

Retspraksis om kursmanipulation (udvalgte domme)

Oplæg i Juridisk Forening
Mandag den 4. april 2016

Kursmanipulation er altså rigtig kriminalitet



Statistik

År	Antal anmeldelser om mulig kursmanipulation
2009	21
2010	59
2011	27
2012	14
2013	4
2014	5
2015	1

Oplysningsbaseret kursmanipulation

U 2003.1467 "Seven-Eleven-dommen"

- Udspremt urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer, idet T den 24. september 2000 til Dagbladet Børsen og Berlingske via fax fremsendte en urigtig besked om, at Eli Lilly & Co ville byde på 51 pct. af NeuroSearchs aktiepost, og at prisen forventes at blive 655 kr. pr. aktie.
- BR + LR: Skyldig i kursmanipulation, da handlingen var egnet til at påvirke kursen på NeuroSearchs aktier. Handlingen har dermed været egnet til at skade tilliden til værdipapirmarkedet (den brede beskyttelsesinteresse).

Oplysningsbaseret kursmanipulation

HR:

Hans handling har været egnet til at skade tilliden til værdipapirmarkedet. Finder at anvendelse af ubetinget frihedsstraf i almindelighed er påkrævet for at modvirke denne form for kriminalitet, også selv om der ikke kan påvises konkrete tab som følge af handlingen.

Ved strafudmålingen fremhævede Højesteret, at T – som ejede en aktiepost i NeuroSearch – udsprede en urigtig oplysning, der var egnet til i betydelig grad at påvirke kursen på aktierne. I formildende retning lagde Højesteret vægt på den noget uprofessionelle udførelsesmåde.

Oplysningsbaseret kursmanipulation

Retten i Hjørrings dom af 22. januar 2010

På internetchatforum anført i et indlæg:

"Kæmpeordre til Vestas. Har talt med 2 indflydelsesrige medarbejdere fra Vestas, som uafhængigt af hinanden bekræfter en kommende megaordre fra Kina. Hvilken reaktion tror I markedet vil have på dette? Tror selv at vi får kursen over 400 snart, men nu må vi bare vente og se om alt falder i hak for os Vestas aktionærer!"

60 dages betinget fængsel.

Oplysningsbaseret kursmanipulation

U 2013.196 H, "Redaktørdommen"

- Professionel investeringsrådgiver og økonomisk redaktør skrev klummer i månedsmagasin bl.a. om:

"Lastas til lavpris. Det kører bare for det lille danske transportselskab Lastas, men det er gået ubemærket hen på aktiemarkedet, og selskabet kan potentielt fordoble sin kurs"

"DLH klar til vækst"

"Upåagtede Atlantic Petroleum på Københavns Fondsbørs kan blive mangedoblet i værdi"

"Hold øje med TK development"

Oplysningsbaseret kursmanipulation

- LR: T solgte i tidsmæssig sammenhæng med udgivelsen af T's artikler den helt overvejende del af de opkøbte aktier med en samlet betydelig økonomisk gevinst for øje. Tiltalte har ikke på korrekt og effektiv måde i artiklerne oplyst om sin interessekonflikt, og tiltalte er derfor skyldig.

Oplysningsbaseret kursmanipulation

- HR: Væsentlig egeninteresse i aktuel kursstigning og klart et mønster, der indebærer, at anbefalingerne i artiklerne i hvert fald delvis må anses for påvirket af ønsket om kursstigning.

Oplysningen om, at han ejer aktier i det pågældende selskab er – under de foreliggende omstændigheder – ikke tilstrækkelige til at oplyse om hans meget betydelige egeninteresse i de anbefalede aktier.

I en periode på 1½ år har T systematisk foretaget kursmanipulation. Opkøb og salg for meget betydelige beløb. Hertil kommer, at den udviste adfærd i betydeligt omfang har været egnet til at skade tilliden til markedet for handlen med værdipapirer. 8 måneders fængsel.

Urigtige oplysninger i selskabsmeddelelser

- ØLD af 14. oktober 2015, "NeuroSearch-dommen" ([anket til Højesteret](#))
- Medicinal firma udsteder børsmeddelelse om status i forhold til udviklingen af et lægemiddel (Huntingtons sygdom, alvorlig hjernesygdom) i et klinisk medicinstudie. Det angives i selskabsmeddelelsen til Fondsbørsen, at "studiet mødte det primære endpoint om at vise effekt på frivillig motorisk formåen". Både BR og ØL lægger til grund, at dette ikke er tilfældet, da væsentligt forbehold ikke er fremgår af selskabsmeddelelsen.
- Juridisk person idømt bøde på 5 mio. kr. Direktør frifundet ("Det findes ikke godtgjort, at direktørens dispositioner havde et andet sigte end at varetage selskabets interesser").

Transaktionsbaseret kursmanipulation/straskursmanipulation

- Modus: 1) Indlægger købsordre, 2) Salg af de pågældende værdipapirer (typisk fra eksisterende portefølje), 3) Sletning af købsordre. (dvs. modsatrettede ordre inden for en kortere periode). "Fake orders"
- 27 domme i alt om denne form for kursmanipulation – også kaldt daytrader-sagerne (Se ekstern lektor Peter Schaumburg-Müller og professor Erik Werlauff i U 2009B 198)

Transaktionsbaseret kursmanipulation/lukkekursmanipulation

Retten i Lyngbys dom af 16. september 2014, "Gyldendal-dommen"

- 8 bud lagt ind den 30. december 2009 fra kl. 8.00 til kl. 16.45. Kursen gik fra 990 til 1200 (endte dog med kurs 1000 som slutkurs, da der blev lagt et efterfølgende udbud på kurs 1000 ind). 87 pct. af alle handlede aktier den pågældende dag.
- 30. december 2010 fra kl. 9.22 til kl. 16.58 lagt 11 bud ind. Aktien går fra kurs 1100 til kurs 1225. 100 pct. af alle aktiehandler den pågældende dag. Sidste handel var med 1 aktie. T's personlige beholdning af aktier steg hermed med 2.019.776 kr. (skatteværdien).
- Tilsvarende handler den 30. december 2011 (hvor han kun bød på 1 aktie) og den 28. december 2012 (hvor han alene købte 4 aktier).

Transaktionsbaseret kursmanipulation/lukkekursmanipulation

- **BR:** Handlerne fremtræder systematiske, og alle er tidsmæssigt afgrænset op til årsskifterne, ligesom at de sidste bud blev givet på 1 aktie og til en pris, der lå højere end de øvrige bud. Det indgik i øvrigt i rettens vurdering, at de pågældende handler afviger fra T's øvrige handelsmønstre.
- T må have indset, at han ved de pågældende transaktioner og handelsordrer har foretaget handlinger, der er egnet til at påvirke kursen på de nævnte værdipapirer i en retning, der afgiver fra disses værdi i markedet, og at han ved de pågældende transaktioner og handelsordrer har opnået en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen på aktier på dette tidspunkt med den virkning, at prisen blev fastsat på – eller forsøgt fastsat – på et kunstigt højt niveau. Også lagt vægt på T's betydelige andel i og deraf følgende indflydelse på handel med de pågældende aktier.
- Betinget fængselsstraf i 3 måneder og bøde på ½ mio. kr.

Transaktionsbaseret kursmanipulation/lukkekursmanipulation

Vestre Landsrets dom af 10. november 2014, "Trifork"

- Dømt i Byretten for at have løftet kursen på Trifork-aktien umiddelbart op til børsintroduktionen og op til nytår, jf. VPHL § 38, stk. 1, nr. 2 og 4.
- Bl.a. udsagn om "Den ligger under, den ligger 7,5 eller sådan noget. Så jeg har lovet ham, vi kører den lige op omkring 8, 8,5, hvis vi kan det her til nytår." (dvs. indikation på lukkekursmanipulation) EBH Bank anset for en dominerende aktør i markedet. Den indgåede aftale om tilstræbt kursstigning og EBH Banks aktivitet i henhold til aftalen kan efter Byrettens opfattelse ikke anses som et normalt og legalt led i en funktion som markedet maker.
- Frifundet i Landsretten. Efter landsrettens opfattelse er det afgørende, om der er indgået en aftale mellem direktør (T2) og den daværende bestyrelsesformand (T1).

Københavns Byrets dom af 8. september 2015, Parken-sagen (anket til Østre Landsret)

- Der er ikke ført bevis for, at selskabet gennemgående har en sådan særlig interesse i lukkekursen, at handlerne i lukkeauktionerne kan anses som et vildledende signal. Det er heller ikke under bevisførelsen fremgået, hvilken interesse det tiltalte selskab generelt kunne have i lukkekursen på aktien. Retten fandt derfor ikke, at det tiltalte selskabs handler i lukkeaktioner i sig selv giver grundlag for at henføre handelsordrerne under VPHL § 38, stk. 1, nr. 2.

"Handel med sig selv eller med nærstående parter

- **Eksempel**

U 2001.578H ("Hallengren-dommen", omtales under tiden også som "AGF-dommen")

Tiltalte optrådte både som sælger og køber af samme aktier til stigende kurser uden, at dette var markedet bekendt.

30 dage betinget i LR. HR har på grund af en fejl fra anklagemyndighedens side ikke mulighed for at hæve straffen i den konkrete sag, men HR markerer mere generelt, at det klare udgangspunkt er ubetinget frihedsstraf.

Aktiespil

- **Østre Landsrets dom af 18. marts 2009 (U 2009.1695Ø)**

T deltager i Alm Brands aktiespil (fiktiv køb og salg med ca. 75.000 deltagere). Investerer i Gyldendal aktier i spillet. Vil gerne vinde spillet og indlægger derfor i 86 tilfælde salgs- og købsordre på Gyldendal aktien, der forberede aktiens udbuds- og budkurs. Annullerede herefter ordrene (i 7 tilfælde nåede han det imidlertid ikke, da ordren var blevet matchet af en modsatrettet ordre).

ØL: T's handlinger findes egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på Gyldendal aktier ... hvilke handlinger var egnet til at påvirke kursen på Gyldendal aktien i en retning, der afveg fra dennes værdi i markedet. T's handlinger er derfor omfattet af begrebet kursmanipulation efter VPHL § 38, stk. 1.

Landsretten fremhæver i begrundelsen af for strafudmålingen, at "de kursmanipulerende handlinger har været egnede til at skade tilliden til pengemarkedet."

50 dages ubetinget fængsel (modsat byretten, hvor straffen var betinget).

Opkøb af egne aktier/kurspleje

- **Retten i Aarhus' dom af 31. oktober 2014, "Aarhus Lokalbank" (anket til Vestre Landsret)**

Banken lagde i gerningsperioden stort set alle dage et købstilbud på 25-100 stk. aktier på tidspunktet omkring markedets åbning. Kursen på bankens bud var generelt højere, end kursen på det bedste købstilbud i markedet.

Opkøb af egne aktier/kurspleje

Øvrige karakteristika:

- Langt de fleste dage havde banken det bedste købstilbud ved markedets åbning.
- Fastholdt samme købskurs i lange perioder
- Størstedel af de aktier, der blev solgt i gerningsperioden, tilfaldt banken
- Bankens bud var volumemæssigt tilstrækkeligt til at opfylde salgsinteressen i markedet
- Hvis banken efterfølgende blev handlet ud af markedet, stillede banken efterfølgende et nyt bud i samme, høje kurs som hidtil, uanset at uafhængige parter i mellemtiden havde indgået handler til en lavere kurs

Opkøb af egne aktier/kurspleje

- **BR:** Det er ubestridt, at selskaber, der – som Aarhus Lokalbank – har foretaget marked making/prisstilling i egne aktier, skal bedømmes efter samme standard som andre markedsdeltagere. De øvrige markedsdeltagere kunne ikke se, hvem der har givet bud, herunder om budet var afgivet af banken i dennes rolle som prisstiller. Retten har derfor ved vurderingen af, om der er tale om kursmanipulation, set på, hvilken opfattelse de af bankens afgivne bud gav markedet, og ikke om de mindskede spread [eller] i øvrigt var hensigtsmæssige ud fra en prisstillers synspunkt.

Opkøb af egne aktier/kurspleje

- "Denne måde at stille priser på var egnet til at påvirke kursen i en retning, der afveg fra aktiens værdi i markedet. Det var reelt banken – og ikke markedet – der ved sin massive tilstedeværelse på købsiden og fastholdelse af samme kurs, også uanset at der i markedet var handlet til andre priser, fastsatte og fastholdt en mindstepris på aktien, og sikrede, at andre priser lå i et niveau, der var unormalt eller kunstigt, jf. VPHL § 38, stk. 1, nr. 4 og stk. 2, nr. 3"
- "Som nævnt lå banken købstilbud konstant i en fremtrædende position i markedet, både for så vidt angår kurs og volumen. Dette var egnet til at misinformere markedsdeltagerne, idet de fik indtryk af, at købsinteressen i markedet dels var langt større, end den i realiteten var, dels at kursen var højere, end den ville have været uden bankens tilstedeværelse i markedet, jf. VPHL § 38, stk. 1, nr. 2."

Opkøb af egne aktier/kurspleje

- Bøde på 1 mio. kr. til banken, to medarbejdere fik hver 3 måneders ubetinget fængsel, og den daværende direktør blev straffet med fængsel i 30 dage for uagtsom overtrædelse af regler om kursmanipulation.

Opkøb af egne aktier/kurspleje

Vestre Landsrets dom af 4. april 2014, "Sparekassen Himmerland/EBH" (U 2014.2177 V)

- Gensidig aktieinvesteringss aftale? Spørgsmålet var, om der var en aftale om, at EBH Bank fortløbende skulle indlægge købsordre til kurs 600 for derved at sikre, at aktien ikke kunne købes under denne kurs.
- **VL:** Der er ikke grundlag for at antage, at handlen skulle gennemføres til andet end markedskursen for de respektive aktier som en reel handel, hvor hvert part bærer den fulde økonomiske risiko for deres respektive investering. Der er tale om en reel investeringss aftale til markedskurs indgået mellem uafhængige parter. Efter den måde, som aftalen faktisk blev gennemført på, var det ikke bevist, at Bankens bud i S' aktier lå på et unormalt eller kunstigt niveau.

Opkøb af egne aktier/kurspleje

Københavns Byrets dom af 8. september 2015, "Parken-sagen" (anket til Østre Landsret)

Gennem ca. 8 måneder opkøb af egne aktier, hvor selskabet

- dagligt købte betydelige mængder af de omsatte aktier
- var kursførende ved at overbyde de øvrige købere i markedet
- købte aktier til bestemte kursniveauer (uden eller med ringe begrænsning af købsvolumen)
- købte aktier op til lukkeaktionen til højere priser

Opkøb af egne aktier/kurspleje

- Retten fandt ikke, at der var ført bevis for, at selskabet i perioden – eller i tre underperioder – havde påvirket kursdannelsen og skabt en kunstig kurs. Der er ikke grundlag for at fastslå, at de anførte aftaler ikke var udtryk for reelle forretningsmæssige dispositioner, og at selskabets efterspørgsel efter egne aktier som følge af disse aftaler ikke var reel.
- Domfældelse for i 32 enkelttilfælde at have afgivet ordre eller gennemført transaktioner med det formål at støtte kursen. Disse købsordre blev afgivet for helt eller delvist at understøtte aktiens kursniveau, og i de fleste af forholdene havde det tiltalte selskab ikke en reel efterspørgsel efter egne aktier. Retten finder det derfor bevist, at købsordrerne sikrede, at kursen lå på et unormalt eller kunstigt niveau.

Opkøb af egne aktier/kurspleje

- Under hensyn til *antallet af forhold*, til at forholdene *er begået systematisk over en periode på ca. 2 måneder*, og at forholdene *i det væsentlige er begået i forening af flere ledelsesmedlemmer i et børsnoteret selskab*, finder retten, at overtrædelserne er begået under særligt skærpende omstændigheder, jf. straffelovens § 299 d.