

## Fokus på Kursmanipulation



Deloitte's Kapitalmarkedsretsgruppe har gennemført en større analyse af kursmanipulation i Danmark i samarbejde med professor i børsret, Nis Jul Clausen, fra Juridisk Institut på Syddansk Universitet. Analysen er offentliggjort i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret og afdækker bl.a. et større antal domme, der ikke tidligere har været offentliggjort. Med afsæt heri sætter dette nummer af Kapitalmarkedsretsgruppens Nyhedsbrev fokus på indholdet af forbuddet mod kursmanipulation og den foreliggende praksis herom.

### Hvad er kursmanipulation?

Uanset at vi befinder os i 2010, er der i realiteten ikke så meget nyt i, at det er forbudt at lave kursmanipulation. Forbuddet er således blot en moderne variant af den flere tusind år gamle grundsætning om, at man ikke må lyve. På værdipapirmarkedet er der grundlæggende to måder at lyve på. Enten kan man udbrede falske oplysninger eller også kan man lave falske handler/ordrer.

Det er derfor ikke overraskende, at forbuddet mod kursmanipulation i værdipapirhandelslovens § 38 er skåret over denne sondring, hvilket kan ses i figur 1, der opregner de fire former for kursmanipulation.

**Figur 1. De fire former for kursmanipulation**

Falske oplysninger	Falske handler/ordrer
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	Transaktioner eller ordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer
	Transaktioner eller ordrer, hvorved der benyttes fiktive indretninger eller andre former for bedrag eller påfund
	Transaktioner eller ordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau

#### Hvorfor er kursmanipulation forbudt?

Forbuddet mod kursmanipulation bygger på hensynet til investorerne og værdipapirmarkedets integritet. For at investorerne kan have tillid til værdipapirmarkedet, er det af væsentlig betydning, at kursdannelsen på værdipapirerne sker på grundlag af korrekte og pålidelige oplysninger.

Såfremt visse markedsdeltagere udviser en adfærd, der har til hensigt eller som resultat at påvirke kursdannelsen i en retning, som denne ellers ikke ville have taget under normale markedsforhold, vil dette være skadeligt for tilliden til, at værdipapirmarkedet er redeligt og velfungerende. Formålet med forbuddet er derfor at hindre, at en sådan kursmanipulerende adfærd finder sted.

#### Hvornår kan der være tale om manipulation?

For de aktører der er "repeated players" på kapitalmarkedet, herunder børsselskaber og pengeinstitutter, er det væsentligt at vide mere præcist, hvor

grænsen går mellem det lovlige henholdsvis ulovlige.

I den sammenhæng er det vigtigt at bemærke, at selvom der er en række forhold, der vil kunne ændre kursen på et værdipapir, så betyder det ikke, at kursen faktisk har været manipuleret. For en række af de knap så likvide danske værdipapirer gælder således, at selv en mindre handel heri vil medføre en kursændring, og disse handler er naturligvis ikke kursmanipulerende, blot fordi de er kurspåvirkende.

Når børsmyndighederne skal fastlægge, om der konkret er tale om en overtrædelse, skal de bl.a. inddrage en række indikatorer for kursmanipulation. Det vil sige, at hvis en eller flere af disse indikatorer foreligger, taler dette isoleret set for, at der er tale om en overtrædelse. Men også her synes det på sin plads at understrege, at tilstedeværelsen af en eller flere af disse indikatorer ikke er ensbetydende med, at der i det konkrete tilfælde faktisk er tale om kursmanipulation. Figur 2 opregner nogle af de centrale indikatorer.

**“Forbuddet mod kursmanipulation bygger på hensynet til investorerne og værdipapirmarkedets integritet.”**

## Figur 2. Indikatorer for kursmanipulation

- ❖ De pågældende ordrer/handler udgør en betydelig andel af den daglige mængde handler med værdipapiret på det pågældende marked, især når de medfører en betydelig kursændring
- ❖ De pågældende ordrer/handler foretages af personer med en betydelig købs- eller salgsposition i værdipapiret, og dette medfører betydelige ændringer i kursen på værdipapiret
- ❖ De pågældende handler medfører ikke ændringer i ejendomsretten til værdipapiret
- ❖ De pågældende ordrer/handler omfatter modsatte positioner indenfor en kort periode, når ordrene eller handlerne udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med værdipapiret, og disse kan være forbundet med betydelige ændringer i kursen herpå
- ❖ De pågældende ordrer/handler er koncentreret indenfor et kort tidsrum i handelsperioden, og dette midlertidigt fører til en kursændring, der efterfølgende ændres i modsat retning
- ❖ De pågældende ordrer medfører ændringer i oplysninger om bedste salgs- eller købskurs på et værdipapir eller i udseendet af den for markedsdeltagerne tilgængelige ordrebog, og ordrene annulleres inden handelen gennemføres
- ❖ De pågældende ordrer/handler foretages på eller omkring et bestemt tidspunkt, hvor referencekurser, afregningskurser og værdiansættelser beregnes, og dette fører til kursændringer, som påvirker beregningen af sådanne kurser og værdiansættelser

### Hvordan manipuleres kursen i praksis?

Det er bemærkelsesværdigt, at selvom de danske domstole foreløbigt har behandlet 19 sager

om kursmanipulation, så ligner mange af sagerne hinanden. Det betyder, at sagerne kan inddeles i tre typetilfælde, der er opstillet i figur 3.

### Figur 3. Typetilfælde og antal sager

Falske oplysninger	Wash trades	Fake orders (daytraders)
Der udbredes oplysninger, der er egnede til at give urigtige eller vildledende signaler	Manipulationen sker i form af selvkontrahering eller kontrahering mellem nærtstående parter og/eller parter, der handler i forståelse med hinanden, og sådan at handlen savner et kommercielt formål	Manipulationen foretages af "hr. og fru Jensen" og sker via netbankerne. Først indlægges fiktive ordre, som vedkommende ikke har til hensigt at gennemføre. Når ordren har påvirket kursen, drages der fordel heraf ved at foretage modsatrettede handler i et pengeinstituts strakshandelssystem, hvorefter ordren annulleres
2 sager	6 sager	11 sager

### Hvad er straffen for at overtræde forbuddet?

Overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation er en alvorlig sag, der som hovedregel vil indebære en ubetinget fængselsstraf. Det vil sige, at manipulatoren skal ind og afsone sin dom i et fængsel.

Den hårde linje overfor kursmanipulatorer blev fastslået af Højesteret tilbage i 2001, hvor rettesnoeren blev lagt for de sager, der har været siden hen; "Højesteret finder, at anvendelse af ubetinget frihedsstraf i almindelighed er påkrævet for at modvirke denne form for kriminalitet, også selvom der ikke kan påvises konkrete tab som følge af de pågældende handlinger."

Vores gennemgang af den foreliggende danske praksis har imidlertid afdækket, at byretterne har været tilbageholdende med at idømme ubetingede fængselsstraffe i kursmanipulationssagerne. Dette har betydet, at anklagemyndigheden har måttet anke en række af sagerne til de to landsretter, og det er i den sammenhæng påfaldende, at landsretterne i højere grad end byretterne idømmer de tiltalte ubetingede fængselsstraffe.



# Kontakt

## David Moalem

Advokat, Ph.D.

Partner, leder af Kapitalmarkedsretsgruppen

Tlf. +45 36 10 35 76

dmoalem@deloitte.dk

[www.deloitte.dk](http://www.deloitte.dk)

*Kapitalmarkedsretsgruppens Nyhedsbrev kan ikke erstatte juridisk rådgivning. Som følge heraf påtager Deloitte sig intet ansvar for direkte eller indirekte skader eller tab, der skyldes brug heraf. Dette gælder uanset om skaden eller tabet skyldes fejlagtig information eller andre forhold i relation til nyhedsbrevet.*

### Om Deloitte

Deloitte leverer ydelser inden for Revision, Skat, Consulting og Financial Advisory til både offentlige og private kunder i en lang række brancher. Vores globale netværk med medlemsfirmaer i 140 lande sikrer, at vi kan trække på stærke kompetencer foruden en dybtgående lokal indsigt, når vi skal hjælpe vores kunder overalt i verden. Deloitte's 165.000 medarbejdere arbejder målrettet efter at sætte den højeste standard. Deloitte's medarbejdere understøttes af en virksomhedskultur, der fremmer integritet og merværdi til kunderne, en forpligtelse over for hinanden og en styrke gennem forskellighed. De arbejder i et miljø præget af konstant udvikling, udfordrende oplevelser og berigende karrieremuligheder. Deloitte's medarbejdere arbejder målrettet på at styrke ansvarlighed, opbygge tillid og sikre positiv indflydelse i deres lokalsamfund.

### Deloitte Touche Tohmatsu

Deloitte er en betegnelse for Deloitte Touche Tohmatsu, der er en schweizisk organisation (Verein), og dets netværk af medlemsfirmaer. Hvert medlemsfirma udgør en separat og uafhængig juridisk enhed. Vi henviser til [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) for en udførlig beskrivelse af den juridiske struktur i Deloitte Touche Tohmatsu og dets medlemsfirmaer.