusere på om forordningen er overholdt og fortolket korrekt. Gennem retspraksis bliver reglerne bedre forstået, sådan at enkelte fortolkningsproblemer bliver afklaret, hvilket hjælper med at forme reglerne til at passe samfundet bedre.

Mange regler i det danske samfund er blevet skabt gennem retspraksis, hvor en dom har fastlagt et princip som fremover, indtil ændret ved lov eller anden retspraksis, bestemmer hvordan vores retsgrundlag ser ud. Denne slags domme kaldes præjudikater og de skaber en retspraksis som fremtidige domme vil afgøres efter. Det har dog betydning hvilken domstol der har afsagt en dom, da dette er et udtryk for kvaliteten i afgørelsen.

Den konstante udvikling af retspraksis betyder ofte at ældre domme bliver mindre relevante, da de har taget udgangspunkt i et ældre retsgrundlag.



Vigtigheden i en præjudikat afgørelse ligger også i enigheden blandt dommerne, da dissens giver udtryk for, at dommen kunne have gået en anden retning, hvis der var andre dommere til stede. Derfor er retspraksis også af stor betydning for dette speciale, da der er et ønske om at undersøge hvor vidt Danmark har skabt sin egen retstilstand på dette område. Hvis Danmark skulle have skabt sin egen retstilstand, ville man kunne se det på landets retspraksis. For selv hvis lovgivningens ordlyd skulle være anderledes fra andre medlemsstater, vil det ikke have megen effekt hvis retspraksis ikke er anderledes. Der vil derfor blive gennemgået flere domme, for at få indblik i de danske reglers brug i forhold til EU's ønske om harmonisering af regler.

I specialet vil juridisk litteratur og artikler også blive gennemgået. Selvom disse som sådan ikke skal gives nogen værdi som retskilder, hjælper de til forståelsen af retten og dens udtryk i praksis. Det vil derfor umiddelbart ses som et fortolkningsbidrag, dog ikke helt på samme niveau som retskilder og præambler da disse er skrevet af lovgiverne, hvor litteraturen og artiklerne er skrevet af jurister med deres egen fortolkning af loven.

På grund af disse individers egen fortolkning, skal disse kilder også behandles kritisk, da de muligvis indeholder forfatterens egen holdning til en retstilstand i stedet for den virkelige. Det er også vigtigt at pointere, hvis de omhandler et område, som der ikke er bred enighed om.

## Afgrænsning

---

Det primære fokus for specialet er en undersøgelse af markedsmanipulation indenfor de danske regler sammenlignet med EU-retten og andre staters regler. Redegørelsen for andre former for markedsmisbrug er derfor kort, og der vil ikke gives en fyldestgørende beskrivelse.

Der vil desuden ikke blive taget højde for retspraksis udenfor EU.

Der vil blive taget stilling til udvalgt udenlandsk ret, men der vil ikke være en dybere gennemgang af udenlandske retstilstande.

Der er med MAR blevet indført et nyt ord for kursmanipulation navnlig Markedsmanipulation.

Derfor vil specialet så vidt muligt benytte det nyeste ord fremfor det gamle, selv når dette beskriver en retstilstand, hvor det gamle bliver brugt.

# Markedsmisbrug

---

Ved digitaliseringen af børsmarkedet og fjernelsen af børsmæglerens eneret, er der åbnet op for nye muligheder for at misbruge markedet. Til gengæld har man vedtaget en lov, som regulerer disse nye muligheder.

Samtidig med at markedet blev åbnet, blev der i den forbindelse nedsat bredere regler for de forskellige aktører på markedet. Konsekvensen for at misbruge markedet er blevet flyttet fra at Børsen, gennem de børsetiske regler, kan give bøde eller fjerne aktier fra markedet, til at staten nu kan afsige dom og kan fængsle eller give bøde. Så selv om markedet umiddelbart er åbnet, er der både en større konsekvens ved at misbruge dette, og staten har tilmed fået bedre værktøjer til at stoppe misbruget.

Det er vigtigt at markedsmisbrug bliver begrænset så meget som muligt. Markedsmisbrug er ikke kun et problem fordi nogen kunstigt kan forøge værdien af deres aktier, men også fordi det forringer tilliden til markedet. Insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation er de metoder der benyttes i markedsmisbrug. Der blev derfor tidligt i Børsens digitalisering taget stilling til insiderhandel og markedsmanipulation i Værdipapirhandelsloven om uretmæssig videregivelse af intern viden. Her blev det reguleret med en sådan effekt, at handel af noterede værdipapirer var omfanget fra det øjeblik man havde afgivet ønske om optagelse til handel på det regulerede marked - ikke bare på danske markeder men også regulerede markeder i udlandet. Derudover var handel med unoterede aktier hvis prissætning var knyttet til noterede værdipapirer også omfanget af reglerne mod markedsmisbrug. Begreberne blev også implementeret senere gennem Markedsmisbrugsdirektivet fra EU.<sup>4</sup>

## Forskellige former for markedsmisbrug

Begrebet markedsmisbrug omfatter metoderne: insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og kursmanipulation.

De er reguleret ved lov, fra 1996 – 2016 fandtes det i værdipapirhandelsloven §§ 35-39, hvor det nu findes i MAR som har direkte virkning i dansk ret.

Insiderhandel er, når information som ikke er åbent til markedet, bruges til at lave en handel. Det vil sige, når en aktør som ved noget der kan påvirke værdien af pågældende værdipapirer eller på anden måde ændre i grundlaget bag handlen, vælger at handle på markedet, selvom denne information ikke er blevet offentliggjort til markedet.

Der bruges tre principper ved definitionen af intern viden:<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten, side 589

<sup>5</sup> Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten, side 585

1. Ikke offentliggjort viden
2. Specifik viden
3. Viden, som kan have mærkbar betydning for kursen

For at vurdere kravet om offentliggørelse vil der normalt for udstederen ikke være anledning til problemer i praksis. Det andet krav om specifik viden gælder det af MAR, Art. 7(2). For at oplysninger skal være specifikke, kræver det at de indeholder information om en række forhold som er opfyldt eller kan forventes opfyldt, hvortil deres præcision er fyldestgørende til at kunne drage konklusioner fra dem som kan påvirke kursen.

Daimler-dom C-19/11 giver grundlag for, at skulle lave en sandsynlighedstest ved information, som formodes at kunne være relevant intern viden med evne til at påvirke kursen. Hvis det ikke er sandsynliggjort at en viden har haft et potentiale til at påvirke kursen, ses det ikke som intern viden. Kravet om mærkbar betydning for kursen kommer af MAR, Art. 7(4). Det defineres som viden, som en fornuftig investor ville inkludere, når han skulle lave en investeringsbeslutning. Af MAR præambel 14 fremgår det, at fornuftige investorer baserer deres investeringsbeslutninger på baggrund af de oplysninger der allerede er til rådighed, hvortil det også skal vurderes om ny information vil blive taget i betragtning, når der tages hensyn til udstederens samlede aktiviteter, oplysningskildens pålidelighed og forhold der ellers kan påvirke det finansielle instrument. Uretmæssig videregivelse af intern viden er en hjælp, til at undgå situationer hvor viden gives videre, for således at kunne omgå reglerne om insiderhandel. Derudover dækker det også over forkert omgang af informationer. Det er derfor også vigtigt, at vide hvordan information skal videregives, for hvis dette gøres på en måde, der ligger udenfor normal praksis, kan det åbne op for en række problematikker.<sup>6</sup>

Markedsmanipulation er når man bevidst forsøger at påvirke værdien af værdipapirer, ved at give vildledende informationer eller på anden måde forsøge at ændre i værdien på en uretmæssig måde.

Fra lovens side er der blevet nedsat 4 handlinger som udtømmende definerer hvad der skal ses som markedsmanipulation. Derudover er der en række eksempler på hvordan markedsmanipulation kan se ud, disse er ikke udtømmende.

Bestemmelserne for markedsmanipulation omfatter enhver aktør på markedet, hvorimod tidligere regler på området kun havde omfanget de vigtigste aktører på markedet.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten, side 588

<sup>7</sup> Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten, side 589

# Reglernes udvikling

---

Markedsmanipulation og insiderhandel blev i 1996 ved lov om Værdipapirshandel defineret i § 34, hvor stk. 3. definerede markedsmanipulation. §34 stk 3. 1-4 definerede hvilke situationer der skulle forstås som markedsmanipulation og lød som følger:

Ved kursmanipulation forstås handlinger som nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer eller noterede instrumenter efter stk. 1 i en retning, der afviger væsentligt fra disses værdi i markedet, ved

- 1) offentliggørelse eller udspredelse af urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer,
- 2) indberetning af handel med egne værdipapirer, herunder handel med et koncernforbundet selskabs værdipapirer, uden at det er markedet bekendt,
- 3) indberetning af handel med sig selv, herunder handel med koncernforbundne selskaber, uden at det er markedet bekendt, eller
- 4) indberetning af handel, når det mellem køber og sælger er aftalt, at tab dækkes på anden måde, uden at det er markedet bekendt.<sup>8</sup>

De grundlæggende tanker bag markedsmanipulation var, at man agerede på markedet uden at give de fulde informationer bag sine handlinger eller at give urigtige informationer. Der var også et væsentlighedskrav om, at handlingerne skulle have potentiale til at afvige værdipapirerne væsentligt fra deres faktiske værdi.

Reglen om væsentlighed blev fjernet i 1998 gennem ændringer af loven. Derudover blev der i § 39 lavet et fuldkomment forbud mod markedsmanipulation, plus et forbud mod at foretage en handel, hvori man ved eller formoder at en part har foretaget markedsmanipulation. Derudover blev markedsmanipulation ændret ved denne lov fra at skulle udføres ved hjælp af uhæderlige midler, til at der skulle være tale om en uredelig kurspåvirkning.

I 2003 blev markedsmisbrugsdirektivet vedtaget i EU. Her blev en EU-retlig definition på markedsmanipulation sat op i artikel 1:

*a) transaktioner eller handelsordrer,*

*- der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, eller*

*- hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstigt niveau,*

*medmindre den, der har indgået i transaktionerne eller har afgivet handelsordrerne,*

*godtgør, at begrundelsen for at indgå i sådanne transaktioner eller ordrer er legitim, og at*

---

<sup>8</sup> Lov nr 1072 af 20/12/1995 Kap 10, § 34, stk. 3

*disse transaktioner eller handelsordrer er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis på det pågældende regulerede marked*

*b) transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund*

*c) udbredelse af oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om finansielle instrumenter, herunder spredning af rygter og urigtige eller vildledende nyheder, når den person, der har spredt dem, vidste eller burde have vidst, at oplysningerne var urigtige eller vildledende. Når det er journalister, der som led i deres erhvervs-mæssige aktivitet udbreder sådanne oplysninger, skal forholdet med forbehold af artikel 11 vurderes under hensyn til de regler, der gælder for deres erhverv, medmindre disse personer direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af de pågældende oplysninger.*

*Nedenstående eksempler tager udgangspunkt i basisdefinitionen i litra a), b) og c) ovenfor:*

- adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et finansielt instrument med den virkning, at købs- og salgskurser påvirkes direkte eller indirekte, eller der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionen*
- køb eller salg af finansielle instrumenter ved markedets lukketid med den virkning, at personer, der handler på grundlag af slutkurserne, vildledes*
- udnyttelse af lejlighedsvis eller regelmæssig adgang til de traditionelle eller elektroniske medier ved at udsende en meningstilkendegivelse om et finansielt instrument (eller indirekte om udstederen heraf) - efter på forhånd at have erhvervet sig dele af det pågældende finansielle instrument - og ved senere at drage fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på instrumentet, uden samtidig at have afsløret interessekonflikten over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde.<sup>9</sup>*

*Definitionerne på kursmanipulation tilpasses for at sikre, at nye adfærdsmønstre, der i praksis indebærer kursmanipulation, omfattes.*

Definitionen fra EU omkring markedsmanipulation er mere uddybende og omfattende end de originale markedsmanipulationsregler i Danmark. Det der er anderledes fra de danske regler, kan ses i dette direktiv, hvor der gives mulighed for at godtgøre en handling, som har lignet et forsøg på markedsmanipulation, og dermed undgå at blive straffet, hvis der har været en legitim begrundelse eller accepteret markedspraksis for handlingen.

Den danske definition har desuden fokus på mere specifikke måder hvorpå manipulationen kan ske.

---

<sup>9</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug) Artikel 11litra b

EU-direktivet ligger også fokus på mediernes rolle i manipulationen, hvilket er et område, som de danske regler ikke havde omfattet førhen. Fokus er i denne forbindelse, at sørge for at medierne kan agere i deres rolle som journalister. Har medierne en interesse i at sprede de vildledende informationer, bliver de dog ikke beskyttet, selvom de kun agerer i form af deres arbejde.

De EU-retlige regler omfatter ideen om markedsmanipulation på en bredere måde, ved at forbyde enhver form for planlagt bedrag. EU-retten indfører derved en form for forbud mod at handle med svig eller uhæderligt, hvilket ikke er lige så klart i den danske lovgivning. Dette var en reaktion på den voksende internationalisering og et øget ønske om sikkerhed på de fælles markeder. Direktivet var et rammedirektiv, som lagde bunden for at EU senere ville kunne bygge videre på et mere harmoniseret område af markedet. Direktivet blev videre præciseret gennem 3 direktiver og en forordning, hvoraf kommissionens gennemførelsesdirektiv direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 og kommissionens forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003 berørte markedsmanipulation.

I April 2005 blev markedsmisbrugsdirektivet og det nævnte gennemførelsesdirektiv implementeret i dansk ret gennem værdipapirhandelsloven. Derigennem blev definitionen af og indikatorer på markedsmanipulation yderligere specificeret af EU, hvilket har skabt et mere detaljeret grundlag for markedsmanipulation. Denne implementering har dog ikke stået i vejen for, at tidligere retspraksis stadig er relevant, da retsområdet kun er blevet bredt ud og ikke indsnævret.

Ved implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet blev markedsmanipulation yderligere uddybet. De fire former for markedsmanipulation blev ændret til at passe bedre til direktivet og blev flyttet fra § 34, som den delte med insiderhandel til § 38. Efter implementering var de fire former for markedsmanipulation følgende:

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 deres værdi i markedet, ved

- 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.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> LBK nr 843 af 07/09/2005 § 38

Det bemærkes at ordlyden af § 34 stk. 3, nr. 1, om offentliggørelse eller udspredelse af urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer blev ændret fra kun at omfatte udstederen til også at omfatte selve værdipapiret. Lovforslaget beskriver dog at der alene er tale om en videreførelse af § 34, stk. 3, nr. 1, hvortil det virker tvivlsomt at der er en reel forskel i den praktiske anvendelse.<sup>11</sup> Markedsmisbrugsdirektivet uddyber dog grundlaget for hvilke former for transaktioner og handelsordrer, der er omfattet af markedsmanipulation. Med Artikel 1, nr. 2 litra a og b, bliver det udvidet fra kun at omfatte gennemførte handler til også at omhandle afgivne handelsordre.

Definitionen for markedsmisbrug blev yderligere udvidet ved § 34, stk. 1, nr. 4, til også at indeholde et forbud mod at bruge sin dominerende stilling til at påvirke kursen til et unormalt eller kunstigt niveau. Det er derfor, ved markedsmanipulation, uvedkommende om man bruger urigtige eller vildende metoder, hvis man er i en dominerende stilling.

Efter § 38, stk. 1, kommer der nu en ikke udtømmende liste over eksempler på markedsmanipulation.

§ 39 er stadig et generelt forbud mod markedsmanipulation. Der er dog ikke længere et forbud mod at handle med nogen, man ved eller har mistanke om, udfører markedsmanipulation. Dette er forudsat at man agerer loyalt over for sin kundes ordre. Staten er også udenfor forbuddet når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik. Derudover er handel med egne aktier i led af tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter, heller ikke omfattet af forbuddet mod markedsmanipulation.

I Juni 2016 trådte forordningen om markedsmisbrug fra EU i kraft. Denne forordning erstattede det tidligere direktiv om markedsmisbrug. Efter finanskrisen blev der et større ønske om at styrke retssikkerheden og gennemsigtigheden på det fælles marked. Denne forordning er en af flere, som er blevet skabt af dette ønske.

Forordningen søger også at optimere reglerne, som blev sat i kraft af markedsmisbrugsdirektivet fra 2003, da markedet har udviklet sig væsentligt siden da.<sup>12</sup>

Begrundelsen for ikke at opdatere direktivet, men i stedet lave en forordning ligger i et ønske om minimal forvirring af reglerne. Med forordningen er der ikke nogen implementering i den enkelte stats lov, den er umiddelbart virkende fra dato for ikrafttrædelse. Særligt kan direktiver give problemer for virksomheder med grænseoverskridende elementer, da en stats implementering ikke nødvendigvis er homogen med en andens.<sup>13</sup>

Ved MAR bliver definitionen på markedsmanipulation igen ændret til at regulere det nuværende samfund bedre.

Af artikel 12 fremgår denne definition:

<sup>11</sup> Lovforslag L 13, FT 2004-05, de specielle bemærkninger til § 38

<sup>12</sup><sup>12</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN> nr 3

<sup>13</sup><sup>13</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN> nr 5

1. Ved anvendelsen af denne forordning omfatter markedsmanipulation følgende aktiviteter:

a) indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre eller anden adfærd, som:

- i) giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, eller
- ii) sikrer eller antages at sikre kursen på et eller flere finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter på et unormalt eller kunstigt niveau medmindre den person, som indgik en transaktion, udstedte en handelsordre eller deltog i enhver anden adfærd, godtgør, at en sådan transaktion, ordre eller adfærd er foretaget af lovlige årsager og er i overensstemmelse med en accepteret markedspraksis fastlagt i overensstemmelse med artikel 13

b) indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre eller enhver anden aktivitet eller adfærd, der påvirker eller antages at påvirke kursen på et eller flere finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, i forbindelse med hvilken der benyttes fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund

c) udbredelse af oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, eller som sikrer eller antages at sikre kursen på et eller flere finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter på et unormalt eller kunstigt højt niveau, herunder spredning af rygter, når den person, der har spredt dem, var eller burde have været klar over, at oplysningerne var urigtige eller vildledende

d) videregivelse af urigtige eller vildledende oplysninger eller indberetning af urigtigt eller vildledende input vedrørende et benchmark, når personen, der stod for videregivelsen eller indberettede inputtet, var eller burde have været klar over, at det var urigtigt eller vildledende, eller enhver anden tilsvarende aktivitet, som manipulerer beregningen af et benchmark.<sup>14</sup>

Dette er en uddybning af de tidligere regler som er blevet nødvendig, idet behovet for regulering er blevet udvidet. Fokus på manipulation har flyttet sig længere ud fra de traditionelle markeder og finansielle instrumenter til at omfatte områder, som tidligere ikke har haft meget fokus, såsom emissionskvoter og benchmarking. Dette er også en klar reaktion fra finanskrisen, da denne fik verden til at indse, at der var flere måder at manipulere på end forventet, og at disse andre måder også kunne have stor indflydelse på hvordan markedet ser ud.

Forordningen tager også stilling til udvikling af forskellige markeder hvor definitionen fra 2003 ikke længere er opfangende nok til at inkludere alle de relevante markeder. I præambelen nævnes det, at der er i stigende omfang er blevet handlet på multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er). Der findes

<sup>14</sup> EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 Artikel 12 stk. 1.



også finansielle instrumenter, som kun handles på andre typer af organiserede handelsfaciliteter (OHF'er), eller som kun handles over the counter (OTC).<sup>15</sup> Derfor udvider forordningen også anvendelsesområdet til at omfatte alle finansielle instrumenter, der handler på et reguleret marked, en MHF eller en OHF, og enhver anden adfærd eller handling, som kan påvirke et sådant finansielt instrument, uanset om det finder sted på en markedsplads. Med denne udvidelse bliver forbuddet mod markedsmanipulation endnu sværere at bevæge sig rundt om, da bare én handling der er egnet til at påvirke de finansielle instrumenter er omfanget.

Benchmarking er et andet område som forordningen tager op, da dette førhen ikke har været bundet op til markedsmanipulation. Benchmarking er en vurdering af en række områder i en virksomhed, som sættes op, sådan at det kan sammenlignes med andre virksomheder. Der er en stor praksis for at benchmarke hvortil manipulation af interbank renter kan skade tilliden til det fælles marked, skabe økonomiske tab for investorer og forvride realøkonomien.

Anvendelsesområdet strækker sig over offentliggjorte benchmarks på internettet, selv hvis de er gratis. Dette falder i stil med formålet om at udbrede anvendelsesområdet, sådan at alle relevante områder der kan påvirke markedet bliver dækket.<sup>16</sup>

Forordningen ligger også vægt på et ønske om at udvikle retsområdet til hele tiden at omfatte nye måder at handle på. Der er et klart ønske om, at lovgivning ikke skal blive forældet og ineffektiv i fremtiden. Der bliver fremsat eksempler på nye måder at handle på som også skal inkluderes i definitionen af markedsmisbrug.

I Artikel 12 bliver der fremvist en ikke-udtømmende liste over eksempler på markedsmanipulation. Denne liste indeholder 2 nye eksempler på markedsmanipulation;

- at købe eller sælge finansielle instrumenter ved markeds åbningstid, for at vildlede investorer der handler på baggrund af åbningskursen
- at bruge en form for algoritme som er i stand til at afbryde eller forsinke anvendelsen af markedspladsens handelssystem, og dermed gøre det vanskeligere at identificere reale handelsordre.

Safe-harbour forordningen blev erstattet med MAR, ved dels at blive indsat i denne og ved at blive sat op i en ny Safe-harbour forordning. Safe-harbour dækker over tilbagekøb af egne aktier og stabilisering, blandt andet gennem brug af tilbagekøbsprogrammer. Området blev først afdækket i Markedsmisbrugsdirektivet af 2003 og senere i forordningen fra samme år om safe-harbour. Safe-harbour omfatter aktietilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter. Dette er områder som nemt kan forveksles med forsøg på markedsmanipulation. Derfor er der lavet regler som undtager disse fra at være markedsmanipulation, så længe de overholder de opsatte

---

<sup>15</sup> EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 præambel nr. 8

<sup>16</sup> <https://www.kromannreumert.com/Nyheder/2016/08/Forbuddet-mod-markedsmisbrug-i-MAR> (sidst åbnet 17.05.18)

grænser. Dette er en vigtig måde at agere på markedet og internt og på samme tid er det også gjort sikrere, idet reglerne stiller krav om gennemsigtighed. Reglerne begrænser muligheden for markedsmanipulation blandt andet ved at kræve offentliggørelse af tilbagekøb af værdipapir senest 7 dage efter handlen er færdiggjort. De udførte transaktioner skal også indberettes til finanstilsynet i en detaljeret form og en sammenfattede form.

Der er også krav om størrelse på tilbagekøb af værdipapirer. Kravet lyder på, at det ikke er tilladt at tilbagekøbe mere end 25 % af de dagligt handlede værdipapirer. Dette krav kunne i tidligere reguleringer gå op til 50 % hvis handlen af værdipapiret var meget lav. Det blev dog kun sjældent brugt, og er derfor ikke inkluderet i de nye regler.<sup>17</sup>

MAR har en omfattende virkning på markedsmisbrug. Det er dog primært gennem modifikationer af de dagældende regler, i stedet for at indsætte nye regler. Det kan ses som en opdatering, som forsøger at tage de samme principper og ideer, og gøre dem i bedre stand til at have en effekt på et samfund, der har udviklet sig i de sidste 13 år. EU kommer ofte med reguleringer, som er til for at holde loven effektiv i takt med samfundets udvikling, denne forordning er et større ryk imod dette ønske. En markant forskel forordningen bringer, er at tage retsgrundlaget fra de enkelte stater, og trække det op på fællesskabs niveau. Selvom direktiverne skal implementeres i de enkelte stater, er forordningen et niveau højere endnu, da dette ikke skal implementeres. Dette bevirker, at handlende på de forskellige markeder ikke kun skal være opmærksomme på national ret, men i stigende grad have fokus på EU-ret, da tendensen er at flytte flere retsområder op på forordningsniveau, i et forsøg på at forene os mere.

I begyndelsen af 2018 blev loven om kapitalmarkeder sat i kraft. Denne lov er primært en reaktion på udviklingen i de kapitalmarkeder siden "Børsreformen II".

Der har været en stor udvikling på området specielt gennem EU-rettens implementering af direktiver og offentliggørelse af forordninger. Specielt har MAR haft en stor indflydelse, da denne, meget som den nye lov om kapitalmarkeder, har gjort op med den ældre lovgivning og opdateret retsgrundlaget til et, der bedre rammer det samfund det benyttes i. Ligesom at MAR erstattede markedsmisbrugsdirektivet, erstatter Kapitalmarkedsloven Værdipapirhandelsloven.

Anvendelsesområdet udvides til at omfatte flere finansielle instrumenter og aktører end tidligere. Der er også lagt fokus på at streamline overimplementeringen af direktiver fra EU, sådan at det bliver mere sammenhængende og nemmere at navigere. Der bliver også åbnet for den nye markedspladstype, organiseret handelsfacilitet (OHF), og videreførte ikke den særlige danske type "alternativ markedsplads". En multilateral handelsfacilitet (MHF) kan nu også registreres som et vækstmarked for små og mellemstore virksomheder (SMV-vækstmarked).

---

<sup>17</sup> <http://docplayer.dk/21816502-Markedsmisbrugsforordningen-en-indfoering-i-de-nye-regler.html> side 8 (sidst åbnet 17.05.18)

Den nyeste lovgivning er lavet med henblik på den nye forordning MAR, og det ses tydeligt i hvilke områder den omfatter. Den har kun været en naturlig reaktion på EU's lovgivning, og er med til at løfte det samlede mål om at skabe et mere homogent EU.<sup>18</sup>

Kapitalmarkedsloven har modsat de tidligere danske love ikke opsat en definition på markedsmanipulation, men i stedet er der refereret til den nye forordning, navnlig MAR. Dette skyldes primært at der nu er en forordning, som indeholder definitionen af markedsmanipulation. Definitionen skal nu hverken implementeres eller defineres af de enkelte stater, hvilket er med til at skabe det ønskede harmoniserede marked som EU prøver at skabe. I høj grad fjerner Kapitalmarkedsloven altså tidligere lovgivning, som nu kun skal reguleres på EU-niveau på grund af forordninger.

## De faktiske gældende regler for MAR Artikel 12

Med Mar er definitionen flyttet fra nationalt implementeret niveau til unions niveau. Kapitalmarkedsloven refererer ikke direkte til definitionen på markedsmanipulation, men refererer dog til forordningen, i den forstand at reglerne skal overholdes med forbehold til forordningen, hvor der i de fleste tilfælde er en specifik artikel nævnt. De gældende regler for markedsmisbrug skal altså findes i MAR, og ikke direkte i dansk lovgivning. I MAR artikel 15 er der direkte forbud mod markedsmanipulation, og i artikel 12 findes definitionen på dette.

## Artikel 12 - Markedsmanipulation

Artikel 12 definerer markedsmisbrug. Gennem 3 punkter "a, b, c, d og e". Der bliver lagt stort vægt på, at manipulation ikke nødvendigvis skal have den "ønskede" effekt, før der er tale om manipulation. Det handler primært om, at man har ageret på en måde, der har skabt mulighed for, at markedet er blevet vildledt. I de 5 punkter bliver en række af forskellige måder sat op, dette er en udtømmende liste. For at blive dømt for markedsmanipulation, skal ens handlinger altså falde ind under disse definitioner:

1. Ved anvendelsen af denne forordning omfatter markedsmanipulation følgende aktiviteter:

a) indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre eller anden adfærd, som:

i) giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, eller 12.6.2014 Den Europæiske Unions Tidende L 173/29 DA

ii) sikrer eller antages at sikre kursen på et eller flere finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter på

<sup>18</sup> <https://www.kromannreumert.com/Nyheder/2018/01/Den-nye-kapitalmarkedslov-Hvad-boer-du-vide> (sidst åbnet 17.05.18)

*et unormalt eller kunstigt niveau medmindre den person, som indgik en transaktion, udstedte en handelsordre eller deltog i enhver anden adfærd, godtgør, at en sådan transaktion, ordre eller adfærd er foretaget af lovlige årsager og er i overensstemmelse med en accepteret markedspraksis fastlagt i overensstemmelse med artikel 13*

Stk 1. litra a. lægger grundlaget for, hvornår transaktioner og handelsordre bliver problematiske i forhold til manipulation. Her bliver der lagt vægt på, at det ikke er vigtigt, at en manipulation reelt sker, men det er tilstrækkeligt at muligheden for realisation er der, dette kaldes egnethedskriteriet.

Manipulationen sker gennem signaler. Der er ikke brug for store udmeldinger eller på anden måde videre overbevisende adfærd, men det er nok at sende signaler som kan være vildledende. Der er heller ikke krav om hvor mange mennesker manipulationen omfatter, det er derfor nok at bare en enkelt person er blevet manipuleret. Dette er med til at skabe et professionelt klima, hvor der ikke er plads til at agere uregelmæssigt, da dette kan forvirre markedet.

Det omfattede område er også med et ønske om at dække alle større markeder hvor markedsmanipulation kan give en uretfærdig fordel. Hvis man manipulerer med det formål at sikre eller stabilisere kursen, kan der ved godtgørelse gennem legalitet eller praksis gives godkendelse til dette i overensstemmelse med artikel 13. Dette er et klart behov, som der ikke har været i en tidligere dansk definition. Muligheden for at bevise at man ikke forsøger at manipulere markedet, men i stedet forsøger at stabilisere, selvom det kan ses som manipulation er en vigtig ret. Det afhjælper visse situationer, som normalt ville lide under at lovgivningen er for vidtgående.

*b) indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre eller enhver anden aktivitet eller adfærd, der påvirker eller antages at påvirke kursen på et eller flere finansielle instrumenter, i relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, i forbindelse med hvilken der benyttes fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund.*

Denne del af artiklen har fokus på et generelt forbud mod at forsøge at gøre noget med svig eller på uhæderlig vis. Det kaldes ikke svig og uhæderlig vis, men fingerede planer eller andre former for bedrag eller påfund vil have samme betydning som svig og uhæderlig vis. Der reguleres her imod at agere på en måde, hvor man er velvidende om, at dette ikke vil være en korrekt måde at agere på. Dermed bliver der lagt restriktion på hvordan man kan manipulere markedet, gennem hvad der forekommer at være legale handlinger. Der bliver altså lagt vægt på hensigten bag handlingen.

Svig og uhæderlig vis vil sige at man laver legale aftaler, hvor den anden part bliver snydt. Retsmæssigt vil man ikke kunne indgå en aftale, da der er manglende information imellem parterne. Ligeledes kan man agere på markedet og gøre noget, som i princippet ikke er manipulerende, men stadig bruge svig eller uhæderlig vis selvom man ikke har spredt vildledende

eller urigtige informationer. En lignende definition har også været del af tidligere dansk ret. En måde man undgår at blive set som en der agerer "svigagtigt eller uhæderligt" er, at informere markedet om hvad begrundelsen bag ens handlinger er. Hvis man agerer på en usædvanlig måde, bør man informere markedet om grunden herfor, for at undgå at blive beskyldt for at ville manipulere markedet.

Et eksempel herpå kan være "daytrader" eller "fake order" sager. I disse har en aktør givet udtryk for, at ville agere på markedet, men han har ikke nogen intensjon om at gennemføre sine ordrer. Han vil i stedet agere på den ændring, der kommer i kursen på grund af de handelsordrer han har udgivet. Når han har haft mulighed for at agere på ændringen i kursen der er kommet fra de ordrer han har givet, sletter han de fiktive ordrer, som han ikke havde i sinde at gennemføre. Det er nu lykkes at skabe en profit fra en situation, der aldrig fandtes.

Det kan også gøres ved at handle ved markedets åbning eller lukning. Ved lukningen fastsættes en pris som folk vil agere på, mens markedet er lukket, og ved åbningen kan en ændring virke mere troværdig, da markedet kunne have ændret sig, mens markedet var lukket. Ved at påvirke slut og åbningsprisen kan man skabe vildledende signaler, hvilket kan blive set som markedsmanipulation.

*c) udbredelse af oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, eller som sikrer eller antages at sikre kursen på et eller flere finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter på et unormalt eller kunstigt højt niveau, herunder spredning af rygter, når den person, der har spredt dem, var eller burde have været klar over, at oplysningerne var urigtige eller vildledende.*

Ligesom de tidligere danske regler, er der et forbud mod at benytte medierne til at sprede urigtige eller vildledende signaler.

Oplysninger kan spredes på mange måder men det er vigtigt, at det der bliver spredt ikke vildleder modtagerne. En måde dette kunne ske på, ville være hvis den der spreder informationen, ikke gør det klart denne har en interesse i at kursen bliver påvirket af disse informationer. Derfor går forordningen så langt at man kan blive set som manipulerende, hvis man burde vide, at de informationer man spreder, er eller antages at være urigtige eller vildledende.

Dette skaber behov for at beskytte journalister og redaktører, hvis job det er at sprede informationer, hvilket fremgår i artikel 21 i forordningen. Den generelle idé er altså, at medierne ikke skal være bange for at videregive informationer og derigennem gøre sig selv skyldig i markedsmanipulation. Dette ønske udspringer af ytringsfriheden og den frie presse som er værdier der ikke er interesse i at begrænse. Derfor ses der på, om det er en interesse for dem, som spreder rygter. Artiklen har to undtagelser hvor medierne vil kunne blive set som at have været manipulerende:

*a) de pågældende personer, eller personer med nær tilknytning til dem direkte eller indirekte drager fordel af eller opnår fortjeneste ved offentliggørelsen eller udbredelsen af de pågældende oplysninger, eller*

*b) offentliggørelsen eller udbredelsen sker med det formål at vildlede markedet om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter*

Selvom artikel 21 beskytter medierne, er kravet mod interessekonflikt bredt, og kræver ikke meget før der er tale om manipulation. Det er derfor meget vigtigt, at man som presse og lignende sikrer sig, at man ikke har en interesse i den historie man spreder.

Reglerne tager endda skridtet videre, og omhandler folk med nær tilknytning til dem, som spreder informationen. Som journalist kan det derfor være vigtigt at undersøge, hvad spredningen af visse informationer kan betyde for dem og folk i deres omgangskreds.

Formålet med artikel 21 er at sikre, at medierne kan dække historier om udviklingen på markedet og lignende, uden selv at være en del af manipulationen. Det ville være meget imod ideen om sikre markeder og gennemsigtighed, hvis medierne skulle sikre sig, at de ikke er med til at manipulere markedet, hver gang de spreder informationer. Det ville til gengæld også være til stor skade for markedet, hvis der ikke var en grænse for hvornår medierne må sprede informationerne. Derfor har vi en boble som medierne kan operere indenfor. Det er dog en skrøbelig boble som ikke kræver meget interessekonflikt før den sprænges og tilladelsen til at sprede informationer der kan være manipulerende ikke længer er dækkende.

*d) videregivelse af urigtige eller vildledende oplysninger eller indberetning af urigtigt eller vildledende input vedrørende et benchmark, når personen, der stod for videregivelsen eller indberettede inputtet, var eller burde have været klar over, at det var urigtigt eller vildledende, eller enhver anden tilsvarende aktivitet, som manipulerer beregningen af et benchmark.*

Benchmarking er blevet gennemgået tidligere, samt problematikken i at kunne manipulere med disse. Dette område har ikke umiddelbart været omfattet af den tidligere danske definition af markedsmanipulation. Dog omfattede den tidligere danske definition "udbredelse af oplysninger gennem medierne eller ved andre metoder", hvor manipulation af benchmarking umiddelbart må kunne forstås som omfattet.

Ud over definitionen er der i artikel 12 også opsat en række eksempler på, hvordan manipulation kan se ud. Dette hjælper retten, til at kunne fortolke definitionen i de tilfælde, som ikke er helt åbenlyse, og kan derfor være med til at tippe afgørelsen til den ene eller anden side. Dette er en ikke udtømmende liste modsat definitionen. Det betyder, at der er givet en række eksempler, men der kunne godt have været flere. Eksemplerne er altså ikke alle former for manipulation og er blot med for at afhjælpe til at grænserne kan afgøres, og dermed tjene til en bedre forståelse af definitionerne.

2. Følgende adfærd anses blandt andet for at være markedsmanipulation:

a) adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et finansielt instrument, relaterede spotkontrakter vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter med den virkning eller antagelige virkning, at købs- og salgskurser påvirkes direkte eller indirekte, eller der skaber eller antages at skabe andre urimelige vilkår for transaktionen

b) køb eller salg af finansielle instrumenter ved markedets åbnings- eller lukketid med den virkning eller antagelige virkning, at investorer, der handler på grundlag af de offentliggjorte kurser, herunder åbnings- og slutkurserne, vildledes

c) afgivelse af handelsordrer til en markedsplads, herunder en eventuel annullering eller ændring heraf, ved hjælp af ethvert tilgængeligt handelsmiddel, herunder elektroniske midler som f.eks. algoritmiske handelsstrategier og højfrekvenshandelsstrategier, og som har en af de i stk. 1, litra a) eller b), omhandlede effekter ved:

i) at afbryde eller forsinke anvendelsen af markedspladsens handelssystem eller som antages at kunne gøre det

ii) at gøre det vanskeligere for andre personer at identificere reelle handelsordrer i forbindelse med markedspladsens handelssystem eller som antages at kunne gøre dette, f.eks. ved at afgive ordrer, som fører til overbelastning eller destabilisering af ordrebogen, eller

iii) at sende eller antages at ville sende et urigtigt eller vildledende signal om udbuddet af eller efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument, navnlig ved at afgive ordrer for at igangsætte eller forstærke en tendens

d) udnyttelse af lejlighedsvis eller regelmæssig adgang til de traditionelle eller elektroniske medier ved at udsende en meningstilkendegivelse om et finansielt instrument, relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter (eller indirekte om udstederen heraf) efter på forhånd at have erhvervet sig dele af det pågældende finansielle instrument, den relaterede spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter og ved senere at drage fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på instrumentet, den relaterede spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, uden samtidig at have afsløret interessekonflikten over for offentligheden på korrekt og effektiv vis L 173/30 Den Europæiske Unions Tidende 12.6.2014 DA

e) køb eller salg på det sekundære marked af emissionskvoter eller dermed relaterede derivater inden auktionen, der afholdes i henhold til forordning (EU) nr. 1031/2010, med den virkning, at auktionsprisen på auktionsprodukterne fastsættes på et unormalt eller kunstigt niveau, eller at budgiverne på auktionerne vildledes.

3. Med henblik på anvendelsen af stk. 1, litra a) og b), og uden at det berører de former for adfærd, der er anført i stk. 2, definerer bilag I ikkeudtømmende indikatorer i tilknytning til anvendelse af fingerede planer eller andre former for bedrag eller påfund og ikkeudtømmende indikatorer i tilknytning til urigtige eller vildledende signaler og kurssikring.

*4. Hvis en person som omhandlet i denne artikel er en juridisk person, finder denne artikel i overensstemmelse med national ret også anvendelse på fysiske personer, som deltager i beslutningen om at gennemføre aktiviteter for den pågældende juridiske persons regning.*

*5. Kommissionen tillægges beføjelse til at vedtage delegerede retsakter i overensstemmelse med artikel 35 vedrørende specificering af de indikatorer, der er fastsat i bilag I, med henblik på at præcisere elementerne heri og tage højde for den tekniske udvikling på de finansielle markeder.*

I den danske definition blev der også lagt vægt på misbrug af en dominerende stilling. Værdipapirloven § 38 stk. 1 nr. 4 var dedikeret udelukkende til, at misbrug af dominerende stilling også var defineret som markedsmanipulation.

Definitionen i MAR har ikke samme ordlyd, og ligger slet ikke vægt på dominerende stilling. Det er dog ikke det samme som at definitionen er ændret, således at dette ikke er manipulation.

Manipulation gennem en dominerende stilling kan falde ind under flere punkter i definitionen i MAR, og der er derfor ikke grund til at tro, at den nye definition har lavet et hul for en dominerende stilling. Derudover ses et eksempel på at opnå en dominerende stilling i artikel 12 stk. 2 litra a, hvor denne bliver benyttet til at opnå urimelige vilkår, eller at skabelsen af denne dominerende stilling direkte eller indirekte påvirker købs og salgskursen.

Blandt eksempler bliver det også nævnt i nr. 2 som tidligere at handle ved åbning/lukketid, således at kursen bliver påvirket på en måde, så de investorer der bruger disse kurser til at handle, bliver vildledt.

Nr. 3 tager stilling til afgivelse af handelsordre for så at trække den tilbage før den kan fyldestgøres. Når dette gøres med fortsæt fra begyndelsen om ikke at ville gennemføre handlen, defineres dette også som manipulation. Eksemplet er specificeret med tre måder hvorpå sådan et forsøg, kan udformes. Den første mulighed er at forsinke eller afbryde markedspladsens handelssystem. Det kan både være en overvejende fysisk eller digital måde at manipulere på. Det er højst sandsynligt tiltænkt den digitale forstand, da markedspladserne nu til dags normalt er digitaliseret. Handelssystemet kunne blive hacket, og derigennem enten afbrudt eller på anden måde gjort ude af stand, til at operere på den ønskede måde.

Den anden nævnte metode i dette eksempel, er at forvirre de andre investorer, ved at overbelaste systemet med handelsordrer i en sådan grad, at det ikke er gennemskueligt hvilke ordrer der er falske. Igen må den primære anvendelse af dette eksempel være digital, da systemet normalt er lavet til at skulle modtage alle ordrer, og ved den korrekte metode kan man belaste det ved at indsætte for mange.

Den sidste metode er tidligere blevet nævnt, den omhandler at afgive falske handelsordrer, for at få efterspørgslen på det finansielle instrument til at synes større. Ved at indgive handelsordrer får man andre investorer til at fokusere på det finansielle instrument, og disse bliver manipuleret af en falsk interesse, som man så senere fjerner grundlaget for. Hvis det viser sig effektivt, kan interessen stadig stige efter de falske handelsordrer er blevet trukket tilbage, på grund af interesse skabt af andre investorer.



Eksempel d beskriver en vigtig tankegang i markedsmanipulation, som også har fremgået af dansk ret. Hvis der opstår en interessekonflikt, som sker når man udgiver sin mening om et af MAR omfattet område uden at informere om ens egen interesse i dette, kan det være markedsmanipulation. Dette er tidligere gennemgået i afsnittet om journalister og redaktører, der ikke må publicere nyheder, som kan være manipulerende hvis de selv har personlig interesse i udspredelsen af nyheden. MAR har her igen understreget vigtigheden i, at information skal kunne spredes sikkert og gennemsigtigt. Det overvejende fokus er altså, at have kendskab til hvor vidt det sagte er sandt, men også hvilken interesse den som siger det har.

### Artikel 13 - Markedspraksis

Markedspraksis er også en vigtig faktor i markedsmanipulation. Selv om det klare ønske fra EU er at markederne bliver mere harmoniserede, er der også givet plads til mulighed for mere specialiserede regler for de individuelle markedspladser.

I præambel 42 gives der udtryk for at hvis en aktør gennem dennes handelsordre eller transaktioner, kan anses for at have udført markedsmanipulation, kan denne forsvare sig selv gennem påstand om markeds praksis. Den myndighed som er ansvarlig for markedsmanipulation, er den eneste der kan fastlægge praksis på markedet. Det er derfor ikke muligt, at benytte et markeds praksis på et andet marked.

Forskellige praksis kan i udgangspunktet være med til at skabe større forvirring ved handel på forskellige markeder, og dette ville være imod EU's ønske om harmonisering. Der er derfor opstillet en række kriterier, der skal overholdes ved fastlæggelse af en ny markedspraksis. Der skal tages højde for, hvordan den ønskede praksis vil påvirke markedet i forhold til resten af EU. Derfor skal der lægges vægt på gennemsigtighed, sammenspil mellem udbud og efterspørgsel, likviditet, effektivitet, handelsmekanismer, integriteten af direkte eller indirekte forbundne markeder, markedets strukturelle karakteristika og enhver undersøgelse lavet af en myndighed om praksissen, med henblik på om den bryder reglerne om markedsmanipulation eller adfærdskodekser.

Når en myndighed har lavet en vurdering af en praksis, skal denne informere Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (herefter ESMA) og andre kompetente myndigheder, om ønsket om at fastlægge en markedspraksis. Myndigheden skal her udlevere en detaljeret vurdering, som ESMA derefter giver svar på, om hvor vidt praksissen er godkendt. Derudover er der også givet mulighed for at andre myndigheder kan, hvis de mener et markedsplads har en praksis som ikke opfylder kriterierne, informere ESMA om dette og få skabt en mulighed for, at en aftale kan laves med de kompetente myndigheder. Disse accepterede praksisser skal mindst hvert andet år gennemgås af den kompetente myndighed, for om de stadig skal bibeholde praksissen, eller om den skal afvikles. ESMA offentliggør alle accepterede markedspraksis på deres websted, således at der er gennemsigtighed af hvad de enkelte markeder har af specielle ret.

EU har gennem denne artikel været med til at give mulighed for forskelle på markederne, men deres effekt er kraftigt reguleret, således at sikkerheden og gennemsigtigheden ikke lider skade af forskellige praksisser på markederne. Det er derigennem næsten umuligt at fastlægge en markedspraksis, som giver mulighed for at lave markedsmanipulation.

I forhold til de tidligere danske regler er der mange sammenligninger. De danske regler har samme krav om, at en markedspraksis skal fastsættes af den kompetente myndighed, og at der også her skal laves en vurdering af, hvordan det kan påvirke markedet.

Indførelsen af MAR har derfor ikke ført til en markant ændring af hvordan markedspraksis bliver fastlagt. Den mest markante forskel er, at det nu er ESMA i stedet for den kompetente myndighed, som vurderer markedspraksissen.

For at aktører på markedet er beskyttet af en markedspraksis, og derigennem er beskyttet mod at deres handlinger opfattes som manipulation, skal deres transaktioner og ordrer kunne legitimt begrundes. Dette begrænser muligheden for at benytte en markedspraksis til at manipulere markedet. Der bliver set på intentionen bag handlingen, og hvis dens formål har været at manipulere, kan markedspraksis ikke bruges til at forsvare handlingerne.

## Artikel 5 og 6

I disse artikler er der lavet to situationer, hvor forbuddet mod manipulation ikke er gældende. I artikel 5 er undtagelsen tilbagekøbsprogrammer og stabilisering, hvilket også er gennemgået tidligere. Der er i artikel 5 en række krav for handel med egne aktier i forhold til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering.

For at undgå at disse handlinger ses som manipulation, skal alle kravene overholdes. Kravene hjælper til at gøre situationen mere gennemsigtig og mindske muligheden for større effekt på markedet.

Der er krav om detaljerede indberetninger ved brug af tilbagekøbsprogrammer. Et tilbagekøbsprogram må kun have ét ud af tre mulige formål. Stabiliseringer skal ske over begrænsede tidsperioder, og der skal være gennemsuelighed og med grænser, der tager passende hensyn til kursen.

Artikel 6 undtager aktiviteter, der vedrører pengepolitikken, styringen af den offentlige gæld og klimapolitikken. Denne artikel fritager medlemsstaterne, fra at være omfattet af forordningen når de handler som led i en penge- eller valutakurspolitik eller styring af den offentlige gæld. Den fritager også unionen, et SPV-selskab i én eller flere medlemsstater, Den Europæiske Investeringsbank, den europæiske finansielle stabiliseringsfacilitet og den europæiske stabilitetsmekanisme helt fra forordningen ved transaktioner, handelsordrer eller adfærd. Disse organer af det europæiske fælleskab er derfor ved lov ikke i stand til, at lave markedsmanipulation, da definitionen ikke kan tillægges deres handlinger. Det er givetvis aldrig i fællesskabets interesse, at de større offentlige organer manipulerer, for derigennem mistes tillid til

markedet. Der er derfor ikke en reel trussel imod sikkerheden i markedet eller dens gennemsigtighed, ved at myndigheder og visse organer kan udtages fra forordningen. Det er umiddelbart i alles interesse, at disse organer kan operere så frit som muligt.

## Retspraksis

---

### U2003.1467H, 7/11 dommen

Den tiltalte havde faxet urigtige oplysninger fra en 7/11 butik. Disse oplysninger var om et medicinalfirmas ønske om at byde på 51 % af aktierne i et forsikringsselskab. Derudover angav han den forventede kurs på aktierne og sendte faxen til to dagblade. Den tiltalte ejede selv 1600 aktier i forsikringsselskabet.

Byretten dømte ham efter Værdipapirhandelsloven § 39, stk. 1, jf. § 34, stk. 3, nr. 1 og § 34, stk. 3, nr. 1. Straffen blev sat til to måneders ubetinget fængsel, landsretten seks måneder og Højesteretten tre måneder. Højesteret lagde vægt på, at den tiltalte havde været yderst uprofessionel i sin manipulation. Her ses det altså at retsvæsenet kan tage højde for professionalisme indenfor kriminalitet.

Det har ikke væsentlig betydning i forhold til, hvor vidt personen skal dømmes for markedsmanipulation, men mere hvordan straffen skal udmåles. Dette er en vurderingssag, som der ikke er en klar ret omkring.

### Sag C-445/09.

Denne sag omhandler et præjudicielt spørgsmål til EU-retten om, hvor vidt en handling skal være i stand til at holde en kurs på et unormalt eller kunstigt niveau for at være manipulation, eller om det er tilstrækkeligt at den bare kan flytte kursen.

Det er vigtigt at skelne imellem dette, da det kan have stor betydning for den effekt en handling skal have, for at blive anset som værende manipulation.

EU-retten fandt, at det var tilstrækkeligt at en handling får kursen til at ligge på et unormalt eller kunstigt niveau, uden at være i stand til at kunne holde kursen på dette niveau. Dette er for at kunne holde retssikkerheden på markedet, da tilliden ville falde ved udsving i kursen, da det først skulle undersøges, om der var manipulation involveret. Derudover ville der aldrig være en fordel for markedet ved, at sådanne svingninger var acceptable. Det ville blot have til formål at misbruge kursen og derigennem markedet.

## Sag U2014.3464.

I denne sag solgte en aktør sin aktiepost, efter at have opdaget at selskabets patent var blevet afvist. Den tiltalte solgte 125.000 aktier, efter han havde været med til en patenthøring ved Den Europæiske Patentmyndighed i Haag.

Det formodes at have været handel med intern viden, da den tiltalte brugte information fra mødet til at handle sine aktier til en kurs, som de ikke ellers ville have ligget i, hvis markedet vidste at patentet var afvist.

Selvom den tiltalte havde handlet uden at sikre sig, at den interne viden var blevet offentliggjort, og at han blot et kvarter efter mødet, havde sat sine aktier til salg, blev afgørelsen, dog med dissens, at frifinde ham.

Begrundelsen for dette blev, at det ikke burde have taget mere end ti minutter at offentligøre den interne viden, og at der ikke var nogen umiddelbar grund for at tiltalte skulle tro, at informationen ikke var blevet offentliggjort.

Af den gennemgåede retspraksis forekommer der at være adskillelige områder i lovgivningen, som er nødt til at blive redegjort for gennem retspraksis. Graden af hvor hård en straf skal være, virker til at være vanskeligt for dommerne at blive enige om. EU-retten måtte besvare spørgsmål, som umiddelbart skulle være enkle at fortolke.

I sidste ende ser vi en person, som med stor sandsynlighed har handlet med intern viden, men som, grundet vurderingen, alligevel ikke bliver dømt. Det virker umiddelbart til, at det ikke er så enkelt at afsige dom på dette område.

# Egnethedskriterie og væsentlighedskriterie

---

Egnethedskriterie og væsentlighedskriterie er blevet brugt i definitionen på markedsmanipulation gennem historien.

Væsentlighedskriteriet er mindre anvendt, hvorimod egnethedskriteriet er blevet mere anvendt. Egnethedskriteriet ses i definition på markedsmanipulation i artikel 12. Der bliver ikke lagt vægt på om en handling har haft en effekt, men om denne har været egnet til at have en effekt. I lovgivningen fra EU har der ikke været fokus på et væsentlighedskriterium, som der tidligere har været i dansk lovgivning.

## Egnethedskriteriet

Egnethedskriteriet er en grundlæggende del af definitionen på markedsmanipulation. Det ses som en del af overvejslen i næsten alle dele af definitionen. Kun i litra d er det ikke et kriterium, at

den information man giver i forhold til benchmarking, kan være urigtig eller vildledende. Det vil sige, at information skal vurderes på hvor vidt det faktisk har mulighed for at manipulere, og hvis dette ikke er opfyldt, anses denne information ikke som værende manipulation, selvom formålet har været at manipulere.

I forhold til benchmarking er der dog stadig et egnethedskriterie i, at personen, der stod for videregivelsen eller indberettede inputtet, var eller burde være klar over det manipulerende forhold, vil denne stadig være dækket af definitionen. Der er altså tale om en egnethed til at kunne vide, at det man videregiver, er urigtigt eller vildledende.

Formålet med egnethedskriterier er, at fjerne nødvendigheden af at en handling faktisk formår at gøre hvad der er forbud imod, for i stedet at se på om denne var egnet til at bryde forbuddet. Denne form for kriterie vil ikke være god til en hvilken som helst lovgivning, men er essentiel i markedsmissbrug. Da det at man mislykkes i at manipulere markedet, ikke bør resultere i, at man ikke skal straffes for forsøget.

En anden vigtig pointe er, hvordan markedet naturligt udvikler sig. Hvis man har fået en større handel i hus fra det finansielle instrument, vil dette normalt kunne ses på kursen. Det betyder, at man gennem sine handlinger har påvirket kursen, hvilket lyder som manipulation. Derfor omfatter stort set alle bestemmelserne i definitionen om markedsmanipulation, urigtige og vildledende informationer eller signaler. Selvom dette ikke var en del af ordlyden, vil fortolkningen af manipulation baseret på formålet være, at ændre kursen til et punkt som ikke er i overensstemmelse med værdien på markedet.

Når en stor handel laves, følger kursen normalt den stigning i værdi der kommer på markedet, og derfor vil det ikke være manipulation, medmindre kursen bliver sat forkeret i forhold til stigningen af værdi.

Et andet vigtigt element i bedømmelsen af hvordan egnethedskriteriet skal forstås, er hvor vidt den der har udført handlingen har gjort dette, med det formål eller i den hensigt at manipulere markedet. Skal der tages højde for motivet bag handlingen, eller er det kun selve handlingen, der har afgørende betydning?

Man har tidligere i dansk ret taget stilling til dette, gennem forarbejderne til værdipapirsloven fra 2004. I dette er det fastlagt, at der ikke skal lægges vægt på motivet bag handlingerne, men at der alene skal lægges vægt på en objektiv vurdering af egnetheden i handlingerne. I MAR er der taget hensyn til motivet i handlingerne i det omfang, at disse er omfattet af legetime grunde, og er en del af markedspraksis. Der er altså ikke givet mulighed for, at have gode motiver som forsvar mod markedsmanipulation. Det gøres klart at markedsmanipulation indebærer handlingen at sprede eller at antage at sprede informationer, som man ved eller burde vide, kan være urigtige eller vildende. Kun i nogle få tilfælde, tages der højde for om personen har haft legitim grund til at agere som gjort.

I forbuddet om overtrædelse af markedsmanipulation, lægges vægten derfor på handlingen der er blevet foretaget, og i langt mindre grad på begrundelsen eller motivet. Man kan betvivle om dette er den bedste måde at behandle området på.

De tidligere danske regler virker til at tage mindre hensyn til, hvilken betydning motivet bag handlingerne kunne have, end hvad der ses i reglerne fra EU. I dommen C-45/08, fra 2009 gav EU-domstolen udtryk for, at EU-rettens effektivitet må vige af hensyn til grundlæggende rettigheder. Dommen omhandler specifikt insiderhandel, men princippet må kunne anvendes på markedsmissbrug generelt og derigennem også markedsmanipulation.

EU ligger altså op til, at der skal gives et vis hensyn til motivet, når overtrædelse af forbud mod markedsmanipulation skal vurderes. Dette virker umiddelbart også til at være sundest for retssikkerheden, da denne som følge i mindre grad skal lide under, at aktører på markedet kan blive taget for manipulation, som de aldrig havde haft i sinde.

Det er generelt ikke i retssystemets interesse at dømme personer, som ikke har haft kriminel interesse bag deres handlinger. Vurderingen skal dog være subjektiv i den enkelte sag, om hvor vidt motivet har betydning, og i hvilken grad det er legitimt. Selvom det ikke fremgår stærkt af forordningen, kan egnethedskriteriet stadig bruges, i forhold til vurderingen af aktørens motiv.

### Væsentlighedskriteriet

Væsentlighedskriteriet var en del af dansk ret i 1996, men blev fjernet igen i 1998.

Dette kriterium bygger på en ide om, at egnethed alene ikke er nok til at straffe nogen for manipulation, der skal også være tale om en væsentlig effekt. Dette kom til udtryk ved et krav om, at manipulerende adfærd skulle have en væsentlig betydning for kursen.

Formålet med kriteriet var at sætte en bagatelgrænse for, hvad der skal anses som manipulation. Problematikken ved ikke at have et væsentlighedskriterie er, at de mindste handlinger kan have en effekt, som skal ses som manipulation. Det kan derfor skade handlen på markederne, da strafferammen for manipulation kan være skræmmende.

I den danske sag om EBH bank og Sparekassen Himmerland blev der argumenteret for, at gennemførelsesdirektivet om markedsmissbrug i artikel 4 litra, som indeholder en række signaler som der skal tages hensyn til, indbefatter et om væsentlighed. I MAR er der ikke meget der indikerer en form for væsentlighedskriterium omkring markedsmanipulation.

Et andet argument for at have en vis form for væsentlighedskriterie er, at væsentlighed er nødvendig for at en handling overhovedet kan være egnet til at påvirke en kurs. En handling vil aldrig være egnet til at påvirke en kurs, hvis ikke den har en vis form for væsentlig effekt.

Det virker derfor sandsynligt at der findes en form for væsentlighedskriterium. Selvom dette ikke fremgår af nogle artikler eller præambler, så må det være nødvendigt, at en form for væsentlighed bliver vurderet i tilfælde af markedsmanipulation. Idet en handling aldrig kan være egnet til at manipulere markedet, hvis den ikke har en vis form for væsentlig effekt.

# Retsstridighedsforbehold

---

I dansk ret har der været diskussion om, hvordan et retsstridighedsforbehold skal forstås. Sådan et forbehold vil have til formål, at beskytte personer som har udført legitime handlinger, men hvor disse handlinger har været egnet til at manipulere markedet. Der lægges altså vægt på om en retsstridig handling er blevet udført.

I den tidligere nævnte sag om EBH bank og Sparekassen Himmerland, blev spørgsmålet om hvor vidt der findes et retsstridighedsforbehold også bragt op. Værdipapirhandelsloven § 38 indeholdt reglerne om definitionen på markedsmanipulation. I stk. 4 gives der en undtagelse fra at handlinger er manipulerende når de er bundet i legitime grunde, som overholder markedspraksis. Den samme løsning findes i MAR. Retsstridighedsforbeholdet omhandler altså ikke de tilfælde, hvor en aktør har haft legitime grunde i forhold til markedspraksis.

For at få en bedre forståelse for hvad dette forbehold dækker over, vil jeg i det følgende gennemgå nogle domme.

## U2005.984H

Denne dom omhandler insiderhandel, men som tidligere, kan dette overføres til en betragtning af markedsmissbrug som en helhed. I denne dom har Højesteret taget stilling til retsstridighedsforbeholdet og dets tilstedeværelse i dansk ret.

Dommen omhandler en bank, som var i gang med at forhandle en fusion med en anden bank. Mens denne aftale bliver forsøgt gennemført, opstår der mulighed for at opkøbe en stor aktiepost af egne aktier. Den første bank køber denne post, velvidende om at den er ved at forhandle en fusion, som sandsynligvis vil hæve kursen på aktierne. Banken bliver efter gennemførelsen af fusionen anklaget for insiderhandel, da denne havde information, som kunne have betydning for kursen, hvis det var kendt af den anden part. I første omgang blev banken dømt for insiderhandel, men landsretten frikendte banken. Derefter kom sagen i Højesteretten, som stadfæstede landsrettens dom med begrundelsen, at der var tale om et tidligt stadie af fusionen, hvilket betyder der ikke var en sikker stigning i kursen. Derudover havde handlingen karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd.

Sagen drejer sig om hvor vidt der er tale om insiderhandel i den ene bank, da denne har opkøbt aktier, hvor den vidste at en fusion var på vej.

Der bliver fra Højesteret lavet to vigtige pointer: fusionen er på et tidligt stadie, og der er tale om almindelig forretningsmæssig adfærd uden uhæderlige forhold. Det interessante ved dommen er, at insiderhandel bliver tilgodeset af, at handlingen har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd. Det at handlingen bliver tilgodeset, betyder at den, grundet omstændighederne, ikke skal ses som værende retsstridig.

Der bliver lagt vægt på, at der er tale om en reel aftale mellem de to parter, hvor bliver givet udtryk for en reel efterspørgsel på aktierne. Da retten konkluderer, at der er tale om en reel aftale, bliver det dermed også en aftale, som ikke har mulighed for at sende urigtige eller vildledende signaler, idet den ikke kan påvirke kursen i en retning, som afviger fra værdien på markedet. Manglen på retsstridighed er dermed sandsynliggjort som værende grundlag for dommens udfald, hvilket viser en vis form for retsstridighedsforbehold.

## De norske daytradere

Norge har et retssystem som også bliver reguleret af EU, da de er en del af det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (herefter EØS). Lovgivningen på området er komparativt til det danske, da Norge også har implementeret markedsmisbrugsdirektivet. Dommen blev afsagt af norsk Højesteret 2. maj 2012.

To daytradere norske fandt, uafhængigt af hinanden, et hul i en aktierobots programmering. Dette hul gjorde det muligt at manipulere kursen på markedet gennem en række handlinger. Over 3 måneder havde de to aktører formået at benytte dette hul så meget, at det vakte opsigt på markedet. Aktørerne blev tiltalt for at bryde de norske regler for markedsmisbrug. De handlende blev frifundet i lagmannsretten. Anklagemyndigheden ønskede sagen anket til Højesteret, på baggrund af at de to aktører havde forsøgt at påvirke kursen, i stedet for at forsøge at erhverve aktier. Højesteret forkastede anken med disens.<sup>19</sup>

De tiltalte blev frikendt på den baggrund, at de var så små aktører på markedet, at det virkede usandsynligt at de kunne have haft større effekt på markedet, og ikke havde handlet retsstridigt. Under præmis 28 for dommen tilkendegiver en af dommerne, at ikke alt, som der af ordlyden af bestemmelsen om markedsmanipulation, er retsstridigt.

Der lægges vægt på, at det ikke kan være alle handlinger der skal anses som ulovlige, men at der må være en grænse for, hvad der falder under forbuddet. I dommen bliver dette kaldt for retsstridighedsreservation, hvor vi i Danmark kalder det retsstridighedsforbehold. Selvom Norge er et andet land, er deres lov stadig grundet i EU direktivet, hvilket sandsynliggør at der kan drages en parallel til dansk ret.

## Wiking dommen

Den svenske Højesteret har også ved dom taget stilling til problematikken om retsstridighed. I dommen havde en aktør på markedet gennemført 18 transaktioner i aktier med selskabet Wiking på 46 minutter. Anklagemyndigheden så dette som værende en handling, der har påvirket kursen på en utilbørlig måde, da der, efter deres mening, ikke havde været nogen udmelding fra selskabet, som kunne motivere denne stigning i kursen. Derfor mente man, at aktøren havde forsøgt at gøre andre investorer interesserede i selskabet, ved at foregive et indtryk af stor

<sup>19</sup> Utrykt dom fra Norges Høyesterett af 2. maj 2012, nr. HR-2012-00919-A, (sak nr.2011/1916)



interesse i selskabet på markedet, gennem opkøb af mange poster over en kort periode.<sup>20</sup>

Den svenske Højesteret mente ikke, det var tilstrækkeligt belyst at disse handlinger ikke skulle være forretningsmæssigt begrundet, derfor kunne transaktionerne ikke ses som værende retsstridige. Der blev specielt lagt væk på, at aktøren selv havde holdt risikoen i at købe disse aktier til en højere kurs end den, der var sat. Dette lagde grund for en større bevisbyrde, i forhold til om transaktionerne skulle være retsstridige. Det fremgår af præmis 12 i dommen, at der er et krav om, at en handling skal være utilbørlig, for at kunne karakteriseres som værende markedsmanipulation. Med dette menes der, at handlingen skal være vildledende eller uden legitimt formål. Ligesom i dansk og norsk ret, er reglerne i svensk ret bygget på EU direktivet, hvilket betyder at der som før, er rimelig sandsynlighed for, at dansk ret skal tolkes på samme måde.

Det ses gennem dansk og udenlandsk retspraksis at et retsstridighedsforbehold har en vis form for sandsynlighed. Selvom det ikke fremgår af nogle love, er det alligevel nævnt i noget retspraksis, og der er lavet domme med grundlag i funktionen af et sådan forbehold. Det kan udledes af denne retspraksis, at det er en nødvendighed, at der er et retsstridigt forhold for at der kan være tale om markedsmanipulation.

MAR klargør ikke hvor vidt et retsstridighedsforbehold findes, i hvert fald ikke af ordlyden. Retspraksissen er kommet af lov, som er blevet reguleret af markedsmisbrugsdirektivet. Det er ikke tydeligt, om det har været tanken fra EU's side, at dette vil danne grundlag for denne retspraksis. Det virker dog som en naturlig fortolkning af ønsket i EU's udvikling på området, at der vil være sådan en sikkerhed. Der gives mulighed for at kunne agere på en måde, som måske kan synes manipulerende, dette er hverken hvad der ønskes eller hvad der reelt sker.

Reglerne i MAR går længere end dem i direktivet og berører flere markeder end tidligere. Derfor kan der fremkomme tilfælde, hvor handlinger vil fremstå som kursmanipulerende efter reglerne i MAR, hvor dette ikke er tilfældet.

Det virker til, at det er i markedets interesse at et retsstridighedsforbehold findes, da det kan redde aktører, som har handlet som de skulle, men hvor omstændighederne har fremstillet deres handlinger som manipulerende.

Det er interessant at undersøge, hvilke fordele der ligger i at lave en forordning fremfor et direktiv. Den primære forskel er, at forordning er umiddelbart virkende fra ikrafttrædelse uden noget behov for implementering. Dette betyder, at der ikke er behov for at fortolke og implementere i de enkelte stater.

Ved implementering er der risiko for, at der bliver lavet fejl, og at direktivet bliver implementeret forkert. En af grundene til at direktiver skaber usikkerhed i forhold til korrekt implementering er, at de primært skaber en ramme, hvor reglerne skal være indenfor, i stedet for at give specifikke regler. Dette gøres for at have mindre utilfredshed mellem medlemsstaterne, og giver samtidigt

---

<sup>20</sup> Utrykt dom fra Sveriges Högsta Domstol af 21. november 2013, nr. B 4918-11

frihed til at udforme regler således at de passer bedre i de enkelte stater. Dette sker dog gennem et kompromis af harmoniseringen, og det er en relativ stor fare for retssikkerheden i unionen som helhed.

Et interessant eksempel på dette ses i gennemførelsesdirektivet for markedsmisbrug.<sup>21</sup> I artikel 4 i dette bliver der lagt vægt på at medlemsstaterne skal sikre, at de kompetente myndigheder overholder en liste af signaler i forhold til vurdering af markedsmanipulation.

I den danske implementering af direktivet står der kan, hvilket kan betyde, at meningen er gået fra at der er krav om brug af disse signaler, til at disse signaler måske bruges til vurdering om markedsmanipulation.

Spørgsmålet er derfor, om dette skal forstås ud fra den umiddelbare ordlyd, eller om der er tale om en forståelse af, at dette ikke er anderledes end hvad der står i direktivet.

Gennemførelsesdirektivet har to lister som defineres på denne måde at "skal sikre" hvor der ved dansk implementering er blevet skrevet "kan".

Artikel 4 og artikel 5 indeholder disse ikke udtømmende lister, som der skal tages højde for ved vurderinger omkring markedsmisbrug. Derudover præciseres signalerne ved, at de ikke i sig selv gør en handling til manipulation, men at dette skal være under definitionen. Der er altså tale om en række områder, som der skal undersøges når en handling mistænkes for at være manipulerende. Dette gør det også meget vigtigt, at der er enighed om, hvor vidt der er krav om at tjekke disse signaler eller om det blot er en mulighed. Artiklerne blev implementeret gennem værdipapirlovens §§ 15-16. Udover signalerne blev beskrevet som indikatorer og med "kan" i stedet for "skal sikre", så står der også at der kan tages hensyn til en eller flere. Dette giver udtryk for, at der kan udvælges hvilke signaler der skal undersøges, i stedet for at alle signaler skal dækkes. Af ordlyden giver det et markant anderledes billede, end det som kommer af gennemførelsesdirektivet.

Fra EU er direktivet skrevet på mange sprog, hvoraf ingen af dem skal ses som originalsproget, men hver af dem skal have den helt samme mening.

I den danske version af direktivet står der: " sikrer medlemsstaterne, at markedsdeltagerne og de kompetente myndigheder, når de undersøger transaktioner eller handelsordrer, tager hensyn til følgende signaler, der ikke udgør en udtømmende liste, og som ikke nødvendigvis skal betragtes som kursmanipulation i sig selv" og præamble 6: " Både markedsdeltagerne og de kompetente myndigheder skal ved undersøgelse af en eventuelt manipulerende adfærd, lade sig vejlede af signaler."

Når man ser på andre versioner af direktivet, ser vi på engelsk: "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

---

<sup>21</sup> Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003

examined by market participants and competent authorities” og præambel 6: ”in order to guide both market participant and competent authorities, signals have to be taken into account when examining possibly manipulative behaviour.”

Og den svenske version: ”*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 præambel 6: ”*För att vägleda både marknadsaktörer och de behöriga myndigheterna måste vissa signaler beaktas när fall av eventuell otillbörlig marknadspåverkan granskas*”.

Alle versionerne har det fællestræk, at der stilles krav til medlemsstaterne. Der er altså ikke noget belæg for at tro, at det skulle være valgfrit hvor vidt disse signaler skal benyttes. Det ses at før implementeringen var ordlyden af de forskellige versioner i overensstemmelse med hinanden. Efter implementeringen er den danske version blevet ændret til et ”kan”, hvilket tyder på en fejl i implementeringen.

Af retspraksis kan vi fra dansk ret se på sagen om EBH bank og Sparekassen Himmerland, som er refereret tidligere. I denne sag bliver der stillet spørgsmålstejn ved, hvordan den danske implementering skal fortolkes. Der bliver rejst påstand om, at denne ikke er i overensstemmelse med direktivet, da der skal tages højde for signalerne i listerne. I byretten blev der argumenteret for, at den danske implementering er i overensstemmelse med direktivet. Der menes altså ikke at være nogen forskel i signalerne fra EU direktivet og indikatorerne i de danske regler. Byretten mener altså ikke, at der er nogen forskel i reglerne eller fortolkningen heraf.

Da sagen kommer i landsretten, bliver det bragt op igen. Landsretten mener heller ikke, der er fortolkningsmæssige problemer. Her bliver der også sagt, at der skal tages forbehold for de signaler som nævnes i direktivet. Af dette, kan det udledes at selvom der står ”kan” i lovgivningen, så skal det forstås ”skal” som i direktivet. Enten det, eller også skal signalerne fra direktivet bruges, men indikatorerne fra den danske implementering kan bruges.

Problematikken ved sådan en opdeling er, at direktiver skal implementeres, for at medlemsstater kan benytte dem i deres nationale ret. Denne kommentar fra landsretten kan bruges til at sætte spørgsmålstejn ved, hvor vidt direktivet er korrekt implementeret, hvis der kan differentieres imellem betydningen af de to.

Af den norske dom, som tidligere blev gennemgået, blev der også nævnt i dens præmis 31, at signalerne skal vurderes. I norsk ret er ordet ”skal” altså blevet brugt. Dette er med til at forstærke ideen om, at den danske implementering ikke har været korrekt. Det vigtige er, om det resulterer i en anden reel retstilstand.

At ordlyden er anderledes betyder ikke meget, hvis den reale brug er den samme. Hvis et direktiv er blevet implementeret forkert, skal det ændres, og samtidigt kan medlemsstaten få en bøde. Det kan blive en større problematik, og det kan tage lang tid at løse eller bare at finde problematikken.

Hvis byrettens udtagelse skal forstås som om direktivet og den danske implementering er fuldkommen ens, eller om der kan vælges mellem dem, er det nok det første. Det er dog mærkværdigt, at der står "kan" i stedet for "skal", uden dette har nogen betydning. Hvis det skal forstås sådan, at man kan vælge imellem hvilken betydning der skal bruges, kan det give store retsmæssige problemer. Dette skyldes at direktivet lægger vægt på et krav, hvor de danske regler med ordlyden "mulighed for" ikke stemmer overens.

De danske regler skal implementere direktivet, hvilket betyder at der ikke må være forskel. Direktivet har i sig selv ingen retsmæssig brug, hvis det ikke er implementeret korrekt. Derfor skaber direktiver en stor mulighed for fejl, som skal findes og rettes. Uklar ordlyd muliggør også, at markedsaktører får sværere ved at gennemskue, hvordan de skal agere på markedet. Signalerne for om der er tale om manipulation, kan blive mindre klare og skabe retsmæssige problematikker som i EBH sagen, hvor den anklagede har forstået meningen anderledes ud fra ordlyden. Det fremgår ikke umiddelbart nogen steder hvorfor ordet "kan" skulle bruges i stedet for "skal". Ordet "kan" lægger generelt mere op til fortolkning af forståelse, hvorimod "skal" er klar tale, der skal overholdes. Landsrettens udtalelse lægger også op til, at det skal forstås som et "skal" og ikke et "kan".

Ser man på Markedsmisbrugsforordningen, ses en god grund til at lave forordninger over direktiver. Forordningerne har den stærke fordel, at de aldrig skal skrives med andre ord i de enkelte landes lovgivning.

Af "Bilag 1" i forordningen fremgår der to lister af signaler, som medlemsstaterne skal inkludere, når der tages stilling til markedsmanipulation. Den første liste har syv punkter og den anden to punkter, ligesom de tidligere lister fra markedsmisbrugsdirektivet. Der kan nu ikke stilles spørgsmålstejn ved, hvor vidt der er tale om et "kan" eller "skal", og på den måde er det nemmere at harmonisere markedet og undgå fejl. Det tyder på, at dette også er den generelle holdning i EU, at forordninger gør det nemmere at harmonisere medlemsstaterne end direktiver gør.

# Konklusion

---

Formålet med dette speciale, har været at få en forståelse for Danmarks position indenfor markedsmanipulation og den generelle udvikling på området.

Regulering af markedsmanipulation som vi kender det, er et relativt nyt område, som kun virkelig er startet for omkring 30 år siden og hvor den første danske lovgivning kom i 1996. Gennem årene har der været markant udvikling indenfor området, da området har været i konstant udvikling, kunne det dermed komme udenom reguleringen. Der har næsten aldrig været områder, som har syntes for vidtgående, hvorimod der konstant har været områder, der har haft brug for videreudvikling og uddybelse.

Teknologi har haft stor betydning for denne udvikling, da globaliseringen i verden og af internettet har gjort transaktioner hurtigere og nemmere. Det er blevet markant nemmere at handle på et marked, og lovgivningen har været nødsaget til at blive opdateret, for at være i stand til at følge med udviklingen. Derfor har det også været vigtigt, at forstå hvordan markedsmanipulation er defineret.

Siden de første danske regler er området blevet opdateret, til nu næsten at være helt ude af Danmarks kontrol, i forhold til at definere. Forordningen fra EU fjerner stort set enhver mulighed for, at en medlemsstat kan lave sin egen tilstand på området. Da forordningen effektivt begrænser muligheden for specielle retstilstande i de enkelte medlemsstater, er der i specialet også lagt fokus på hvordan dette kan sammenlignes med et direktiv.

Den danske lovgivning lavede en markant anden ordlyd på området gennem "kan" i stedet for "skal". Det virker dog tvivlsomt gennem retspraksis, at dette skal fortolkes som værende anderledes. Selv hvis der var forskel, er formålet med et direktiv, at der ikke skal være forskel. Sådan en forskel ville ses som værende en fejl, som skulle rettes. Det er derfor svært at se fordelen ved et direktiv, fremfor en forordning fra et perspektiv om ønske af harmonisering. EU har dog været forsigtige, da medlemsstaterne arbejder bedst sammen, når de er enige om retning. Til områder der er mere usikre, kan der med fordel bruges direktiver, som kan formes efter medlemsstaterne.

Markedsmanipulation er dog udviklet til et internationalt område, hvilket derfor også kræver en større grad af harmonisering. Der kan ikke være plads til egne regler på bekostning af det fælles markeds sikkerhed og gennemsigtighed. Der er derfor behov for en forordning, som sikrer at markederne kan fortsætte med at være åbne over for hinanden, dog med plads til individuelle markedspraksisser. Disse praksisser skal dog underlægges strenge regler, som har til formål at beskytte markedet, og sørge for at andre markeder ikke bliver beskadiget i forhold til gennemsigtighed og sikkerhed.

Med MAR har man forsøgt, at skabe endnu mere kontrol over hvordan markedsmanipulation sker i EU.

Egnethedskriteriet er en af grundstene i markedsmanipulation. I næsten alle områder af definitionen på markedsmanipulation, er der tale om en eller flere former for egnethed. Dette kriterie er ikke yderligere uddybet i lovgivningen, og har dermed også åbnet for en bred fortolkning af hvornår noget er egnet. Et princip der har været vigtigt, i forhold til om noget er egnet til at ændre kursen, er præciseringen af at det skal kunne ændre kursen til en værdi, der ikke stemmer overens med markedet. Det vigtige i dette princip er, at fuldkomment legale handlinger som naturligt vil påvirke kursen, ikke skal ses som manipulation men som markedets naturlige udvikling.

Et andet kriterie der er blevet brugt i markedsmanipulation, er væsentlighedskriteriet. Dette kriterie var med i den første danske lovgivning, men blev fjernet igen ved implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet. Selvom kriteriet er blevet fjernet, så er der stadig områder, hvor der kan ses en form for væsentlighed i vurderingen af sagerne.

Der er en formodning om, at der findes en bagatelgrænse for hvad der kan anses for at være markedsmanipulation. Dette er udelukkende af praktiske årsager. Et andet område hvor væsentlighedskriterier formodes til stede, er ved vurdering af, om noget er egnet til at påvirke en kurs eller lignende. Der må være en vis form for væsentlighed, som skal opnås for at en handling er i stand til at påvirke en kurs. Uden denne væsentlighed i handlingen, kan der ikke være tale om en handling, som er egnet til at påvirke kursen. Forskellen mellem egnethed og væsentlighed vil derfor ligge i, at egnetheden ser på formen af handlingen; er denne form for handling egnet til at påvirke markedet? Hvorimod væsentligheden vil vurdere, om den specifikke handling, i den konkrete situation, kan have en effekt, som kan defineres som markedsmanipulation.

Retsstridighedsforbehold er et princip, der primært er skabt gennem retspraksis. Ligesom ideen om et væsentlighedskriterie, sætter retsstridighedsforbeholdet en vigtig grænse for, hvor langt markedsmanipulation kan strække sig.

Tidligere gennemgåede eksempler har fremstået som markedsmanipulation, men er gået fri af dette på grund af retsstridighedsforbeholdet. Her er tale om en intuitiv tankegang, som er til for at undgå at reglerne om markedsmanipulation går for langt. Et forbehold mod at definere en handling som markedsmanipulation, hvis handlingen ikke har været retsstridig. Det vil sige, at handlingen er faldet under definitionen på markedsmanipulation, men er blevet tilgodeset ved at der har været en forsvarlig legal handling at foretage. Det fungerer som en udbygning af reglerne om markedspraksis, da ideen her også er at lave en undtagelsestilstand, når den omtalte handling er en del af markedspraksissen. Dog er retsstridighedsforbeholdet ikke direkte reguleret i forordningen, og har derfor langt mindre retsmæssig værdi end markedspraksis. Der skal derfor typisk mere til, for at en aktør kan påberåbe sig retsstridighedsforbeholdet, end en lignende handling som var del af markedspraksis. At retsstridighedsforbeholdet ikke fremgår af nogen love, kan også betyde, at hvis det blev bragt op for EU-retten i et præjudikat spørgsmål, kunne det

dømmes som værende ikke-eksisterende. Dette har ikke været tilfældet endnu, så det tyder på at være et accepteret forbehold.

Det synes tvivlsomt, at Danmark skulle kunne gennemføre skabelsen af en særlig position, i forhold til ikke at fortolke markedsmanipulation EU-konformt. Ændring af ordlyden er af retspraksis blevet lagt fast, så udgangspunktet vil være direktivet, og dermed kan en anden retstilstand ikke opstå gennem anden ordlyd.

Retsstridighedsforbeholdet er ikke testet ved EU-retten, men formodes at være acceptabelt. Dette ses ikke kun i Danmark.

Markedsmanipulationsområdet er kun blevet mere harmoniseret gennem MAR, og der er derfor ringe grundlag for at tro, at nogle medlemsstater skulle være i stand til at have helt særlig positioner, udover accepteret markedspraksis, som også er stærkt reguleret. Specielt efter overgangen fra forordning til direktiv er der nu heller ikke mulighed for, at lovgivningen i de forskellige medlemsstater kan formes af dem.

# Litteraturliste

---

## Bøger:

Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, Børsretten 2, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave, 2014

## Artikler:

Clausen, Nis Jul og Moalem, David, NTS 2009:4 "Fra børsetisk til børsret

Philip, Marianne og Lundgren, Christian "forbuddet mod kurmisbrug i MAR" 24.8.2016

Philip, Marianne og Lundgren, Christian "Den nye kapitalmarkedslov: Hvad bør du vide?" 03.01.2018

Søgaard, Klaus, Schmidt, Mikael Philip og Boysen, Caroline, "Markedsmisbrugsforordningen – en indførelse i de nye regler" 05, 2016.

## Love:

Lov nr. 316 af 4. juni 1986. om Københavns Fondsbørs.

LBK nr 843 af 07/09/2005 om værdipapirhandel

LOV nr 1072 af 20/12/1995 Lov om værdipapirhandel

LBK nr 12 af 08/01/2018 lov om kapitalmarkeder

## EU-retten:

Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014

KOMMISSIONENS GENNEMFØRELSESDIREKTIV (EU) 2015/2392 om Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014.

## Domme:

dom C-19/11

C-45/08, fra 2009

U2003.1467H

U2005.984H

U2014.3464

Sag C-445/09.

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

## 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