


NYT · NOVEMBER 2021

Fokus på forbuddet mod markedsmanipulation

I dette nyhedsbrev analyserer og besvarer vi spørgsmålet om, hvad der udgør markedsmanipulation. Et spørgsmål der løbende giver anledning til usikkerhed og debat blandt markedsaktører, Finanstilsynet og bagmandspolitiet.


Netop markedsmanipulation ligger i top over de sager, der tages op til behandling af Finanstilsynet (736 sager over de seneste 15 år), samt de sager hvor Finanstilsynet på baggrund af sin behandling finder anledning til at politianmelde og dermed overdrage sagerne til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (179 sager over de seneste 15 år), hvilket er illustreret i Figur 1 og Figur 2.

Figur 1. Antal behandlede sager hos Finanstilsynet

 FINANSTILSYNET	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	I alt
Insiderhandel	21	33	32	25	36	45	38	46	59	100	87	95	161	142	134	1054
Videregivelse af intern viden	4	2	3	2	13	4	9	3	8	4	1	0	0	0	0	53
Markedsmanipulation	13	27	28	38	46	40	50	54	47	33	37	78	62	80	103	736
Løbende oplysningspligt	-	-	-	-	-	20	19	20	17	11	7	25	28	32	8	187
Storaktionær-flagning	-	-	-	-	-	18	29	24	21	14	8	0	9	5	17	145
Ledelsen og nærtstående flagningspligt	-	-	-	-	-	7	5	7	34	36	1	19	39	25	20	193
Overtagelses-tilbud	-	-	-	-	-	0	5	0	1	3	0	1	0	13	0	23
Prospekter	-	-	-	-	-	7	6	13	4	13	18	3	0	1	0	65
I alt	38	62	63	65	95	141	161	167	191	214	159	221	299	298	282	2456



Figur 2. Antal politianmeldelser fra Finanstilsynet til SØIK

 STATSAADVOKATEN	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	I alt
Insiderhandel	2	4	19	20	8	8	6	2	4	1	8	0	1	3	3	89
Videregivelse af intern viden	0	0	5	5	3	4	2	0	0	1	2	0	1	0	0	23
Markedsmanipulation	8	7	16	21	59	27	14	4	5	1	10	2	1	1	3	179
Løbende oplysningspligt	0	0	5	5	3	4	4	5	1	0	0	1	1	0	0	29
Storaktionær-flagning	-	-	-	-	-	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2
Ledelsen og nærtstående flagningspligt	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Overtagelses-tilbud	-	-	-	-	-	0	2	0	1	3	0	0	0	0	0	6
Prospekter	-	-	-	-	10	1	13	0	3	0	0	0	0	1	0	28
I alt	10	11	45	51	83	44	42	12	14	6	20	3	4	5	6	356



På baggrund af den foreliggende usikkerhed analyserer nyhedsbrevet det nærmere indhold af forbuddet mod markedsmanipulation i Markedsmisbrugsforordningens artikel 12 og artikel 15. I den sammenhæng afdækkes markedsmanipulationens anatomi og forbuddets raison d'être. Dernæst analyseres Markedsmisbrugsforordningens udførlige beskrivelse af markedsmanipulation. Med afsæt heri operationaliseres forbuddet ved at fastlægge en definition af markedsmanipulation, og på den baggrund opstilles en praktisk vurderingsmodel, der kan anvendes ved vurderingen af, om konkrete handlinger vil kunne udgøre markedsmanipulation.

1. Markedsmanipulationens anatomi og forbuddets formål

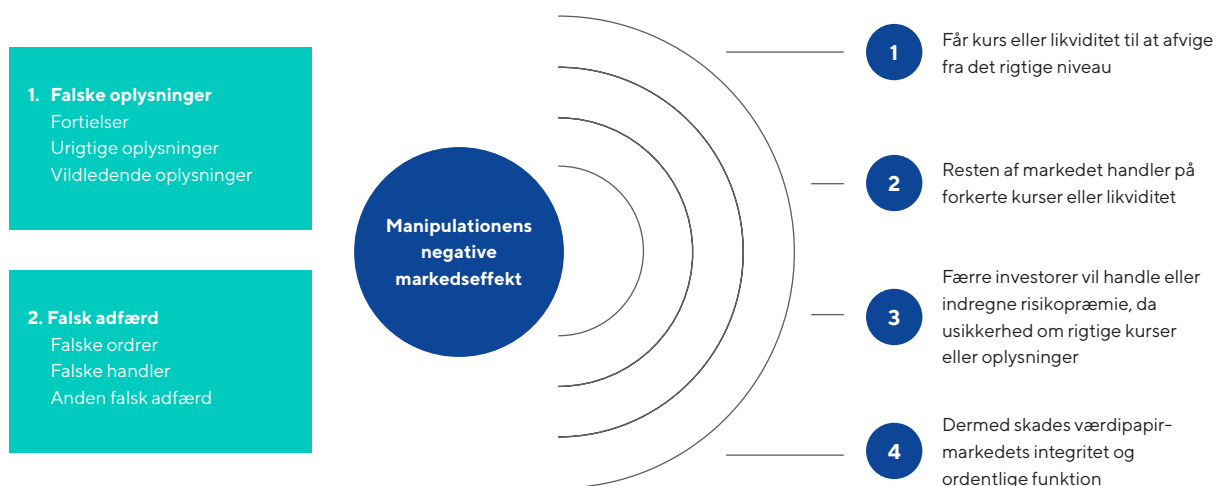
Indledningsvist er det værd at bemærke, at forbuddet mod markedsmanipulation er et forbud imod netop det. Dvs. et forbud mod at manipulere. Hverken mere eller mindre. Heraf følger, at forbuddet i sin grundsubstans er et forbud mod at lyve, dvs. at sige noget forkert eller gøre noget, der er urigtigt, for derved at påvirke prisen (kursen) eller prisdannelsen (likviditeten). På kapitalmarkederne kan denne løgn foregå på to måder. Enten ved (i) falske oplysninger eller ved (ii) falske ordrer, falske handler eller anden falsk adfærd. En sådan manipulation antages at påvirke kursen eller likviditeten af det finansielle instrument, der derved "skubbes" væk fra den rette kurs eller likviditet, der vil være gældende uden manipulationen, og den negative konsekvens heraf er, at alle de øvrige investorer i det finansielle instrument vil handle på baggrund af en forkert kurs eller likviditet.

Derfor er det korrekt antaget af EU-lovgiver i præambelen til Markedsmisbrugsforordningen, at markedsmanipulation – såfremt det ikke var forbudt – ville skade markedets integritet og ordentlige funktion, da færre investorer ønsker at handle på et sådant marked, og da de investorer, der ønsker at handle, vil indregne en risikopræmie i kursen som følge af den foreliggende usikkerhed.

I naturlig forlængelse heraf søger forbuddet mod markedsmanipulation at beskytte kapitalmarkederne ved at værne om det grundlæggende princip, at velfungerende markeder forudsætter, at investorerne har tillid til, at prisdannelsen og likviditeten skabes på baggrund af korrekt og troværdig information.

Den ovenfor beskrevne negative effekt af løgnen (manipulationen), "der spreder sig som ringe i vandet" fra den konkrete misvisende effekt på det enkelte instrument, over investorerens mistillid og slutresultatet i form af en negativ markedseffekt på kapitalmarkederne som helhed, er illustreret i Figur 3.

Figur 3. Manipulationens negative markedseffekt

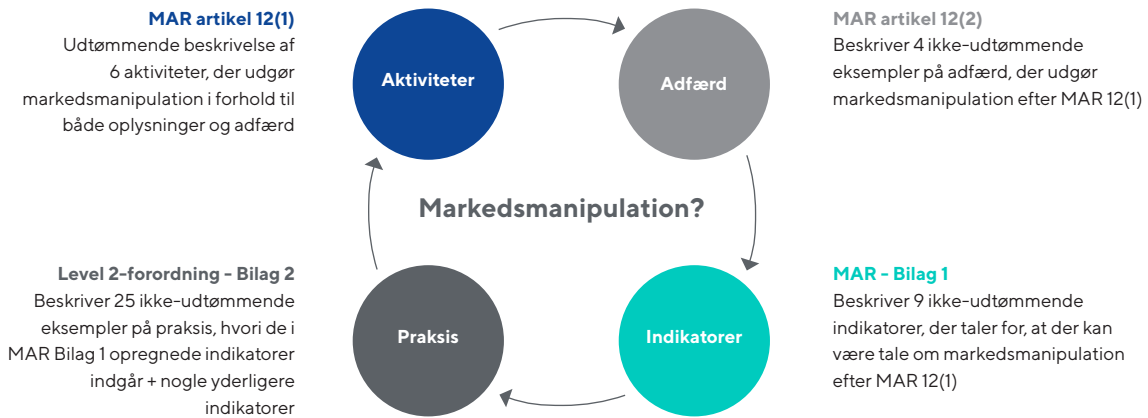


2. Markedsmisbrugsforordningens beskrivelse af markedsmanipulation

2.1 Markedsmanipulationsforbuddets fire byggesten

I stedet for at definere forbuddet mod markedsmanipulation, som normal lovgivningsteknik foreskriver, har EU-lovgiver valgt en model, hvor man kredser om emnet, snarere end forholder sig til dets kerne. Markedsmisbrugsforordningen anvender således en model, der består af fire byggesten, der samlet set fastsætter indholdet af forbuddet, og som er illustreret i Figur 4.

Figur 4. Markedsmanipulationsforbuddets fire byggesten



Selvom de fire byggesten indeholder mange væsentlige og nyttige fortolkningsbidrag, besværliggør de mange siders kompleks lovtæst selve tilegnelsen og dermed forståelsen af forbuddets kerne, der normalt vil være fastsat i selve definitionen af det retlige forbud. I de følgende afsnit 2.2 - 2.6 gennemgås det nærmere indhold af hver af de fire byggesten, og på den baggrund opstilles i afsnit 3 et bud på en egentlig definition af forbuddet mod markedsmanipulation, der kan udgøre et redskab til at analysere, om konkrete handlinger er lovlige eller ulovlige.

2.2 De seks udtømmende manipulerende "aktiviteter"

Markedsmissbrugsforordningens artikel 12, stk. 1 indeholder en opregning af reelt seks udtømmende former for manipulerende "aktiviteter". Disse "aktiviteter" kan enten bestå i at udbrede falske oplysninger eller at udvise falsk adfærd, og effekten heraf kan opdeles i følgende tre manipulationstyper:

- i. Kurs- eller likviditetseffekt via falske signaler
- ii. Kurssikring på unormalt eller kunstigt niveau
- iii. Kurspåvirkning via bedrag eller påfund.

I Figur 5 illustreres de tre manipulationstyper og indholdet heraf.

Figur 5. Seks manipulerende "aktiviteter" i MAR artikel 12, stk. 1

Effekt	Falsk information	Falsk adfærd
Kurs- eller likviditetseffekt via falske signaler	Udbredelse af oplysninger, der giver eller antages at give <i>urigtige</i> eller <i>vildledende signaler</i> om kursen eller likviditeten Art. 12(1)(c)	Transaktioner, ordrer eller anden adfærd, der giver eller antages at give <i>urigtige</i> eller <i>vildledende signaler</i> om kursen eller likviditeten Art. 12(1)(a)(i)
Kurssikring på unormalt eller kunstigt niveau	Udbredelse af oplysninger, der sikrer eller antages at sikre kursen på et <i>unormalt</i> eller <i>kunstigt niveau</i> Art. 12(1)(c)	Transaktioner, ordrer eller anden adfærd, der sikrer eller antages at sikre kursen på et <i>unormalt</i> eller <i>kunstigt niveau</i> Art. 12(1)(a)(ii)
Kurspåvirkning via bedrag eller påfund	Udbredelse af oplysninger, der påvirker eller antages at påvirke kursen i forbindelse med, hvilken der benyttes <i>fingerede planer</i> eller andre former for <i>bedrag</i> eller <i>påfund</i> Art. 12(1)(b)	Transaktioner, ordrer eller enhver anden aktivitet eller adfærd, der påvirker eller antages at påvirke kursen i forbindelse med hvilken, der benyttes <i>fingerede planer</i> eller andre former for <i>bedrag</i> eller påfund Art. 12(1)(b)

Det er væsentligt at bemærke, at fællesnævneren i artikel 12, stk. 1's "aktiviteter" og dermed den dadelværdige adfærd, der søges forbudt, er selve løggen, dvs. det *manipulative* misbrugselement, hvilket understreges ved EU-lovgivers benyttelse af ordene "urigtige", "vildledende", "unormalt", "kunstigt", "fingerede planer", "bedrag" og "påfund". Herved understreges, at der ikke kan være tale om markedsmanipulation, uden at der foreligger manipulation.

Det er tillige væsentligt, at artikel 12, stk. 1's opregning af de manipulerende "aktiviteter" er det tætteste, vi kommer på en definition af markedsmanipulation (uden at være det).

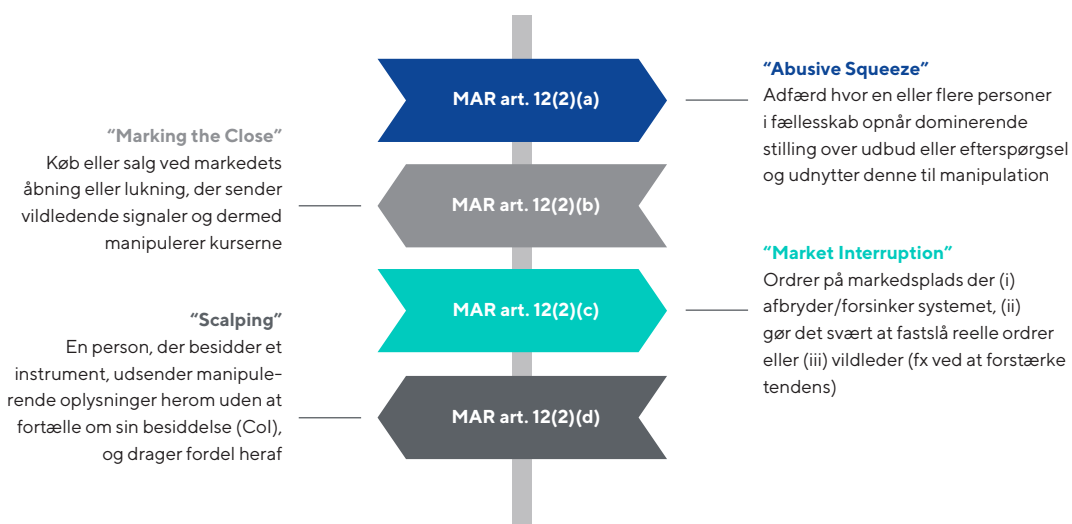
I den sammenhæng bør det tillige bemærkes, at ud af de tre manipulationstyper, der er illustreret i Figur 3, er det kun den første, der både omfatter både *kurs-* og *likviditetseffekten*. Derimod omhandler de to øvrige manipulationstyper alene en kurseffekt, hvilket understreger, at disse to "aktiviteter" mere har karakter af eksempler på manipulation. Dette betyder, at når de tre forskellige manipulationstyper nedenfor i afsnit 3 søges kvalificeret i en tre-leddet definition af markedsmanipulation, så er den første manipulationstype ("aktivitet") den eneste, der er egnet til at bygge definitionen på.

Markedsmisbrugsforordningens systematik indebærer, at det er et ufravigeligt krav for at dømmes for markedsmanipulation, at det kan påvises, at vedkommende har udført en "aktivitet" omfattet af artikel 12, stk. 1.

2.3 De fire ikke-udtømmende eksempler på manipulerende "adfærd"

Markedsmisbrugsforordningens artikel 12, stk. 2 indeholder en opregning af fire ikke-udtømmende eksempler på manipulerende "adfærd", der er illustreret i Figur 6.

Figur 6. Fire eksempler på manipulerende "adfærd" i MAR artikel 12, stk. 2



Om end der alene er tale om eksempler på manipulerende "adfærd", er de fire eksempler illustrative for den adfærd, der søges forbudt, og de bidrager dermed til den nærmere forståelse af, hvad det er for en type adfærd, der udgør manipulation (og hvilken der ikke gør) efter Markedsmisbrugsforordningens artikel 12, stk. 1.

2.4 De ni ikke-udtømmende "indikatorer" for manipulation

Markedsmisbrugsforordningens Bilag 1 indeholder en opregning af ni ikke-udtømmende "indikatorer" for, at der kan være tale om markedsmanipulation. Ud af de ni "indikatorer" vedrører de to falske oplysninger, og de resterende syv vedrører falsk adfærd. Denne opdeling samt indholdet af de enkelte "indikatorer" er illustreret i Figur 7.

Figur 7. De ni indikatorer for manipulation i MAR Bilag 1

Syv indikatorer for falsk adfærd i form af "urigtige eller vildledende signaler" om kurs eller likviditet Art. 12(1)(a)(i)	
1.	Ordre eller transaktioner, der (i) udgør en betydelig andel af den daglige mængde handler, især (ii) når disse medfører en betydelig kursændring MAR Bilag 1(A)(a)
2.	Ordre eller transaktioner, der (i) gennemføres af personer med en betydelig købs- eller salgsposition, og som (ii) medfører betydelige kursændringer MAR Bilag 1(A)(b)
3.	Transaktioner, der ikke medfører ændringer i ejendomsretten MAR Bilag 1(A)(c)
4.	Afgivne eller annullerede ordre eller gennemførte transaktioner, der (i) omfatter modsatte positioner i en kort periode, (ii) udgør en betydelig andel af den daglige mængde handler, og (iii) kan være forbundet med betydelige kursændringer MAR Bilag 1(A)(d)
5.	Ordre eller transaktioner, der (i) koncentreres på et kort tidsrum i handelsperioden, og som (ii) medfører en kursændring, der (iii) senere går i modsat retning MAR Bilag 1(A)(e)
6.	Ordre, (i) der (a) ændrer oplysningerne om den bedste købs- eller salgskurs, eller (b) mere generelt oplysningerne i den for markedsdeltagerne tilgængelige ordrebog, og som (ii) annulleres, inden de udføres MAR Bilag 1(A)(f)
7.	Ordre eller transaktioner, der (ii) gennemføres på eller omkring det tidspunkt, hvor referencekurserne, afregningskurserne og værdierne beregnes (ii) medfører kursændringer, der påvirker disse referencekurser og -værdier MAR Bilag 1(A)(g)
To indikatorer for falske oplysninger i forbindelse med kurspåvirkning via "bedrag eller påfund" Art. 12(1)(b)	
1.	Om der er afgivet ordre eller gennemført transaktioner, før eller efter der er udbredt urigtige eller vildledende oplysninger MAR Bilag 1(B)(a)
2.	Om der er afgivet handelsordre eller gennemført transaktioner, før eller efter der er udarbejdet eller udbredt investeringsanbefalinger, der er fejlagtige, tendentiose eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser MAR Bilag 1(B)(b)

Med EU-lovgivers valg af terminologien "indikatorer" understreges det, at disse alene skal forstås som sådanne i forbindelse med en konkret vurdering af, om en falsk oplysning eller falsk adfærd kan anses for manipulerende efter Markedsmissbrugsforordningens artikel 12, stk. 1.

Det betyder, at tilstedeværelsen af en eller flere indikatorer ikke i sig selv er tilstrækkeligt (eller nødvendigt) til at konkludere, at der er tale om markedsmanipulation. Heraf følger, at en konkret handling ikke kan udgøre markedsmanipulation alene på baggrund af (i) en påvirkning af kursen eller likviditeten og (ii) tilstedeværelsen af en eller flere "indikatorer". I tillæg hertil må det selv sagt kræves, at der desuden foreligger et manipulativt element. Omvendt er det væsentligt at bemærke, at det forhold, at der ikke er nogen "indikatorer", der finder anvendelse på den konkrete situation, ikke betyder, at der så ikke vil kunne være tale om manipulation.

2.5 De femogtyve ikke-udtømmende eksempler på praksis med indikatorer for manipulation

Level 2-forordningens Bilag 2 indeholder en opregning af femogtyve ikke-udtømmende eksempler på "praksis", der indeholder en eller flere "indikatorer" for, at der kan være tale om markedsmanipulation. Ud af de femogtyve eksempler på "praksis" vedrører to falske oplysninger, to vedrører falsk adfærd, og de resterende enogtyve vedrører falske ordre eller handler. Denne opdeling imellem de tre forskellige typer af praksis er illustreret i Figur 8.

Figur 8. Opdeling imellem de tre forskellige typer af praksis

Colluding in the IPO after-market	Inter-Trading Venues Manipulation	Concealing Ownership	Marking the Close	Smoking
Creating a Floor or Ceiling	Cross-product Manipulation	Pumping & Dumping	Layering & Spoofing	Fake Market Information
Ping Orders	Wash Trades	Trashing & Cashing	Fake Orders	Opening & Closing
Phishing	Painting the Tape	Quote Stuffing	Exaggerated Spreads	Fake Physical Goods
Abusive Squeeze	Improper Matched Orders	Momentum Ignition	Advancing the Bid	Fake Freight Ship

- 21 ordre-/handelsrelaterede eksempler på praksis, der indikerer manipulation
- 2 oplysningsrelaterede eksempler på praksis, der indikerer manipulation
- 2 adfærdrelaterede eksempler på praksis, der indikerer manipulation



Hvert enkelt af eksemplerne på "praksis" er beskrevet yderligere i Level 2-forordningens Bilag 2. Figur 9 illustrerer i den sammenhæng indholdet af praksissen "Wash Trades".

Figur 9. Indholdet af "Wash Trades"



Indikatorer i Level 2-forordning Bilag 2, Afsnit 1(3)(a)

- (i) Indgåelse af aftale om køb eller salg af et værdipapir,
- (ii) hvor der ikke ændres ved ejendomsretten eller markedsrisikoen, eller
- (iii) hvor overførslen af ejendomsretten eller markedsrisikoen sker ml. parter, der handler i forening eller i hemmelighed.

Yderligere supplerende indikatorer

- (i) Usædvanlig gentagelse af en transaktion ml. et begrænset antal parter over en vis periode,
- (ii) Ordre eller transaktioner, der ændrer eller formodes at ville ændre værdiansættelsen af en position, men uden at reducere/øge positionens størrelse,
- (iii) Usædvanlig koncentration af ordre eller transaktioner, enten generel eller repræsenterende én enkelt person, der anvender en eller flere forskellige konti, eller et begrænset antal personer.

Som illustreret i Figur 9 består de enkelte eksempler på "praksis" af en eller flere byggesten i form af "indikatorer", hvilket betyder, at det er tilstedeværelsen af den eller de enkelte "indikatorer", der puster liv i den konkrete "praksis". Denne konstruktion betyder tillige, at det forhold, at en given handling falder indenfor ordlyden af en praksis, ikke i sig selv vil være tilstrækkeligt til at udgøre markedsmanipulation, jf. betragtning 6 i Level 2-forordningens præambel. Heraf følger, at en specifik oplysning eller adfærd ikke kan udgøre markedsmanipulation alene på baggrund af (i) en påvirkning af kursen eller likviditeten og (ii) tilstedeværelsen af en "praksis" indeholdende en eller flere "indikatorer". Hertil må det selvsagt kræves, at der tillige foreligger et manipulativt element, jf. nærmere herom nedenfor i afsnit 3.3.

Tilstedeværelsen af en "praksis" og dermed en eller flere "indikatorer" må derimod antages at have den indvirkning, at der skabes en formodning for, at der er tale om manipulation. Denne manipulationsformodning vil herefter kunne afkræftes, hvis den konkrete handling beror på legitime forretningsmæssige grunde.

Omvendt er det væsentligt at bemærke, at det forhold, at den konkrete handling ikke falder ind under én af eksemplerne på "praksis", ikke betyder, at der så ikke vil kunne være tale om manipulation. Dette følger allerede af det forhold, at der er tale om en ikke-udtømmende opregning af eksempler på "praksis", og er tillige præciseret i betragtning nr. 7 i Level 2-forordningens præambel.

2.6 Den indbyrdes sammenhæng ml. "indikatorer" og eksempler på "praksis"

Som fremgået ovenfor i afsnit 2.4 og afsnit 2.5 og illustreret i Figur 9 består de enkelte eksempler på "praksis" af en eller flere byggesten i form af "indikatorer", hvilket skaber en meget tæt indbyrdes sammenhæng imellem den enkelte praksis og den/de indikatorer, der indgår heri.

Denne indbyrdes sammenhæng benyttes i praksis blandt andet til konstruktionen af de påkrævede overvågningssystemer i henhold til Markedsmisbrugsforordningens artikel 16, stk., 2, for de professionelle markedsaktører, der er omfattet af dette krav. Heri ligger, at tilstedeværelsen af en eller flere "indikatorer", vil kunne indikere et givent eksempel på en "praksis", der kan udgøre markedsmanipulation, og som derfor underlægges en nærmere vurdering af, om der konkret er tale om markedsmanipulation. Denne indbyrdes sammenhæng ml. "indikatorer" og "praksis" er illustreret i Figur 10.

Figur 10. Sammenhæng ml. eksempler på praksis og de indikatorer, der indgår heri

Indikatorer MAR Bilag 1 Praksis Level 2- forordning Bilag 2	Antallet af handler	Antallet af handler/ ordrer ift. til positionen	Handler uden skift af juri- disk ejerskab	Ændringer i positioner ift. handels- volumen	Ændringer i positioner over en kort tidshorisont	Stor andel af "spøgelses- ordrer"	Stort antal handler ift. markeds- hændelser
Wash trades		√	√		√		
Painting the tape			√	√			
Improper matches			√	√			
Concealing ownership			√				
Pumping & dumping	√	√		√			
Trashing & cashing	√	√		√			
Marking the close					√		√
Advancing the bid						√	

Der findes en række it-systemer, som professionelle aktører kan erhverve mod betaling. Så vidt vides findes der dog pt. ingen programmer, der systematisk overvåger samtlige indikatorer og eksempler på praksis og gør dette i relation til handel med alle typer af finansielle instrumenter, der er omfattet af reglerne.

3. Definitionen af markedsmanipulation

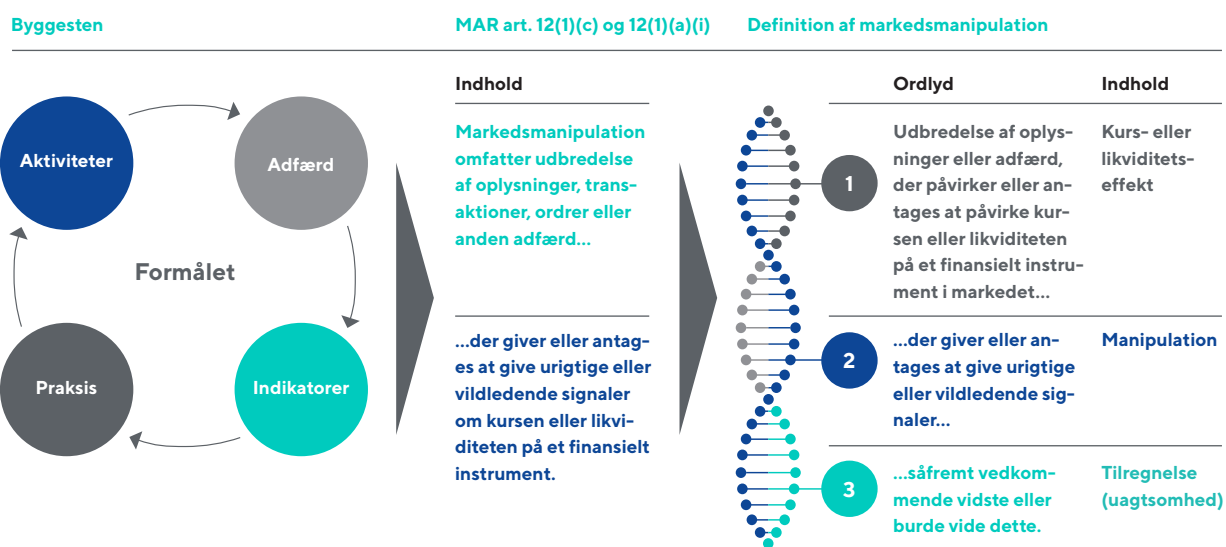
3.1 En tre-leddet definition

Ovenfor er indholdet af Markedsmisbrugsforordningens forbud mod markedsmanipulation gennemgået. På denne velbeskrevne baggrund er skridtet ikke langt til at kvalificere en egentlig definition af markedsmanipulation, der afspejler Markedsmisbrugsforordningens byggesten, og som knæsetter essensen heraf i én samlet definition. I den sammenhæng kan definitionen særligt bygges på ordlyden af gerningsindholdet i Markedsmisbrugsforordningens artikel 12, stk. 1, litra a, nr. i (manipulerende adfærd) og artikel 12, stk. 1, litra c (manipulerende oplysninger), hvorved definitionen får følgende indhold:

"Ved markedsmanipulation forstås [1] udbredelse af oplysninger eller adfærd, der påvirker eller antages at påvirke kursen eller likviditeten på et finansielt instrument i markedet, [2] der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler, såfremt [3] manipulator vidste eller burde vide dette."

Alle tre led skal være opfyldt, førend der vil være tale om markedsmanipulation efter Markedsmisbrugsforordningens artikel 12, stk. 1. Baggrunden for og indholdet af definitionen af markedsmanipulation er illustreret i Figur 11.

Figur 11. Baggrund og indhold af definitionen af markedsmanipulation



I det følgende analyseres og beskrives det nærmere indhold af hvert af de tre led i definitionen. Det bemærkes i den sammenhæng, at anvendelsen af definitionen på konkrete handlinger nødvendigvis må inddrage de pågældende finansielle instrumenters og markeders art og specifikke karakteristika”, jf. Level 2-forordningens præambel nr. 7. Det vil således ikke nødvendigvis være den samme adfærd, der kan udgøre markedsmanipulation i aktier, erhvervsobligationer eller i en future, idet dette vil afhænge af en konkret vurdering med inddragelse af de pågældende finansielle instrumenters og markeders art og specifikke karakteristika.

3.2 Kurs- eller likviditetseffekten (det objektive element)

Det første krav i definitionen er, at der skal være tale om en kurs- eller likviditetseffekt, jf. formuleringen ”Udbredelse af oplysninger eller adfærd, der påvirker eller antages at påvirke kursen eller likviditeten på et finansielt instrument i markedet”. Det er vigtigt at bemærke, at der er tale om et rent objektive element, og at vurderingen af ”om effekten må antages at skyldes manipulation”, i stedet er en del af det andet krav i definitionen, og derfor behandles nedenfor i afsnit 3.3 (det manipulative element).

Det objektive element kan formuleres som en effekt-doktrin, hvori ligger, at i virkelighedens verden vil en sag om markedsmanipulation altid tage sin begyndelse i konstateringen af en eller anden form for handling, der må antages at kunne flytte kursen og/eller likviditeten på det finansielle instrument.

Når effekten på kursen eller likviditeten af et givent finansielt instrument skal vurderes, er det et centralt spørgsmål, hvad effekten skal vurderes i forhold til, dvs. hvad der skal udgøre basislinjen for vurderingen. Dette kan også formuleres sådan, at enhver manipulation (løgn) tager sit afsæt i en virkelighed (sandhed), og det er denne virkelighed (sandhed), der udtrykkes med definitionens formulering ”kursen eller likviditeten på et finansielt instrument i markedet”, dvs. situationen uden tilstedeværelsen af manipulationen. Det centrale spørgsmål er derfor, hvad der skal lægges til grund som virkelighedsforudsætning.

Lige siden Højesterets dom i Hallengreen-sagen af 14. december 2000 synes de danske domstole sammen med Finanstilsynet og SØIK at have anvendt en måske nok for simpel tilgang til kursdannelsen i de børsnoterede finansielle instrumenter. Ikke desto mindre er den blevet fastholdt og gentaget siden. Senest i Højesterets dom i Obligationsejer-sagen fra 2016, hvor Højesteret udtalte følgende:

”På den anførte baggrund finder Højesteret, at udtrykket »værdi i markedet« i den dagældende værdipapirhandelslovs § 38, stk. 1 – også når det gælder illikvide værdipapirer – må forstås som den senest noterede børskurs, hvor kursen er resultat af en handel mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser, det vil sige en handel, hvor sælger ønsker at opnå højst mulig kurs, mens køber ønsker at købe billigst muligt. Børskursen må dog fraviges, hvis den ikke kan anses for et retvisende udtryk for værdipapirets værdi i markedet. Noget sådant vil efter omstændighederne kunne være tilfældet, hvis der efter den senest noterede børskurs er indtrådt generelle ændringer i markedet, f.eks. renteændringer, eller hvis udstederen af værdipapiret i en selskabsmeddelelse eller på lignende måde har givet oplysninger, der har betydning for værdien af papiret. Den kurs, som er angivet f.eks. i en salgsordre, men som ikke fører til en handel, viser derimod ikke i sig selv, at den senest noterede børskurs ikke kan anses for retvisende.”

En sådan hovedregel passer som udgangspunkt til et likvidt marked med en effektiv prisdannelse, hvor markedskursen (forstået som den seneste handlede kurs) antages at afspejle børsselskabets reelle/indre værdi. I den sammenhæng bør det dog bemærkes, at handler i et likvidt finansielt instrument, der ligger inden for spreadet (udbud og bud) af praktikere ligeledes anses for "handler til markedskurs". Dette synes da også at være indlysende af den grund, at enhver anden opfattelse af markedskursen vil føre til, at kursen aldrig vil kunne ændres, da alle ville fortsætte med at handle til den samme kurs. Sådan fungerer vores kapitalmarkeder ikke. Derimod flytter børskurserne sig løbende op og ned afhængigt af mange forskellige faktorer, herunder hvordan selskabet og dets nærmeste konkurrenter klarer sig, hvordan fremtidsforventningerne ser ud samt hvor stor en interesse, der er for at investere i det pågældende selskab. Disse fortløbende og normalt også forskellige vurderinger og forventninger til det finansielle instrument udmønter sig netop i spreadet, dvs. forskellen ml. den pris, som nogle er villige til at sælge til, og den pris som andre er villige til at købe til.

Hvor Højesterets hovedregel synes at passe til et likvidt marked, er det modsatte tilfældet i forhold til prisfastsættelsen på illikvide markeder, hvor de professionelle markedsaktører ikke "bare" kan anvende den senest noterede børskurs som udtryk for markedskursen. Følges den for snævert på et illikvidt finansielt instrument (fx en aktie) vil det derfor indebære en væsentlig risiko for, at professionelle værdipapirhandlere ikke kan levere "best execution" til deres kunder ved handel i illikvide finansielle instrumenter. I den sammenhæng synes Højesterets hovedregel at have en for simpel tilgang til kursdannelsen, hvor der lægges for stor og ensidig vægt på kursen som en funktion af "den senest gennemførte handel". Dermed harmonerer den dårligt med den mere sofistikerede forståelse af kursdannelsen, der ligger til grund for en række af "indikatorerne" og "praksisserne" for markedsmanipulation, der i høj grad inddrager "ordrer" (og ikke kun handlers) betydning på kursdannelsen – og dette uanset om ordrene efterfølgende bliver til handler eller ej. Forståelsen harmonerer tillige dårligt med den sofistikerede forståelse af kursdannelsen, der anvendes af "den rationelle investor" og ligger til grund for intern viden-begrebet og dermed den praksis, der er udviklet under forbuddet mod insiderhandel. Her indgår forhold som (i) udbud og efterspørgsel i form af handelsordrer (spreadet), (ii) kursen vurderet over en længere periode (end blot den seneste handel), (iii) en vurdering af børsselskabets reelle/indre værdi og (iv) den forventede fremtidige udvikling af børsselskabets virksomhed.

3.3 Urigtige eller vildledende signaler (det manipulative element)

3.3.1 Introduktion

Det andet krav i definitionen er, at der skal være tale om manipulation i form af falske oplysninger eller falsk adfærd, jf. formuleringen "*der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler*". Det andet krav omhandler selve essensen af forbuddet, idet der ikke kan være tale om "markedsmanipulation" uden, at der foreligger "manipulation".

I forhold til "falske oplysninger" kan disse i praksis forekomme som enten (i) fortielse af oplysninger, (ii) urigtige oplysninger, eller som en kombination heraf, hvilket vil resultere i "vildledende oplysninger". I forhold til "falsk adfærd" kan dette forekomme som "falske ordrer", "falske handler", eller som enhver anden form for "falsk adfærd".

3.3.2 Kurspåvirkende contra kursmanipulerende handlinger

For at kunne fastslå, om konkrete handlinger må antages at være "falske" og dermed "manipulerende", er man nødt til at forstå markedsmanipulationens anatomi og dermed, hvad det er for et grundlæggende tankegods, der gør, at denne adfærd i Markedsmisbrugsforordningen anses for et misbrug (dvs. en dadelværdig adfærd) og dermed som strafbart. Det er i den sammenhæng vigtigt at sondre mellem på den ene side handlinger, der må antages at kunne påvirke kursen eller likviditeten (det første krav i definitionen), hvilket i sig selv naturligvis er lovligt. På den anden side, derimod, er de falske oplysninger eller den falske adfærd, der må antages at være i stand til at manipulere med kursen eller likviditeten, hvilket er ulovligt. Dette kan også formuleres sådan, at det er afgørende at sondre mellem handlinger, der alene påvirker kursen eller likviditeten, og de handlinger, der manipulerer med selvsamme.

Når denne sondring skal foretages i praksis, er det nødvendigt at se på, om de konkrete handlinger er understøttet af forretningsmæssige behov, der af retsordenen vurderes at være legitime, og som betyder, at der ikke vurderes at være en negativ markeds-effekt heraf, jf. også betragtning 29 i Markedsmisbrugsforordningens præambel.

Ovenstående udtrykker den fornuftige retsopfattelse, at man ikke vil kunne tale om markedsmanipulation, hvis der foreligger legitime forretningsmæssige grunde bag handlingerne, idet der i så fald ikke foreligger noget misbrug. Den samme retsopfattelse genfindes i bestemmelsen om accepteret markedspraksis i Markedsmisbrugsforordningens artikel 13, stk. 1 og er udtrykkeligt fremhævet i betragtning nr. 11 og nr. 12 i præambelen til Markedsmisbrugsforordningen, der omhandler aktietilbagekøb og stabilisering.

3.3.3 Formodningsreglen

Som tidligere nævnt vil det forhold, at en given handling falder indenfor ordlyden af en "praksis" eller en eller flere "indikatorer", ikke i sig selv være tilstrækkeligt til at udgøre markedsmanipulation. Heraf følger, at en specifik oplysning eller adfærd ikke kan udgøre markedsmanipulation alene på baggrund af (i) en påvirkning af kursen eller likviditeten og (ii) tilstedeværelsen af en "praksis" indeholdende en eller flere "indikatorer". Hertil må det selvsagt kræves, at der konkret foreligger et manipulativt element.

Tilstedeværelsen af en "praksis" og dermed en eller flere "indikatorer" må derimod antages at have den indvirkning, at der skabes en formodning for, at der er tale om manipulation. Denne manipulationsformodning vil herefter alene kunne afkræftes, hvis den konkrete handling beror på legitime forretningsmæssige grunde. Indholdet af denne formodningsregel er illustreret i Figur 12.

Figur 12. Illustration af formodningsreglen



I praksis må formodningsreglens betydning ved forbuddet mod markedsmanipulation antages at være den, at såfremt anklagemyndigheden godtgør, at den tiltaltes konkrete handlinger er omfattet af en eller flere former for "praksis" eller "indikatorer", vil dette i sig selv skabe en formodning af, at vedkommende har foretaget manipulation. Dette må således forventes at føre til domfældelse, medmindre at den tiltalte evner at afkræfte formodningen ved at påvise, at der lå legitime forretningsmæssige grunde bag handlingerne.

3.4 Tilregnelser (det subjektive element)

Det tredje (og sidste) krav i definitionen er, at den konkrete manipulation skal kunne bebrejdes manipulatorens. Dette formuleres også sådan, at der skal være tale om den fornødne subjektive tilregnelser i form af forsæt eller uagtsomhed, jf. formuleringen "*såfremt vedkommende vidste eller burde vide dette*", dvs. at det er et krav, at manipulator vidste eller burde vide, at vedkommendes oplysninger eller adfærd var manipulerende.

I forhold til uagtsom markedsmanipulation er kardinalpunktet, om manipulatorens objektive må anses for at have tilsidesat de handlenormer, som retsordenen anser for rimelige baseret på en bonus pater familia-standard, og om de konkrete handlinger derved har medført fare for manipulation. Bonus pater-standard må dog antages at variere i praksis afhængigt af, om vedkommende har en særlig ekspertise, baggrund eller erfaring inden for værdipapirhandel. Således må der antages at gælde skærpede krav til den agtpågivenhed, der skal udvises af mere professionelle aktører sammenholdt med, hvad der kan kræves af en mere uerfaren investor.

Idet uagtsomhed er tilstrækkeligt, jf. Straffelovens § 19, følger det forudsætningsvist heraf, at det som udgangspunkt ikke tillægges afgørende betydning, om handlingens formål eller hensigt var at manipulere med kursen eller likviditeten. Uanset, at udgangspunktet er en objektiv bedømmelse af tilregnelsen, vil det i praksis imidlertid være vanskeligt, og i en række tilfælde endog umuligt, at adskille sandhed fra løgn (manipulation), hvis ikke det konkrete formål bag eller hensigt med den pågældende handling inddrages i vurderingen. Hertil kommer, at da der er tale om et strafferetligt forbud, jf. Kapitalmarkedslovens § 249, stk. 2 og Straffelovens § 299d, må denne objektivisering ikke gå så langt, at man risikerer at tilsidesætte grundlæggende retssikkerhedsgarantier, herunder særligt uskyldsformodningen og kravet om, at der skal være klar lovhjemmel til at pålægge straf.

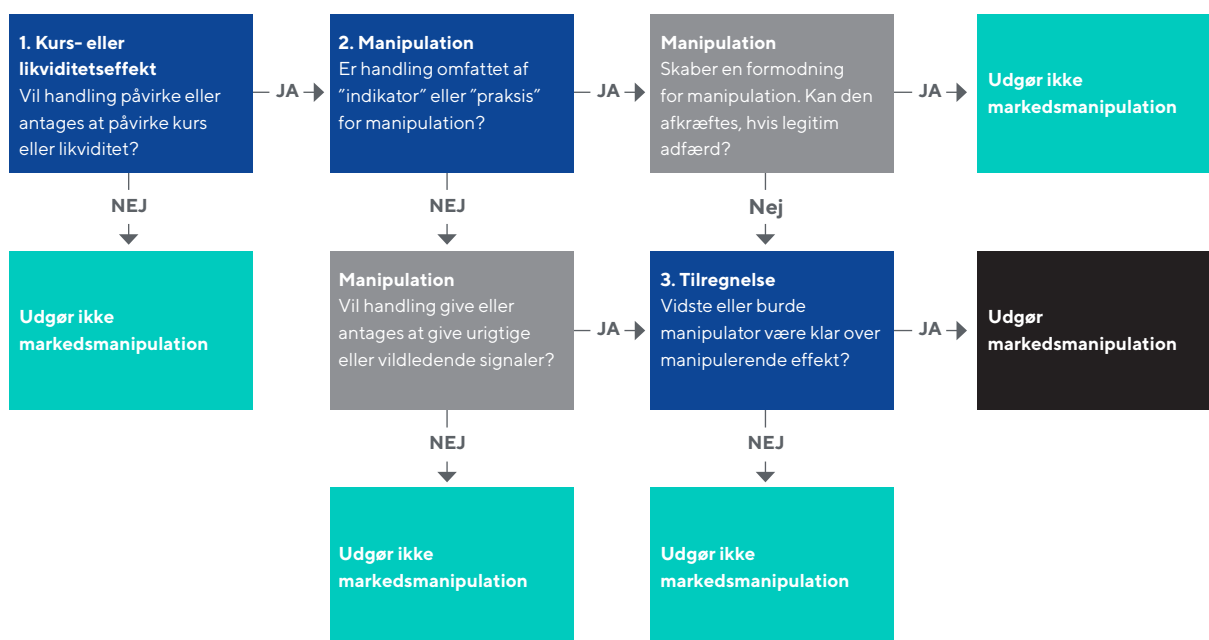
I den sammenhæng bør det bemærkes, at såfremt der er berettiget tvivl om det nærmere indhold af et forbud, herunder forbuddet mod markedsmanipulation, bør den relevante domstol afstå fra at idømme straf, men i stedet præcisere, at den pågældende adfærd anses for omfattet af forbuddets anvendelsesområde, og at en sådan adfærd derfor fremadrettet vil være strafbelagt. Man kunne ønske at denne mulighed blev benyttet oftere end det hidtil har været tilfældet i de mange danske retssager, der til trods for tvivl om retstilstanden, desuagtet har ført til domfældelse.

4. Praktisk vurderingsmodel for markedsmanipulation

På baggrund af gennemgangen og analysen ovenfor i afsnit 3.1-3.4 opstilles i Figur 13 en vurderingsmodel, der har til formål at hjælpe med den praktiske vurdering af generelle eller konkrete mulige manipulationstilfælde.

En sådan praktisk vurderingsmodel kan således både være en hjælp i forhold til at forebygge markedsmanipulation ved at sikre, at en påtænkt adfærd underlægges en forudgående vurdering og i forhold til at kunne underlægge en allerede gennemført konkret handling en vurdering af, om den vil kunne anses for at udgøre markedsmanipulation.

Figur 13. Praktisk vurderingsmodel for markedsmanipulation



Kontakt os

Har du spørgsmål til artiklen, er du velkommen til at kontakte en af vores specialister på området. Du kan også rette henvendelse til din sædvanlige kontaktperson hos Bech-Bruun.



David Moalem
Partner
T 72 27 33 24
E dmm@bechbruun.com



Kristoffer Probst Larsen
Advokat
T 72 27 35 64
E kpl@bechbruun.com



Kristian Calmer Bungum
Advokatfuldmægtig
T 72 27 34 30
E kck@bechbruun.com



Steen Jensen
Partner
T 72 27 33 46
E sj@bechbruun.com



**Mads Ljungbeck
Frodegaard**
Advokat
T 72 27 36 08
E malf@bechbruun.com



Jakob Klaper
Advokatfuldmægtig
T 72 27 35 66
E jakl@bechbruun.com