

15/5/2019

Kapitalmarkedets informationsbehov

Krydsfeltet mellem markedsmanipulation og
bloggeres informationsspredning og/eller
investeringsanbefalinger

Kandidatafhandling for Cand.merc.(jur.)

*Vejledere:
Peer H. Schaumburg-Müller
Peter Høgsted*

*Antal anslag: 194.823
Antal sider: 86*

Stephanie Tegam Mortensen, 47127
Oliver von Wowern Fanøe, 62382

Indholdsfortegnelse

Abstract	3
Kapitel 1: Præsentation af problemstilling	4
1.1 Indledning	4
1.2 Afhandlingens formål	5
1.3 Problemformulering	5
1.3.1 Juridiske delspørgsmål	5
1.3.2 Økonomiske delspørgsmål	5
1.4 Synsvinkel	6
1.5 Afgrænsning	6
1.6 Juridisk metode og teori	7
1.6.1 Juridisk metode	7
1.6.2 Den retsdogmatiske metode	7
1.6.3 Retskildelæren	7
1.6.4 EU-retten	8
1.6.4.2 Direkte virkning og EU-rettens forrang	8
1.6.4.3 Retskilderne i EU	8
1.6.4.4 Forordninger	9
1.6.4.5 Fortolkningsprincipper	9
1.7 Økonomisk metode og teori	11
1.7.1 Efficiens i retsøkonomien	12
1.8 Struktur	13
Kapitel 2: Juridisk analyse	15
2.1 Børsret som juridisk disciplin	16
2.2 Den børsretlige regulering	17
2.3 Baggrunden og formålet med Markedsmisbrugsforordningen	19
2.3.1 Anvendelsesområde for Markedsmisbrugsforordningen (MAR)	20
2.4 Forbuddet mod markedsmanipulation (MAR art. 15)	21
2.4.1 Markedsmanipulation jf. MAR art. 12, stk. 1	22
2.4.2 Sammenfatning	25
2.4.3 Egnethedskriteriet	27
2.4.4 MAR art. 12, stk. 2	30
2.5 Undtagelsen i art. 20 om investeringsanbefalinger	31
2.5.1 Baggrunden for bestemmelsen	31
2.5.2 Bestemmelsens indhold	32
2.5.3 Sammenfatning	35
2.6 Hensynet til presse- og ytringsfrihed i MAR art. 21	37
2.6.1 Bestemmelsens indhold	37
2.6.3 Sammenfatning	41
2.7 Strafferammen	42
2.8 Domsanalyse	43
2.8.1 Domsanalyse af U 2013.196 H (Redaktør-dommen)	44
2.8.2 Sammenfattende konklusion på domsanalysen	55
2.9 Juridisk delkonklusion	57
Kapitel 3 – Økonomisk analyse	59
3.1 Kapitalmarkedet	60
3.2 Investorers informationsbehov på kapitalmarkedet	60

3.2.1 Likviditet.....	61
3.2.2 Security Market Line.....	62
3.3 Information, likviditet og aktiekurs.....	64
3.3.1 Scenarie – 2 forskellige virksomheder.....	64
3.3.2 Scenarie – betydningen af information for likviditet.....	65
3.3.3 Sammenfatning.....	66
3.4 Kapitalmarketers efficiens.....	67
3.4.1 The Efficient Capital Market Hypothesis.....	67
3.4.2 Diskussion af hypotesen om efficiente kapitalmarkeder.....	69
3.5 Markedsfejl og Behavioural Finance.....	70
3.5.1 Asymmetrisk information.....	70
3.5.2 Behavioural Finance.....	71
3.5.3 Effekten af markedsmanipulation.....	73
3.5.4 Sammenfatning.....	75
3.6 Spilteoretisk analyse.....	76
3.6.1 Indledning.....	76
3.6.2 Elementerne i spilteorien.....	76
3.6.3 Lovgiver.....	77
3.6.4 Bloggere.....	77
3.6.5 Payoffs.....	77
3.6.6 Nash-ligevægt.....	80
3.6.7 Diskussion.....	82
3.7 Økonomisk delkonklusion.....	83
Kapitel 4: Konklusion.....	85
Litteraturliste.....	87

Abstract

In recent years bloggers have become more and more limited in commenting on stocks in the capital markets. Bloggers who act privately or semi-professionally find it difficult to figure out how they can comment on stocks. The current legislation on market manipulation is not very transparent, and the efficiency of the capital markets suffer.

This thesis investigates if bloggers can spread information and/or investment recommendations about the capital markets without causing problems for themselves.

Initially, the thesis will analyze whether the term “blogger” can be equated with journalists, since journalists have more lenient rules applied to them in with regards to spreading information about the capital markets. We further analyze the restrictiveness and complexity of the Market Abuse Regulation (MAR) and we argue that it is currently too restrictive and complex for bloggers to navigate in.

The effects of the lack of transparency in the legislation is analyzed in the economic chapter of the thesis. We argue that when bloggers spread information about the capital markets, it affects illiquid stocks to a higher degree than liquid stocks. In accordance with the hypothesis of efficient capital markets, we argue that the current efficiency of the capital markets has room for improvement. We further analyze the issues by using game theory. This approach illustrates how the Nash equilibrium, in accordance with the given prerequisites, reflects a situation in which the legislation is transparent, and the bloggers are actively spreading information about illiquid stocks.

We conclude, that it would be beneficial for the Danish legislators to transition the current, complex legislation to a more transparent legislation. The effect of this would be an increase in the trading of illiquid stocks because bloggers would be increasingly likely to spread such information. The increase in trade with illiquid stocks would increase the societal benefits in terms of growth.

Kapitel 1: Præsentation af problemstilling

1.1 Indledning

I dagens Danmark er det en simpel sag at udbrede informationer til omverdenen. I takt med globaliseringen har folk verden over opdaget fordelene og ulemperne ved denne omstrukturering af samfundet. Sociale medier har skabt et forum hvor personer hjemme fra sofaen kan jage alskens formål og intriger. I denne nyere digitale tidsalder med ubesværet global adgang er det blevet lettere for "bloggere" at sprede informationer til omverdenen, og der er blevet dannet et grundlag, hvorved enhver kan skabe sig en stor tilslutning baseret på moderne og arbitrære tendenser. Denne let tilgængelige måde for personer at ytre sig til omverdenen på kan skabe store og potentielt skadelige konsekvenser for tilliden til kapitalmarkedet. Årsagen til dette er, at bloggere ubesværet kan udøve markedsmanipulation – bevidst eller ej.

I Danmark har vi ikke en særlig stærk aktiekultur, og investering i aktier er for mange mennesker en ukendt størrelse. Vi ser dog en tendens til, at der er stigende interesse for aktieverdenen blandt almindelige mennesker, og at der eksisterer et stigende antal blogs der prøver at klæde folk på til at handle med aktier. Problemet for disse bloggere er, at denne information kan påvirke aktiekursen, og at de typisk ejer de selvsamme aktier i forvejen. Denne situation udgør et stort problem for bloggerne, da det som udgangspunkt strider mod nuværende lovgivning at udøve markedsmanipulation.

Lovgivningen vedrørende markedsmanipulation reguleres i Markedsmisbrugsforordningen (MAR), hvor det overordnet set er forbudt for personer at deltage eller at forsøge at deltage i markedsmanipulation. Formålet med forordningen er at skabe et efficient kapitalmarked, hvor investorerne har tillid til markedsintegriteten. Det er en nødvendighed for et efficient kapitalmarked, at der er en høj aktieomsætning, hvilket påvirkes af, at der kontinuerligt skabes opmærksomhed og interesse for de udstedende selskaber. Bloggere spiller en væsentlig rolle i denne sammenhæng. Uden denne spredning af information vil mange virksomheder have svært ved at kunne skaffe kapital til deres forretning, hvorfor informationen gavner likviditeten på kapitalmarkedet, og den øgede handel med aktier er med til at skabe vækst i Danmark.

Problemet er derfor, at bloggere under den nuværende lovgivning ikke har incitament til at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet.

1.2 Afhandlingens formål

Afhandlingens formål er at fastlægge, i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet, og i forlængelse af dette, hvorvidt der er et behov for at korrigere den nuværende regulering af markedsm Manipulation. Formålet skal ses i lyset af de nutidige teknologiske tendenser, hvor bloggere med lethed kan sprede informationer og/eller investeringsanbefalinger, der påvirker kapitalmarkederne, hvilket for dem kan have store konsekvenser afhængig af deres adfærd i kombination med kapitalmarkedets reaktion.

1.3 Problemformulering

I hvilket omfang kan bloggere problemfrit sprede information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarked, når de selv er aktive investorer?

1.3.1 Juridiske delspørgsmål

- Hvordan er retstilstanden for bloggere, når de spreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet?
- Kan lovgivningen karakteriseres som transparent i sin nuværende udformning?
- Er der juridisk belæg for at korrigere denne lovgivning?

1.3.2 Økonomiske delspørgsmål

- Hvordan gavner information og/eller investeringsanbefalinger likviditeten på kapitalmarkedet?
- Hvorledes kan kapitalmarked antages at være efficient, og hvilke faktorer kan påvirke efficiensen på dette?
- Kan den nuværende lovgivning antages at udgøre en Kaldor-Hicks efficient retstilstand?

1.4 Synsvinkel

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i fysiske personer, der agerer som "bloggere" ved at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet på deres blogs. Det juridiske kapitel tager derfor udgangspunkt i fysiske personer, og retsstillingen for juridiske personer vil derfor ikke blive berørt. Synsvinklen i det økonomiske kapitel bygger på hensynet bag lovgivningen på området for markedsmanipulation. Lovgivningen bygger både på hensynet til kapitalmarkedets integritet og investorers tillid til markedet, hvorfor begge synsvinkler vil blive anlagt. I den spilteoretiske analyse anlægger vi en retsøkonomisk synsvinkel, der repræsenterer både bloggere og lovgiver.

1.5 Afgrænsning

Afhandlingen vil som udgangspunkt omhandle børsnoterede aktier på kapitalmarkedet, og der vil således ikke blive diskuteret derivater og andre former for værdipapirer og finansielle instrumenter. Der vil i overvejende grad fokuseres på EU-retlig regulering, da reglerne vedrørende markedsmanipulation findes i Markedsmisbrugsforordningen der har fodfæste i EU. Der vil i forlængelse heraf ikke blive foretaget en komparativ analyse af de forskellige landes regulering inden for markedsmanipulation – da der, på trods af en forordnings karakteristika, stadig kan være små forskelle i reguleringen. Vi afgrænser os desuden fra det erstatningsretlige aspekt af markedsmanipulation. Endvidere vil vi i afhandlingen ikke behandle insiderhandel eller videregivelse af urigtige oplysninger nærmere, da det betragtes som to selvstændigt store emner. Vi afgrænser os dernæst fra en dybere analyse af de forskellige institutioner på markedet, da dette ikke forekommer os at være relevant for afhandlingens fokus.

Yderligere vil afhandlingen have størst fokus på bestemmelsernes virke i forhold til nutidens tendenser, hvorfor bestemmelsernes historiske ophav vil spille en mindre rolle, og derfor alene kort indgår i forbindelse med inddragelse af retspraksis, der bygger på tidligere lovgivning. Vi afgrænser os i øvrigt fra at kommentere eller vurdere på straffebestemmelserne angående markedsmanipulation og vil derfor alene inddrage disse kort i forbindelse med redegørelsen af bestemmelserne. Afhandlingen vil afslutningsvis ikke gå ind i diskussionen af, hvorvidt området burde være forblevet lovreguleret jf. et direktiv.

1.6 Juridisk metode og teori

I det følgende afsnit vil den juridiske metode blive klarlagt.

1.6.1 Juridisk metode

Afhandlingen vil tage sit udgangspunkt i den retsdogmatiske metode, men idet markedsmanipulation er reguleret efter EU-lovgivning vil EU-rettens fortolkningsprincipper blive klarlagt i det følgende, da afhandlingens juridiske redegørelse vil benytte sig af disse metoder.

1.6.2 Den retsdogmatiske metode

Den retsdogmatiske fortolkning omfatter den juridiske metode ved hjælp af hvilken, gældende ret analyseres og anvendes. Således forstås ved retsdogmatisk fortolkning den metode til analyse og anvendelse af relevante retskilder, som lovgiver, domstole, juridiske forskere og andre, der professionelt løser juridiske problemer, følger¹. For at en retsdogmatisk analyse kan anses for valid, må og skal den juridiske metode følges. Efter Alf Ross' opfattelse påbegyndes rækkefølgen i retskilderne med 1) regulering, 2) retspraksis, 3) retssædvaner og 4) forholdets natur². Retsdogmatikken har til formål både at beskrive og fortolke gældende ret. Efter realistisk retsteori er retsdogmatikken udtryk for det resultat, som en domstol ville komme frem til ved anvendelsen af retskilderne og retsdogmatisk analyse³.

1.6.3 Retskildelæren

Retskildelæren angiver kriterier til identifikation og validering af, hvilke regler, der kan anses for en del af et gældende retssystem⁴. Det er en lære i normer og omhandler retskildernes indhold, prioritering, forpligtende virkning og politiske legitimation.

Ifølge Alf Ross' variant af realistisk retsteori opdeles de bindende retskilder i fire hovedgrupper 1) regulering, 2) retspraksis, 3) retssædvaner og 4) forholdets natur. Selvom retskilderne opdeles i fire hovedgrupper, så hersker der indenfor retskildelæren ingen rangorden mellem retskildetyperne med

¹ "Retskilder & Retsteorier", Tvarnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2014 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 56.

² Ibid. side 34.

³ Ibid. side 30ff.

⁴ Ibid. side 56.

hensyn til disses gyldighed⁵. Det er vigtigt at holde retskildelæren og den retsdogmatiske fortolkning adskilt, selvom disse to områder naturligvis er tæt forbundne og formentlig ikke kan adskilles i den praktiske gennemførelse af den juridiske metode⁶.

1.6.4 EU-retten

Afhandlingen vil som ovenfor nævnt tage udgangspunkt i EU-retten og nærmere bestemt Markedsmisbrugsforordningen, hvorfor de anvendte EU-retlige principper vil blive nævnt nedenfor.

1.6.4.2 Direkte virkning og EU-rettens forrang

Helt overordnet har EU-retten forrang for national ret, hvilket er blevet slået fast i sag 6/64, Flaminio Costa mod ENEL⁷. Sagen omhandlede en advokat i Milano, Costa, der ikke ville betale en elektricitetsregning på 1925 lire fra elektricitetselskabet ENEL. I sagen spurgte dommeren i Milano, under henvisning til art. 234 EF, EU-Domstolen, om de relevante italienske lovbestemmelser stred mod forskellige artikler i EUF-traktaten. EU-Domstolen benyttede denne sag til for første gang at fastslå, at EU-retten er en principielt anden slags ret end folkeret med forrang for national ret. I sagen blev ikke alene den dualistiske teori om forholdet mellem folkeret og national ret afvist, EU-Domstolen valgte også at karakterisere EU-retten som en tredje slags ret. Dette med argumentation i, at EF-traktaten har indført en særlig retsorden, der er integreret i medlemsstaternes retssystemer fra det tidspunkt, da traktaten trådte i kraft og som skal anvendes i deres retsinstanser⁸.

Det skal i øvrigt nævnes, at for Danmarks vedkommende er suverænitetsafgivelsen i forbindelse med ratifikationen af såvel EF-traktaten som EU-traktaten sket med hjemmel i GRL § 20⁹.

1.6.4.3 Retskilderne i EU

Retskilderne i EU kan efter Lissabon-traktatens ikrafttræden klassificeres på følgende måde 1) Primærretten, 2) Bindende sekundærregulering, 3) Soft law og 4) Praksis.

⁵ "Retskilder & Retsteorier", Tvarnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2014 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 30ff.

⁶ Ibid. side 34ff.

⁷ Ibid. side 140.

⁸ Ibid. side 148ff.

⁹ Ibid. side 149.

Primærretten omfatter EU's traktatgrundlag og grundlæggende rettigheder og almindelige retsprincipper. Den bindende sekundærregulering omfatter forordninger, direktiver, afgørelser mv., hvortil indeværende afhandling vil bygge på Markedsmisbrugsforordningen. Soft law omfatter derimod ikke-bindende regulering, og praksis omfatter navnlig EU-Domstolens praksis, men også juridisk forskningspraksis¹⁰.

1.6.4.4 Forordninger

I afhandlingen vil der som sagt blive taget udgangspunkt i Markedsmisbrugsforordningen. Forordninger er almen gyldige, hvorfor forordninger ikke retter sig til bestemt angivne adressater, men finder anvendelse for alle i objektivt bestemte situationer. Forordninger gælder endvidere i hver medlemsstat for de enkelte borgere og virksomheder i deres EU-retlige form. Grundet dette skal direktiver generelt foretrækkes frem for forordninger, såfremt disse kan udfylde lovgivningens formål jf. konklusioner fra Det europæiske Råds møde i Edinburgh i december 2012¹¹, da det følger af subsidiaritetsprincippet, at EU's handlinger skal udformes så enkelt som muligt, og at direktiver alt andet lige skal foretrækkes frem for forordninger.

Forordninger bør dog benyttes, når der er behov for ensartet anvendelse og retssikkerhed i hele EU. Det kan især være vigtigt for fuldførelsen af det indre marked, og har den fordel, at man undgår forsinkelser i forbindelse med gennemførelsen af direktiver i national lovgivning¹².

Forordninger administreres i øvrigt som hovedregel af de nationale myndigheder¹³, hvorfor nedenstående afsnit omhandler fortolkningsprincipper indenfor EU-retten.

1.6.4.5 Fortolkningsprincipper

1.6.4.5.1 EU-konform fortolkning

Pligten til EU-konform fortolkning er blevet et overordnet fortolkningsprincip, og accepten af dette princip i den danske fortolkningslære er efter litteraturens vurdering én af de mest integrationsfremmende ændringer, der er sket af dansk retskildelære i forbindelse med EU-

¹⁰ "Retskilder & Retsteorier", Tværnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2014 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 119.

¹¹ Ibid. side 141.

¹² "EU Ret", Neergaard, Ulla og Nielsen, Ruth, 2013 Karnov Group Denmark A/S, side 129

¹³ Ibid. side 129

medlemskabet¹⁴. Den nationale domstol har ved konflikt mellem en bindende, ikke direkte anvendelig fælleskabsregel og national ret pligt til at benytte det nationale fortolkningskøn fuldt ud for at skabe normharmonis, om fornødent ved at ændre og omfortolke hidtidige opfattelser af national ret¹⁵. Denne pligt gælder for Medlemsstaterne i alle deres roller, og i øvrigt gælder pligten, uanset om der er tale om ældre eller yngre national ret¹⁶. Pligten har hjemmel i art. 4, stk. 3 TEU, som omhandler Medlemsstaternes loyalitetspligt over for EU, hvorfor denne bestemmelse kan benyttes i forhold til en hvilken som helst EU-retsakt.

1.6.4.5.2 Ordlydsfortolkning

Afhandlingens juridiske kapitel har taget udgangspunkt i ordlydsfortolkning. Formålet med denne fortolkning er at finde ordenes juridiske mening, enten generelt eller med henblik på at fastslå, om et konkret forhold er omfattet eller ikke omfattet af en bestemmelse¹⁷. Baggrunden for denne fortolkning er, at det juridiske sprog indeholder flertydige udtryk, ganske ligesom dagligsproget, og næsten alle regler er formuleret ved hjælp af ord med uskarpe grænser, hvilket gør reglerne mere smidige, og de kan dermed lettere følge med udviklingen i samfundet. Dette indebærer dog samtidig, at ordlydsfortolkningen alene aldrig kan være tilstrækkelig til at fastlægge en retlig teksts mening. Det afgørende vil være helheden og sammenhængen, idet samme ord i forskellige sammenhænge kan betyde noget forskelligt¹⁸.

I forlængelse af ordlydsfortolkningen inddrager den juridiske analyse Markedsmisbrugsforordningens præambler og bilag til at klarlægge retsstillingen for bloggere, når de spreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet.

1.6.4.5.4 Formålsfortolkning – Teleologisk fortolkning

I forlængelse af ordlydsfortolkningen inddrager den juridiske analyse Markedsmisbrugsforordningens præambler og bilag til at klarlægge retsstillingen for bloggere, når de spreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet. Indholdet af formålsfortolkning

¹⁴ "Retskilder & Retsteorier", Tvarnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2014 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 150ff.

¹⁵ "EU Ret", Neergaard, Ulla og Nielsen, Ruth, 2013 Karnov Group Denmark A/S, side 235.

¹⁶ "Retskilder & Retsteorier", Tvarnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2014 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 227.

¹⁷ Ibid. side 233.

¹⁸ Ibid. side 240.

er, at retsanvenderne søger at finde den forståelse af en omtvistet bestemmelse, der mest effektivt kan realisere dens målsætning¹⁹.

Ifølge traktatretskonventionen art. 31, stk. 2 skal en traktats præambel og bilag i relation til traktatfortolkning anses for inkluderet i dens tekst. Det er dog omdiskuteret, hvor stor betydning, der kan tillægges bestemmelser i præamblerne. EU-Domstolen henviser ofte til præamblerne til direktiver og forordninger, hvorfor præamblerne har en vis betydning²⁰. I C-177/95 udtalt EU-Domstolen, at en betragtning i en forordning kan være et vejledende moment ved fortolkningen af en retsregel, men kan ikke i sig selv være en retsregel²¹. Den juridiske litteratur angiver samtidig, at selv hvis det antages, at præamblerne er rene programerklæringer, er de ikke af den grund uden retsvirkning. De udgør et væsentligt grundlag for fortolkningen af andre bestemmelser i traktaterne²².

1.7 Økonomisk metode og teori

Den klassiske økonomiske teori bygger på Adam Smiths værk "The Wealth of Nations" fra 1776, der beskriver hvordan markedskræfterne er bestemmende for prisdannelsen. Den neoklassiske teori anvendes som en opfølgning på den klassiske økonomiske teori, og den bygger på antagelsen omkring investorers rationalitet²³. Teorien tager udgangspunkt i det enkelte individs handlinger ud fra antagelserne om, at individet handler rationelt og ønsker at maksimere sin egen nytte.

Den økonomiske analyse vil belyse de økonomiske aspekter ved markedsmanipulation på kapitalmarkedet gennem en spilteoretisk analyse. Vi antager en retsøkonomisk tilgang, idet retsøkonomisk teori handler om hvordan man anvender økonomisk teori på retlige forhold²⁴. Juraen søges forklaret og vurderet ud fra generelle målsætninger knyttet til blandt andet effektiv allokering af ressourcer²⁵. Retsøkonomien forsøger endvidere at besvare to hovedspørgsmål: for det første hvorfor vi har de retsregler vi har, og, for det andet, hvilke retsregler vi bør have i vores samfund²⁶. Lovgivningen på området for markedsmanipulation er yderst kompleks, hvorfor vi finder det

¹⁹ "Retskilder & Retsteorier", Tvarnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2014 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 60.

²⁰ Ibid. side 137.

²¹ "EU Ret", Neergaard, Ulla og Nielsen, Ruth, 2013 Karnov Group Denmark A/S, side 130

²² "Retskilder & Retsteorier", Tvarnø, Christina og Nielsen, Ruth, 2014 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 137.

²³ Boland, Lawrence A. (2003). "The Foundations of Economic Method", side 54ff.

²⁴ Eide, Erling og Stavang, Endre – "Rettsøkonomi" (2008), side 23

²⁵ Ibid. side 23.

²⁶ Ibid. side 24.

nødvendigt at danne et retsøkonomisk overblik med henblik på at afgøre hvorvidt reglernes eksistens er berettiget, og i hvilken grad de (reglerne) skaber efficiens på kapitalmarkedet. Efficiens betyder i denne sammenhæng effektiv prisdannelse, der må anses som opfyldt såfremt enkelte aktører ikke kan påvirke markedskursen. Til at lave den retsøkonomiske analyse benyttes ikke en selvstændig økonomisk teori, men derimod en bredere vifte af teorier der forsøger at forklare hvordan alle handlinger i bund og grund er individuelle, og hvordan denne individuelle adfærd kan påvirkes²⁷.

1.7.1 Efficiens i retsøkonomien

I retsøkonomien beskæftiger man sig med to vigtige efficienskriterier: Pareto-efficiens og Kaldor-Hicks-efficiens²⁸. Hvis der i et samfund foreligger en Pareto-efficient tilstand, betyder det, at ingen kan få det bedre uden at andre får det værre. Afhandlingen undersøger hvorvidt der er behov for en korrektion af gældende ret, og til denne undersøgelse synes Pareto-kriteriet ikke at være optimalt²⁹, da det sigter efter hvordan man fordeler ressourcerne, og ikke hvordan man kan forøge den samlede nytte mest muligt.

1.7.1.1 Kaldor-Hicks-efficiens

Kaldor-Hicks-kriteriet er det andet efficienskriterie, og her måles på den samlede værdiskabelse. Idéen med dette kriterie er, at hvis den samlede økonomiske nytte bliver stor nok, da kan vinderne kompensere taberne. Lovgiver kan ifølge dette kriterie udføre lovtiltag, der forbedrer situationen for nogen, og forværrer situationen for andre. Lovtiltaget vil stadig være efficient, såfremt de individer hvis situation er forbedret kan kompensere de individer hvis situation er forværret, og

²⁷ Eide, Erling og Stavang, Endre – "Rettsøkonomi" (2008), side 27.

²⁸ Ibid. side 34.

²⁹ Der kan da argumenteres for, at det ville være ønskeligt om samfundet bevirkede, at ressourcerne var allokeret på en sådan måde, at ingen kan få tildelt flere ressourcer, uden at det går ud over en anden. Sat på spidsen er det dog ikke altid det mest ønskelige scenarie, da man kunne forestille sig, at en ekstrem skævfordeling af ressourcerne alligevel kan være Pareto-efficient. Et ekstremt eksempel kunne være et diktatur med en masse undersåtter der arbejder under slavelignende forhold. En omfordeling af ressourcerne fra den stærke part (diktatoren) til den svage part (undersåtterne) vil således ikke være Pareto-optimal, idet den stærke part teknisk set stilles værre. Pareto-efficiens kan derfor være en noget urealistisk og ambitiøs tilgang til allokeringsproblemet i et samfund. En mindre ambitiøs målsætning som lovgiver ved reguleringsforslag bør tilstræbe sig efter er de såkaldte Pareto-forbedringer. Disse forbedringer er karakteriseret ved, at mindst ét individ får det bedre, uden at nogen anden stilles værre.

endvidere at mindst ét individ får en forbedret situation alt andet lige³⁰. Kaldor-Hicks-kriteriet fungerer formentlig bedst i praksis, idet lovgiver må sande at en ændring i en retstilstand nødvendigvis må udgøre et tab for den ene part, og en fordel for den anden part, hvorfor en sådan ændring ikke kan være Pareto-efficient. Vi vil i nærværende afhandling tages udgangspunkt i Kaldor-Hicks-kriteriet i den retsøkonomiske analyse, da det er muligt for lovgiver at vælge en løsning hvor den samlede økonomiske nytte er så stor som muligt, og hvor lovgiver ikke begrænses af idéen om, at ingen bør stilles værre.

1.8 Struktur

I kapitel 1 vil afhandlingens tværfaglige problemstilling præsenteres. Kapitlet indeholder en kort indledning, en problemformulering, afhandlingens synsvinkler, afgrænsning og et afsnit vedrørende teori og metode for henholdsvis det juridiske og det økonomiske kapitel. Afhandlingen vil dernæst i det juridiske afsnit 2 analysere bestemmelserne vedrørende markedsmanipulation i Markedsmisbrugsforordningens artikel 15 samt 12 og derefter analysere artikel 20 vedrørende investeringsanbefalinger samt artikel 21 vedrørende hensynet til presse- og ytringsfriheden. Analysen vil bestå af en ordlydsfortolkning, inddragelse af præamblerne i forbindelse med en formålsfortolkning samt inddrage retspraksis på området. Herefter vil afhandlingen i kapitel 3 tage afsæt i en undersøgelse af, hvordan investorer agerer på markedet for både likvide og illikvide aktier. Forholdet mellem investorers risikovillighed og forventning til afkast illustreres med Security Market Line-modellen. Ydermere vil undersøgelsen belyse forholdet mellem information og likviditet på markedet ved at opstille to virksomheder, der er identiske, dog med den undtagelse, at deres likviditetsniveau er forskelligt. Vi tager dernæst udgangspunkt i Eugene Fama's hypotese om det efficiente kapitalmarked, med henblik på at afgøre hvorvidt det danske kapitalmarked tør siges at udgøre et efficient marked. Vi klarlægger derudover hvilke faktorer der kan have indflydelse på kapitalmarkedets efficiens, og i denne sammenhæng synes det nærliggende at undersøge markedsfejl og andre psykologiske adfærdsmønstre. Afslutningsvis vil vi lave en spilteoretisk analyse, der søger at klarlægge hvordan effekten af retsreglerne på området for markedsmanipulation er afhængig af de berørte parters adfærd. Vi opstiller et simplificeret spil, der

³⁰ Eide, Erling og Stavang, Endre – "Rettsøkonomi" (2008), side 36

tager udgangspunkt i, hvordan spillere i spillet vil agere under henholdsvis kompliceret lovgivning, og transparent lovgivning.

Til sidst vil afhandlingens hovedpunkter blive opsamlet i en konklusion.

Kapitel 2: Juridisk analyse

Afhandlingens problemstilling undersøger, i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet uden at blive omfattet af forbuddet mod markedsmanipulation, når de selv er aktive investorer. Det er ikke usandsynligt, at opfattelsen af markedsmanipulation hos bloggere er, at det ikke vedrører dem, når de som privatpersoner i ly af eget hjem spreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet, der i det mindste kan antages at være i stand til at vildlede markedet. Det er problematisk for bloggerne, fordi retspraksis har vist, at udgangspunktet for denne adfærd udløser ubetinget frihedsstraf uanset personlig økonomisk gevinst. Dette eksemplificeres i retspraksis fra 2010³¹, hvor Højesteret som udgangspunkt fandt anvendelsen af ubetinget frihedsstraf i almindelighed påkrævet for at modvirke denne form for kriminalitet (kursmanipulation.)³² I dommen idømtes tiltalte 20 dages ubetinget fængsel for kursmanipulation. Vedkommende havde foretaget handlinger, der var egnede til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kurserne på aktier i Auriga Industries A/S. Det bemærkelsesværdige ved afgørelsen er, at vedkommende havde handlet med aktierne privat, og at fortjenesten alene udgjorde 2.000 kr.

Afgørelsen U.2009.1694Ø³³ bør ligeledes inddrages. I denne afgørelse findes tiltalte skyldig i overtrædelse af den dagældende værdipapirhandelslov ved kursmanipulation, og dømtes derved til 30 dages betinget fængsel og tillægsbøde på 5.000kr, uanset at gevinsten på 840 kr. var beskedene og vedkommende var ustraffet. Endnu en afgørelse fra 2009³⁴, hvor tiltalte blev idømt fængsel i 50 dage for kursmanipulation med opnåelse af en gevinst på 10.150 kr. Retten lagde i denne afgørelse vægt på, at tiltalte har udøvet kursmanipulation ved 3 tilfælde, og at tiltalte har tilsigtet og opnået et ikke ubetydeligt udbytte.

Det afgørende ved disse 3 eksempler på retspraksis er ikke størrelsen på gevinsten, men derimod den manipulerende adfærd. Når bloggere spreder information om kapitalmarkedet, kan det ikke

³¹ V.2010.S.0201 – 20 dages ubetinget fængsel for markedsmanipulation

³² U.2001.578H – Domfældelse for overtrædelse af forbuddet mod markedsmanipulation

³³ U.2009.1694Ø – 30 dages betinget fængsel og tillægsbøde på 5.000 kr. for overtrædelse af værdipapirhandelsloven ved markedsmanipulation.

³⁴ U.2009.87Ø – 50 dages fængsel for markedsmanipulation

udelukkes, at det vil blive karakteriseret som en manipulerende adfærd, og derfor er det yderst relevant at få klarlagt bloggeres retstilling på området for markedsmanipulation.

Juridisk set bevæger afhandlingen sig indenfor kapitalmarkedsretten, hvor specifikt børseretten finder anvendelse. Afhandlingen starter derfor med en afgrænsning af børseretten. Reglerne om markedsmanipulation findes i Markedsmisbrugsforordningen, hvorfor det dernæst er nødvendigt at præcisere baggrunden, formålet og anvendelsesområdet for denne forordning, for derefter at foretage en juridisk analyse af forbuddet mod markedsmanipulation i Markedsmisbrugsforordningens art. 15 samt art. 12. I forbindelse med analysen af forbuddet mod markedsmanipulation vil vi ligeledes inddrage relevante delegerede forordninger udstedt af Kommissionen med hjemmel i Markedsmisbrugsforordningens art. 12, stk. 5. Da afhandlingens fokus er på bloggere, der enten udbreder information og/eller investeringsanbefalinger vil Markedsmisbrugsforordningens art. 20 blive gennemgået, idet denne bestemmelse omhandler udbredelse af investeringsanbefalinger, hvortil relevante delegerede forordninger ligeledes vil blive inddraget. I naturlig forlængelse af MAR art. 12, stk. 1, litra c samt art. 20, skal art. 21 vurderes. Bestemmelsen beskytter i et vist omfang journalister, og det synes derfor relevant at afgøre, hvorvidt bloggere kan høre ind under denne beskyttelse.

Af retspraksis har U.2013.196H (Redaktørdommen) særlig stor relevans for afhandlingen, hvorfor denne dom vil blive analyseret, diskuteret og perspektiveret til bloggere samt nugældende lovgivning.

Til sidst vil det på baggrund af kapitlets indhold blive diskuteret, i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information om kapitalmarkedet uden at blive omfattet af forbuddet mod markedsmanipulation, og afslutningsvis blive diskuteret, hvorvidt lovgivningen kan anses for kompleks eller transparent.

2.1 Børsret som juridisk disciplin

Helt overordnet bevæger afhandlingen sig indenfor kapitalmarkedsretten, hvortil børseretten betragtes som en delmængde af den samlede regulering. Kapitalmarkedsretten ses derfor som et bredere juridisk begreb end børseretten, idet kapitalmarkedsretten omfatter den samlede regulering

af det finansielle marked, herunder ikke mindst den særlige regulering, som gælder for de forskellige typer af finansielle virksomheder³⁵.

Den materielle børsret omfatter specifikt den samlede regulering for betingelserne for notering og optagelse af værdipapirer til handel, prospektkrav, oplysningsforpligtelser, overtagelsestilbud og af særlig relevans for denne afhandling reglerne om markedsmisbrug, herunder insiderhandel og manipulation³⁶. Overfor den materielle børsret står den formelle børsret, der omfatter de særlige regler om organisation, virksomhedsudøvelse mv., som gælder for de af markedets virksomheder, som ikke er undergivet anden finansiell regulering³⁷. Afhandlingen vil således alene have fokus på den materielle børsret og nærmere bestemt markedsmisbrug.

2.2 Den børsretlige regulering

I det følgende vil vi med en bred pensel se på den børsretlige regulering for efterfølgende at dykke ned i de relevante bestemmelser vedrørende markedsmisbrug i Markedsmisbrugsforordningen. I en europæisk sammenhæng er børsretten af nyere dato. Den europæiske regeludstedelse på dette område skete omkring 1980 og er navnlig blevet forstærket og cementeret med vedtagelse af EU's finansielle handlingsplan fra 1999, der introducerede den lovgivningsmåde med regeludstedelse på niveau 1 og 2, som siden er blevet kodificeret i TEUF art. 289-291³⁸.

Grundet den finansielle krise tilbage i efteråret 2008 er der blevet vedtaget en ny generation af EU-retlige reguleringer, og denne regulering sker nu i stigende grad ved direkte anvendelige forordninger, som afløser den ellers tidligere brug af direktiver³⁹. Den gældende danske børsretlige regulering er derfor i dag i et meget betydeligt omfang baseret på, og konform med, den EU-retlige regulering, som denne fremstår efter gennemførelsen af de direktiver og forordninger. Disse er vedtaget siden Den Finansielle Handlingsplan og senest MiFID-reformen. Spillerummet for nationale

³⁵ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 17ff.

³⁶ Ibid. side 17ff.

³⁷ Ibid. side 17ff.

³⁸ Ibid. side 20ff.

³⁹ Ibid. side 17ff

særregler inden for børsretten er således indsnævret betydeligt som følge af denne øgede brug af forordninger og fuldharmoniseringsdirektiver⁴⁰.

Europa-Parlamentet og Rådets forordning om insiderhandel og manipulation nr. 596/2014, her kaldet Markedsmisbrugsforordningen (MAR), samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/57/EU om strafferetlige sanktioner for insiderhandel og manipulation erstattede det daværende Markedsmisbrugsdirektiv (MAD), 2003/6/EF. Udover disse har Europa-Parlamentet og Rådets forordning om markedet for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EMIR) om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre 600/2014, her kaldet MiFIR, og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om markedet for finansielle instrumenter og ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF, erstattet det tidligere MiFID 2004/39/EF fra 3. januar 2018⁴¹. Alle disse nye EU-retlige regler har dog medført betydelige ændringer i den danske børslovgivning, og som konsekvens er den tidligere hovedlov Værdipapirhandelsloven blevet erstattet af en ny Lov om kapitalmarkeder i forbindelse med, at Markedsmisbrugsforordningen trådte i kraft. Det oprindelige ønske var, at den danske hovedlov skulle være en rammelov, hvilket dog ikke har kunnet lade sig gøre grundet de mange lovændringer som følge af ny EU-ret, hvorfor loven i dag indeholder en række detaljerede bestemmelser og i nogen grad fremtræder uoverskuelig og opdelt, fordi den gengiver de stadig mere begrænsede dele af børslovgivningen, der reguleres af direktiver og derfor skal gennemføres i national ret⁴².

Afhandlingens fokus er på markedsmanipulation, og reguleringen heraf findes i Markedsmisbrugsforordningen, hvorfor den øvrige regulering som nævnt ovenfor ikke vil blive uddybet yderligere. Nedenfor følger et afsnit vedrørende baggrunden og formålet med Markedsmisbrugsforordningen for at give en forståelse for reglernes relevans samt nødvendighed.

⁴⁰ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 51ff.

⁴¹ Ibid. side 47ff.

⁴² Ibid. side 48ff.

2.3 Baggrunden og formålet med Markedsmisbrugsforordningen

Markedsmisbrugsforordningen (nr. 596/2014) trådte i kraft den 3. juli 2016. Forordningen er udstedt med henblik på at sikre det indre markeds korrekte funktion, og har som retsgrundlag artikel 114 i Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF) jf. præamblerne til Markedsmisbrugsforordningen.

Idet forordninger ikke skal implementeres og samtidig er umiddelbart gældende fra det øjeblik de træder i kraft, skønnedes disse at være mere effektive end direktiver, idet de fjerner fortolknings- og implementeringsbehovet hos de enkelte stater, og derved bliver der dannet et regelsæt der øjeblikkeligt kan støttes ret på. Der gøres derfor op med potentiel regelarbitrage landene imellem, og retssikkerheden øges ved at højne reglernes uniformitet og desuden skabes en yderligere fordel for markedsaktørerne ved en mindsning af reglernes kompleksitet. Det står direkte i præamblerne til Markedsmisbrugsforordningen, at der er et behov for at etablere mere ensartede og stærkere rammer for at opretholde markedsintegriteten, undgå potentiel regelarbitrage, sikre at forsøg på manipulation kan sanktioneres og øge retssikkerheden og mindske reglernes kompleksitet for markedsaktørerne. Ved Markedsmisbrugsforordningen blev der derfor søgt en lovgivningsmæssig løsning, der i højere grad kunne fange flere af de snedige forsøg på markedsmanipulation. Markedsmisbrugsforordningen fastsætter derfor efter dens artikel 1 et fælles regelsæt for insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation samt for foranstaltninger til at forhindre markedsmisbrug. Dette begrundes i hensynet om at sikre de finansielle markeds integritet i Unionen og forbedre investorbeskyttelsen og tilliden til disse markeder. Der lægges i denne henseende vægt på, at et integreret, effektivt og gennemsigtigt finansielt marked forudsætter markedsintegritet, jf. præamblerne til Markedsmisbrugsforordningen. Det bemærkes endvidere, at offentlighedens tillid til kapitalmarkedet er afgørende for dets funktion. Dette betragtes som ganske essentielt, da mangel på tillid afføder større risikopræmier på kapitalfremskaffelse.

Markedsmisbrug dækker over en bredere vifte af markedsmanipulerende handlinger. Ifølge Markedsmisbrugsforordningen kategoriseres disse handlinger som insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation. Efter præamblerne hindrer denne adfærd fuld markeds-gennemsigtighed, der er en forudsætning for, at alle økonomiske aktører vil handle på de

integrerede finansielle markeder⁴³. Jf. præamblerne til Markedsmisbrugsforordningen er de økonomiske bevæggrunde for reguleringen netop, at et integreret, effektivt og gennemsigtigt finansielt marked forudsætter markedintegritet. Det er derfor en betingelse for den økonomiske vækst og velstand, at kapitalmarkedet fungerer gnidningsløst, og at offentligheden har tillid til markederne. Markedsmisbrug vil derfor skade de finansielle markeders integritet og offentlighedens tillid til finansielle instrumenter.

Markedsmanipulation har stor betydning for investorernes og andre markedsdeltageres tillid til markedet. Markedsmanipulende aktiviteter er beskrevet i MAR art. 12 og kan generelt beskrives som handlinger eller undladelser, der griber ind i prismekanismen for den pågældende værdipapirhandel, således at markedet ikke gengiver de rigtige oplysninger om værdipapirets udbud, efterspørgsel og pris, hvorved de øvrige markedsdeltagere vildledes. Markedsmanipulation fører således til, at markedet ikke er efficient, idet der ikke længere er tale om et fuldt gennemsigtigt marked, hvorfor markedsdeltagerne ikke har tillid til, at kursfastsættelsen og handlen foregår på en redelig måde⁴⁴.

I forhold til de øvrige markedsmisbrugsformer i Markedsmisbrugsforordningen, så er det i praksis betydeligt vanskeligere at fastlægge, hvilke typer af handlinger og undladelser, der i forhold til markedets funktion og integritet skal betragtes som uacceptabel markedsmanipulation, og hvilke, der trods deres kurspåvirkende effekt skal betragtes som acceptabel kurspåvirkning⁴⁵. Afhandlingen har fokus på bloggeres udbredelse af information og/eller investeringsanbefalinger, hvorfor alene bestemmelserne vedrørende dette område bliver gennemgået i det følgende. Inden denne gennemgang af bestemmelserne omfattende markedsmanipulation vil anvendelsesområdet for Markedsmisbrugsforordningen først blive gennemgået.

2.3.1 Anvendelsesområde for Markedsmisbrugsforordningen (MAR)

Anvendelsesområdet for Markedsmisbrugsforordningen er forbud mod misbrug af intern viden og markedsmanipulation samt foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug. Forordningen gælder for begrebet *finansielle instrumenter*, som er fastlagt i MAR art. 2, stk. 1 og er ganske bredt. Det omfatter således både traditionelle værdipapirer, navnlig aktier og obligationer, men også

⁴³ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 (MAR), Præambel (7)

⁴⁴ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomiforbundets forlag, side 552ff.

⁴⁵ Ibid. side 552ff.

derivater, pengemarkedsinstrumenter, spotkontrakter og emissionskvoter⁴⁶. Værdipapirer er det oprindelige overbegreb, men i dag indgår værdipapirer terminologisk som en undergruppe under det nye overbegreb *finansielle instrumenter*. Dette ændrer dog ikke på, at de finansielle instrumenter, som omfattes af begrebet værdipapirer, f.eks. aktier og obligationer, udgør langt de mest almindelige finansielle instrumenter, som omsættes på børser⁴⁷. Vi benytter i afhandlingen begreberne *finansielle instrumenter* og *værdipapirer* synonymt.

Vi fastslår derfor, at Markedsmisbrugsforordningen finder anvendelse på den situation hvor blogges informationsspredning påvirker aktiekursen.

Med overgangen til Markedsmisbrugsforordningen er det nu EU-retten, der direkte dikterer kompetencen, og afgrænsningen er nu til markedspladser i EU/EØS. Tidligere var de danske regler om markedsmisbrug efter Markedsmisbrugsdirektivet ikke begrænset til værdipapirer optaget til handel på et dansk reguleret marked jf. daværende VHPL § 34, stk. 1, nr. 1. De danske regler fandt derfor principielt også anvendelse på handel med værdipapirer, som var noteret uden for EU/EØS⁴⁸. Tidsmæssigt gælder reglerne om markedsmisbrug fra det tidspunkt, hvor der er indgivet en anmodning om optagelse til handel af de pågældende værdipapirer på et reguleret marked jf. MAR art. 2⁴⁹.

Nu er således Markedsmisbrugsforordningens baggrund, formål samt anvendelsesområde blevet gennemgået, hvorfor de næste afsnit omhandler selve forbuddet mod markedsmanipulation i MAR art. 15 samt lovgivningens beskrivelse af manipulerende adfærd i MAR art. 12.

2.4 Forbuddet mod markedsmanipulation (MAR art. 15)

Forbuddet mod markedsmanipulation findes i MAR art. 15, hvorefter det er forbudt for personer at deltage eller at forsøge at deltage i markedsmanipulation. Markedsmisbrugsforordningen anvender begrebet "markedsmanipulation" i stedet for det tidligere begreb "kursmanipulation". Begrebet markedsmanipulation er en bredere betegnelse end kursmanipulation, og det synes hensigtsmæssigt

⁴⁶ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 553ff.

⁴⁷ Ibid. side 17ff.

⁴⁸ Ibid. side 552ff.

⁴⁹ Ibid. side 554.

at opdatere de ældre regler og principper i takt med samfundets konstante udvikling. Efter præamblerne til Markedsmisbrugsforordningen skal der skelnes mellem forsøg på markedsmanipulation og adfærd, som antages at føre til markedsmanipulation, idet begge aktiviteter er forbudt i henhold til forordningen. Et forsøg kan for eksempel omfatte situationer, hvor aktiviteten er påbegyndt, men ikke fuldendt, for eksempel som følge af svigtende teknologi eller en instruks om at handle, som ikke er blevet efterlevet.

Selve definitionen af markedsmanipulation og derved, hvilke aktiviteter der anses som værende markedsmanipulation findes i MAR art. 12, stk. 1 samt stk. 2 som skal ses som en ikke-udtømmende bestemmelse. Bestemmelserne vil blive analyseret nedenfor.

2.4.1 Markedsmanipulation jf. MAR art. 12, stk. 1

MAR art. 12, stk. 1 indeholder en beskrivelse af de aktiviteter, der omfattes af markedsmanipulation. Bestemmelsen indeholder 4 situationer, men vi gennemgår kun de to situationer, der er relevante for afhandlingen.

Efter MAR art. 12, stk. 1, litra b omfatter markedsmanipulation følgende aktiviteter:

- a) 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*

Art. 12, stk. 1, litra b handler om det forhold, at transaktioner eller handelsordrer der påvirker en markedskurs dannes på baggrund af "fingererede planer" eller alle andre former for bedrag eller påfund. Indikatorer for manipulerende adfærd i tilknytning til anvendelse af fingererede planer eller andre former for bedrag eller påfund er blevet specificeret i bilag I afsnit B til Markedsmisbrugsforordningen. Herefter skal det ved anvendelsen af MAR art. 12, stk. 1, litra b tages med i betragtningen, hvorvidt personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner, før eller efter at de samme eller tilknyttede personer har udbredt urigtige eller vildledende oplysning, og hvorvidt personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner, før eller efter at de

samme eller tilknyttede personer har udarbejdet eller udbredt investeringsanbefalinger, som er fejlagtige, tendentiøse eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser. Bilag 1 afsnit B i MAR medfører, at der sker en sammenkobling mellem MAR art. 12, stk. 1, litra b vedrørende fingererede planer, MAR art. 12, stk. 1, litra c vedrørende udbredelse af oplysninger samt MAR art. 20 vedrørende investeringsanbefalinger. Det kan derfor udledes, at anvendelsesområderne for disse bestemmelserne er overlappende, og flere af bestemmelserne kan derfor finde anvendelse på samme situation. Dette er yderst relevant, når afhandlingen senere i afsnit 2.6 afklarer retsstillingen for bloggere, der udbreder investeringsanbefalinger. Følgende afsnit vil alene omhandle udbredelse af information.

Bilag I afsnit B til MAR er endvidere blevet specificeret i den delegerede forordning 2016/522, som Kommissionen har udstedt med hjemmel i MAR art. 12, stk. 5. I denne delegerede forordning kommer Kommissionen med eksempler på praksis til specificering af den situation, hvor personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner, før eller efter at de samme eller tilknyttede personer har udbredt urigtige eller vildledende oplysning. I Bilag II, afsnit 2, nr. 1, litra a i den delegerede forordning 2016/522 nævnes, at udbredelse af urigtige eller vildledende markedsoplysninger via medierne, herunder internettet eller ad andre kanaler, som resulterer i eller kan formodes at ville resultere i, at kursen på et finansielt instrument flyttes i en retning, der er gunstig for den pågældende position eller for en transaktion, der er planlagt af den eller de personer, der ønsker at udbrede de pågældende oplysninger, ligeledes kan anses som manipulation. Denne situation må ses i sammenhæng med MAR art. 12, stk. 1, litra c, som vil blive nævnt nedenfor, idet begge bestemmelser omhandler udbredelse af oplysninger gennem medierne.

I samme afsnit i litra c bliver begrebet "pump and dump" ligeledes nævnt, der omfatter den situation, hvor der tages en lang position i et finansielt instrument og derefter foretages yderligere opkøb og/eller udbredelse af vildledende positive oplysninger om det/den pågældende finansielle instrumenter med det formål at afstedkomme en stigning i kursen på det finansielle instrument ved at tiltrække andre købere. Når kursen da er nået op på et kunstigt højt niveau, sælges den lange position. Denne situation skal således ses i sammenhæng med MAR art. 12, stk. 1, litra b, som et eksempel på en adfærd, der er karakteriseret som "fingererede planer".

Bestemmelsen kommer ikke med yderligere indikationer for, hvornår en kurs anses for at være nået et kunstigt højt niveau. Vurderingen heraf tilkommer derfor Domstolene, og denne vurdering må antages at være yderst svær og kan usandsynligt helt fraholde sig fra at inddrage skøn, da kursen må skulle sammenholdes med den formåede kurs, såfremt udbredelsen af oplysningen ikke var sket.

Det skal til sidst nævnes, at bilag II, afsnit 2, nr. 2, litra b i den delegerede forordning 2016/522 foreskriver, at "pump and dump" begrebet ligeledes finder anvendelse, når der ses på den situation, hvor den manipulerende handling udøves ved at udarbejde eller udbrede investeringsanbefalinger før eller efter, at der er afgivet en handelsordre eller er gennemført en transaktion, når disse anbefalinger er fejlagtige, tendentiøse eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser. Dette vil blive yderligere kommenteret i afsnit 2.6.

Efter MAR art. 12, stk. 1, litra c omfatter markedsmanipulation følgende aktiviteter:

- b) 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.*

Denne bestemmelse vedrører det forhold, at markedsmanipulation med lethed kan udøves ved hjælp af moderne teknologi såsom internettet. Det følger endvidere af præamblerne til Markedsmisbrugsforordningen, at på grund af den stigende anvendelse af websteder, blogs og sociale medier har det været vigtigt at præcisere, at udbredelse af urigtige eller vildledende oplysninger via internettet, herunder sociale medier eller anonyme blogs, i forordningen bør betragtes på lige fod med udbredelse via mere traditionelle kommunikationskanaler. Det er derfor jf. bestemmelsen uden betydning i hvilket medie eller af hvem udbredelsen af urigtige eller vildledende oplysninger fremsættes af, baseret på teksten "*gennem medierne, herunder internettet eller ved*

andre metoder". Bestemmelsen gælder derfor også for journalister, bloggere mv., når de omtaler noterede selskaber og noterede værdipapirer.

Formålet med bestemmelsen er at sikre, at de oplysninger, der bliver spredt, ikke vildleder modtagerne. Markedsmisbrugsforordningen regulerer dette forhold ved at udforme bestemmelsen således, at spredning af oplysninger via eksempelvis internettet kan blive set som manipulerende, hvis man ved eller burde vide, at de oplysninger man agter at sprede, er eller antages at være urigtige eller vildledende.

Efter bestemmelsen er der således 3 forhold, der skal iagttages:

1) *Udbredelse af oplysninger gennem medierne*

- a. *Der enten giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument*
- b. *Eller som sikrer eller antages at sikre kursen på et finansielt instrument på et unormalt eller kunstigt højt niveau*
- c. *Herunder spredning af rygter, når den person, der har spredt dem, var eller burde have været klar over, at oplysningerne var urigtige eller vildledende.*

Bestemmelsen indeholder ligeledes udtrykket "kunstigt højt niveau", hvortil samme problemstillinger som nævnt ovenfor i forbindelse med udredning af begrebet "pump and dump", finder anvendelse. Yderligere indeholder bestemmelsen en vurdering af, hvorvidt personen, der har spredt oplysninger var eller burde have været klar over, at oplysninger var urigtige eller vildledende. Denne vurdering må ligeledes antages at være problematisk, hvortil Domstolene ligeledes i sidste ende bliver nødt til at foretage et skøn og begrunde dette forhold i formodninger ud fra faktuelle forhold.

2.4.2 Sammenfatning

Vi har i det foregående afsnit gennemgået de bestemmelser i MAR art. 12, stk. 1, som er relevante i forhold til at undersøge i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information om kapitalmarkedet uden at blive omfattet af forbuddet mod markedsmanipulation i MAR art. 15. Når omfanget skal konkluderes, er det yderst relevant at notere sig, at MAR art. 12, stk. 1, litra b

vedrørende fingererede planer ligeledes omfatter de situationer, som MAR art. 12, stk. 1, litra c vedrørende udbredelse af oplysninger, samt MAR art. 20 vedrørende udbredelse af investeringsanbefalinger regulerer. Fingererede planer er således også, når der før eller efter indgåelse af en transaktion er blevet udbredt urigtige eller vildledende oplysninger, eller hvis der før eller efter indgåelse af en transaktion er blevet udarbejdet eller udbredt investeringsanbefalinger. Bilag I til Markedsmisbrugsforordningen nævner dog, at disse to situationer ikke nødvendigvis i sig selv skal betragtes som markedsmanipulation, men de skal tages med i betragtningen. Det kan derfor konkluderes, at de tre bestemmelser har et overlappende anvendelsesområde, hvorfor det bliver relevant at differentiere bestemmelserne.

I det foregående blev alene sammenhængen mellem MAR art. 12, stk. 1, litra b og c klarlagt, da MAR art. 20 vedrørende investeringsanbefalinger først vil blive gennemgået i afsnit 2.5. I forhold til udbredelsen af urigtige eller vildledende oplysninger i MAR art. 12, stk. 1, litra c er det væsentligt at bemærke, at det fremgår direkte af bestemmelsen, at bestemmelsen alene kommer i spil, når kursen grundet udbredelsen af oplysningerne er blevet sikret eller kunne antages at kunne blive sikret på et unormalt eller kunstigt højt niveau, og når samtidig den person, der har spredt dem, var eller burde have været klar over, at oplysninger var urigtige eller vildledende. Disse to øvrige betingelser fremgår hverken af MAR art. 12, stk. 1, litra b, af bilagene til Markedsmisbrugsforordningen eller den delegerende forordning 2016/522, hvorfor anvendelsen af MAR art. 12, stk. 1, litra c vedrørende fingererede planer ikke har denne begrænsning. Det kan derfor konkluderes, at MAR art. 12, stk. 1, litra b har et bredere anvendelsesområde end MAR art. 12, stk. 1, litra c, hvilket har en stor betydning for bloggere. Bloggere kan således blive omfattet af forbuddet mod markedsmanipulation, såfremt de alene før eller efter indgåelsen enten har udbredt urigtige eller vildledende oplysninger, uanset om kursen er blevet sikret på et unormalt eller kunstigt højt niveau og uanset om bloggeren selv var klar over eller burde være klar over, at oplysningerne var urigtige eller vildledende. Omfanget af bloggers mulighed for at sprede information om kapitalmarkedet er derfor særligt begrænset, såfremt bloggerne forinden afgivelsen af deres transaktion har udbredt urigtige eller vildledende oplysninger. I forlængelse heraf skal begrebet "pump and dump" fra den delegerede forordning 2016/522 nævnes, da dette begreb skal ses som et eksempel på praksis til specificering af netop denne type manipulerende adfærd. Eksemplet angår netop den adfærd, som bloggere typisk vil udvise i forbindelse med

udbredelse af oplysninger, hvorfor bloggere skal være særligt opmærksomme på ikke at udbrede vildledende oplysninger, der har til formål at tiltrække andre købere, og de bør nøje overveje, hvorvidt de vil sælge deres aktier, såfremt kursen er nået op på et kunstigt højt niveau. Det skal hertil nævnes, at vurderingen af, hvorvidt kursen er nået op på et kunstigt højt niveau tilkommer Domstolene. Denne vurdering må antages at være yderst svær og det kan være næsten umuligt ikke at inddrage et skøn. Dette er problematisk for bloggere, hvorfor det alt i alt må konkluderes, at omfanget for bloggere til at sprede information om kapitalmarkedet, såfremt de selv ejer aktier i de udstedende selskaber, er yderst begrænset.

2.4.3 Egnethedskriteriet

Som tidligere indikeret, så er markedsmanipulation svært at fastlægge, idet begrebet indebærer en vildledning af markedet. Denne type af adfærd kan nok genkendes, når den ses, men den er vanskelig at beskrive i de generelle og klare vendinger, som er nødvendige ved lovgivning. Markedsmisbrugsforordningen definerer manipulerende handlinger eller undladelser som adfærd, der griber ind i og forstyrrer markedets prismekanisme, hvorved markedet ikke længere korrekt gengiver de relevante faktorer i prisdannelsen om udbud, efterspørgsel og pris. Markedsaktørerne vildledes, og dette er skadeligt for tilliden til markedet og dets funktion. Det er således formentlig muligt at påpege essensen i markedsmanipulation, men dog stadig vanskeligt at formulere dette hensigtsmæssigt i lovgivningen, og det kan tillige være ganske svært at bevise, at en handling reelt er manipulerende. Forskellen mellem en manipulerende handel og en lovlig handel er svær at påpege. Når man handler, påvirker man kursen – men man må ikke handle for at påvirke kursen. Dette kan virke som ordkløveri, men sat på spidsen er dette forskellen mellem en lovlig og ulovlig handel efter Markedsmisbrugsforordningens definition.

Det var ligeledes klart fra forhandlingerne om Markedsmisbrugsdirektivet, og særligt fremhævet i Kommissionens oprindelige forslag, at man ikke ønskede at lægge for stor vægt på det subjektive element bag markedsmanipulationen. Det subjektive element er typisk at tjene penge eller undgå at tabe dem ved at gennemføre markedsmanipulation, men dette motiv ligger netop også bag alle andre transaktioner på værdipapirmarkedet og kan være vanskeligt at bevise. I stedet lagde man vægt på, om de relevante handlinger eller, mere sjældent, undladelser havde en effekt på markedets

gengivelse af forholdene omkring prisdannelsen. Denne effekt-doktrin blev i den danske gennemførelse af bestemmelsen oversat sådan, at handlingen skulle være egnet til at påvirke kursen så den ikke længere reflekterer den sande værdi i markedet. Det er efterfølgende blevet drøftet, om den danske lovformulering gav en konkret gennemførelse af MAD art. 5 om det dagældende begreb kursmanipulation. Dette må antages, da egnethed ganske godt gengiver effekt-doktrinens betoning af en mere objektiv vurdering af, om markedet kan påvirkes. Mindre heldigt var det, at formuleringen angik "værdi i markedet", da Markedsmisbrugsdirektivet egentlig angik alle relevante faktorer i prisdannelsen, også udbud og efterspørgsel. Men da disse faktorer netop udgjorde dele af den samlede prisdannelse var bestemmelsen formentlig også rimeligt dækkende i denne henseende⁵⁰.

Denne effekt-doktrin er ikke direkte videreført i Markedsmisbrugsforordningen. Markedsmisbrugsforordningen bygger videre på Markedsmisbrugsdirektivet, hvorfor egnethedskriteriet stadig må antages at have en betydning, men dog i mindre grad end tidligere. Dette støttes ligeledes af den juridiske litteratur⁵¹.

I forhold til den tilsigtede kurspåvirkning må markedsværdi forstås som den kurs, værdipapiret er noteret til på det regulerede marked⁵². Det er således ikke nødvendigvis afgørende, om der rent faktisk sker en kursændring i forbindelse med den manipulerende handling, og det kræves ikke, at der skal være tale om en mærkbar kursændring. Spørgsmålet om betydningen af, om der opstilles et krav om mærkbar eller væsentlig kurspåvirkning, har især været drøftet i relation til grænsen mellem den lovlige kurspleje og den ikke-lovlige kurspleje i forbindelse med noterede selskabers handel med egne aktier⁵³. Som tidligere nævnt bidrager egnethedskriteriet med et objektive element til lovgivningen, fordi det subjektive element om hvorvidt aktøren har tjent en gevinst eller ej ikke bliver afgørende.

Det ses af ordlyden i MAR art. 12, stk. 1, litra b, at en "*aktivitet eller adfærd, der påvirker eller antages at påvirke kursen...*", og i litra c, information "*der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af,...*", at egnethedskriteriet til dels er videreført. I Markedsmisbrugsforordningen er det således fortsat ikke en betingelse, at en handling eller en

⁵⁰ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 598ff.

⁵¹ Ibid. side 601ff.

⁵² Ibid. side 600ff.

⁵³ Ibid. side 601ff.

information rent faktisk manipulerer markedet med efterfølgende kursudsving. I overensstemmelse med det tidligere Markedsmisbrugsdirektiv medfører egnethedskriteriet, at det som udgangspunkt er tilstrækkeligt for at en adfærd kan omfattes af bestemmelsen, at adfærden har, eller er egnet til at have, en bestemt indvirkning på kursen. Det er således ikke afgørende, om der rent faktisk er sket en kursændring, ligesom det ikke er afgørende, om formålet eller hensigten med adfærden er at manipulere med kursen. Egnethed handler grundlæggende om hvorvidt en bestemt opførsel eller handlemåde kan antages at være vildledende for markedet.

Dette er ikke helt uproblematisk, da det eksempelvis ikke synes hensigtsmæssigt for alle områder i loven, at en handling bør straffes såfremt den blot havde mulighed for at have skadegørende eller disruptiv virkning⁵⁴. Det synes dog hensigtsmæssigt på området for markedsmanipulation, idet hensynet til markedintegriteten vægter særdeles tungt, og endvidere det forhold, at markedet i nyere tid kan virke meget skrøbeligt. Et vigtigt element ved egnethedskriteriet er i hvilken grad der skal tages højde for motivet bag handlingen, eller om det kun er selve handlingen der har betydning for bedømmelsen. Markedsmisbrugsforordningen tager hensyn til denne problemstilling ved at indsætte art. 13, der omhandler accepteret markedspraksis. Denne artikel fastlægger, at såfremt en bestemt handling er manipulerende eller vildledende, da vil den beskyttes hvis handlingen er omfattet af en accepteret markedspraksis og derved har legitime grunde, som eksempelvis kursstabilisering. MAR art. 13 er dog uden for afhandlingens område, hvorfor denne ikke vil blive nævnt yderligere.

Afslutningsvis må det nævnes, at egnethedskriteriet er en nødvendig reguleringsmekanisme på området for markedsmanipulation. Formålet er hovedsageligt at indfange de tilfælde, hvor en markedsmanipulerende handling ikke har en reel effekt, men potentielt kan skade tilliden til markedet. Egnethedskriteriet er således en mekanisme, hvorved lovgivningens "huller" kan lukkes, og en måde, hvorpå lovgivningen forholder sig objektivt til den manipulerende handling.

Grundet vanskeligheden ved på objektiv vis at beskrive manipulation indeholder bestemmelsen i MAR art. 12 i stk. 2 en række eksempler på adfærd, der blandt andet anses som værende markedsmanipulation, samtidig med, at den delegerede forordning samt bilagene til Markedsmisbrugsforordningen ligeledes bidrager til specificeringen af indikatorer på manipulerende adfærd. Afhandlingen vil alene have fokus på MAR art. 12, stk. 2, litra d, da dette eksempel omhandler

⁵⁴ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 602ff.

manipulation i forbindelse med udbredelse af meningstilkendegivelser og derved kan bidrage til afklaring af retsstillingen for bloggere, der udbreder information og/eller investeringsanbefalinger.

2.4.4 MAR art. 12, stk. 2

I MAR art. 12, stk. 2 findes som nævnt ikke-udtømmende eksempler på, hvad der forstås ved markedsmanipulation. Denne afhandling har særligt fokus på bloggere, der udbreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet. MAR art. 12, stk. 2, litra d omhandler udsendelse af meningstilkendegivelser hvilket er en form for informationsspredning, og derfor har bestemmelsen en særlig interesse.

Bestemmelsen angiver, at følgende adfærd blandt andet anses for at være markedsmanipulation:

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, relateret 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, relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, uden samtidig at have afsløret interessekonflikten over for offentligheden på korrekt og effektiv vis.

Der er således 4 forhold at tage stilling til i forbindelse med bestemmelsen:

- 1) Udsendelse af en meningstilkendegivelse
- 2) Efter på forhånd at have erhvervet sig de pågældende finansielle instrumenter
- 3) Ved senere at drage fordel af kurspåvirkningen
- 4) Manglende afsløring af interessekonflikt overfor offentligheden på korrekt og effektiv vis.

Såfremt disse 4 forhold kan gøres gældende, må det formodes, at domstolene vil karakterisere den konkrete situation som udtryk for markedsmanipulation og dermed forbudt jf. MAR art. 15.

2.4.4.1 Scalping

En særlig form for markedsmanipulation betegnes som *scalping*. Det manipulerende element består i, at den pågældende person fremsætter en meningstilkendegivelse, uden at det samtidig hermed oplyses, at personen gennem sin besiddelse af de relevante værdipapirer har en særlig interesse i kursudviklingen på netop disse værdipapirer. Det vildledende er, at interessekonflikten forties, således at meningstilkendegivelsen som helhed bliver vildledende. Det er således ikke et krav, at meningstilkendegivelsen indholdsmæssigt kan anses som værende forkert eller vildledende⁵⁵. Indholdet af MAR art. 12, stk. 2, litra d må efter denne definition karakteriseres som ”scalping”.

Denne form for manipulation kan komme til udtryk ved, at en blogger køber aktier, hvorefter bloggeren udgiver en klumme eller en artikel angående netop disse aktier, og dernæst høster fordel af en eventuel kursstigning. Såfremt meningstilkendegivelsen må anses som værende forkert eller vildledende, da er det udtryk for en skærpende omstændighed, hvilket tilsvarende må gælde for den situation, hvor bloggeren kort efter offentliggørelsen af meningstilkendegivelsen sælger de tidligere erhvervede værdipapirer med en betydelig gevinst⁵⁶.

Litteraturen angiver, at bestemmelsen i MAR art. 12, stk. 2, litra d er af særlig relevans for analytikere, aktiekommentatorer mv., der på grund af deres funktion i markedet gennem meningstilkendegivelser har mulighed for at påvirke kursen på analyserede værdipapirer, hvorfor det senere i dette kapitel under domsanalysen af U.2013.596H vil blive diskuteret, hvorvidt MAR art. 12, stk. 2, litra d skal ses i sammenhæng med bestemmelsen i MAR art. 20. Bestemmelsen i MAR art. 20 vil derfor nedenfor blive analyseret.

2.5 Undtagelsen i art. 20 om investeringsanbefalinger

2.5.1 Baggrunden for bestemmelsen

Baggrunden for bestemmelsen i MAR art. 20 er behovet for at sikre, at investeringsanbefalinger udarbejdes, fremlægges og udbredes på en redelig og gennemskuelig måde, herunder ikke mindst med oplysninger om de pågældendes eventuelle interesser og interessekonflikter i forhold til de værdipapirer og udstedere, som anbefalingerne vedrører. Bestemmelsen viderefører den tilsvarende

⁵⁵ ”Børsretten”, Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 603ff.

⁵⁶ Ibid. side 603ff.

regel fra Markedsmisbrugsdirektivet om investeringsanbefalinger, der var gennemført ved VHPL § 28b. Dog er bestemmelsen i Markedsmisbrugsforordningen behandlet på baggrund af den finansielle krise i 2008 og dens efterdønninger, hvorfor bestemmelsen skal ses i lyset heraf⁵⁷.

EU-lovgiver har været tilbageholdende med at stille egentlige materielle krav, da dette er vanskeligt i forhold til anbefalinger og statistikker, hvorfor der i stedet stilles krav til ordentlighed og redelighed samt offentlighed omkring interessekonflikter. Kommissionen har dog udstedt supplerende bestemmelser vedrørende udbredelsen af investeringsanbefalingerne, hvorfor den delegerede forordning 2016/598 vil blive inddraget i forbindelse med klarlæggelse af bestemmelsens indhold.

2.5.2 Bestemmelsens indhold

I medfør af MAR art. 20, stk. 1 skal enhver fysisk eller juridisk person, der i sin erhvervsudøvelse eller sine forretninger til offentligheden eller til distributionskanaler udarbejder eller udbreder investeringsanbefalinger, udvise rimelig omhu for at sikre, at oplysninger fremsættes objektivt, og således at deres interesser eller interessekonflikter afsløres i forbindelse med de finansielle instrumenter, som oplysningerne vedrører.

Der er således tre vigtige elementer at overholde i forbindelse med udbredelse af investeringsanbefalinger:

- 1) Udvise rimelig omhu
- 2) Fremsætte oplysninger objektivt
- 3) Afsløre egne interesser eller interessekonflikter

Lovgiver har medtaget, at der i forbindelse med udbredelse af investeringsanbefalinger skal udvises rimelig omhu for at sikre, at oplysninger fremsættes objektivt, og at interesser og interessekonflikter afsløres. At skulle udvise rimelig omhu i forbindelse med dette gør lovgivningen mere elastisk, og der er således for lovgiver bedre mulighed for at dømme i et bredere spænd. Elasticiteten bevirker, at lovgivningen beror på et delvist subjektivt skøn, og det resulterer i, at det for bloggere er mere vanskeligt at afgøre hvorvidt der ved en adfærd udvises rimelig omhu.

⁵⁷ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 461ff.

Omfanget af punkt 2 og 3 er blevet suppleret af den delegerede forordning 2016/958, hvorfor der her nedenfor vil ske en gennemgang af bestemmelserne i denne forordning.

Helt overordnet er den delegerede forordning 2016/958 udstedt, da det er nødvendigt med harmoniserede standarder om investeringsanbefalinger for at sådanne oplysninger kan fremlægges objektivt, klart og præcist, og for at interesser og interessekonflikter kan blive afsløret. Navnlig bør anbefalingerne fremlægges objektivt og på en måde, der ikke vildleder markedsdeltagerne eller offentligheden, så der sikres høje fairness-, redeligheds- og gennemsigtighedsstandarder på markedet jf. præamblerne til den delegerede forordning. Det nævnes endvidere i præamblerne, at alle personer, der udarbejder eller udbreder investeringsanbefalinger, bør have etableret ordninger, der sikrer, at oplysninger fremlægges objektivt, og interesser og interessekonflikter offentliggøres effektivt. Præamblerne indikerer samtidig, at der bør indføres ordninger for de personkategorier, der i kraft af deres art og aktiviteter almindeligvis udgør en større risiko for markedets integritet og investorbeskyttelsen. Denne personkategori bør blandt andet omfatte uafhængige analytikere, personer der foreslår investeringsbeslutninger og som ifølge egne oplysninger har finansiell erfaring eller ekspertise eller som opfattes sådan af markedsdeltagerne (benævnes eksperter).

Disse eksperter bliver i præamblerne identificeret ved, hvor regelmæssigt de udarbejder anbefalinger, antallet af personer der følger dem, deres personlige beskæftigelseshistorik og herunder om de tidligere har udarbejdet anbefalinger professionelt. Forordningens art. 1, litra a definerer endvidere eksperter som personer, der gentagne gange foreslår investeringsbeslutninger vedrørende finansielle instrumenter, og som ifølge egne oplysninger har finansiell ekspertise eller erfaring, eller som fremlægger sin anbefaling på en sådan måde, at andre med rimelighed må tro, at vedkommende har finansiell ekspertise eller erfaring.

Den delegerede forordning bidrager ikke med mere præcise indikationer, hvorved det ikke bliver opklaret, hvor mange følgere "eksperterne" skal have eller hvornår andre med rimelighed må tro, at vedkommende har finansiell ekspertise eller erfaring. Og da retspraksis samtidig ikke bidrager til denne afklaring, kan det ikke udelukkes, at bloggere er omfattet af denne personkategori og dermed omfattet af begrebet "eksperter" i forbindelse med den delegerede forordning.

Bloggere antages regelmæssigt at udbrede investeringsanbefalinger til et antal følgere, der kan variere fra mange til få, og det kan ikke afvises, at de ved udbredelsen giver modtageren den

opfattelse, at pågældende har en finansiel ekspertise. Det må derfor konkluderes, at det ikke kan udelukkes, at bloggere er omfattet af begrebet "eksperter" og derved har en udvidet forpligtelse jf. den delegerede forordning 2016/598.

Præamblerne tilføjer endvidere, at interesserne hos de personer, der udarbejder anbefalinger, og de konflikter, der kan ligge i disse interesser, kan påvirke den holdning, som disse personer giver udtryk for i deres anbefalinger. Nedenfor vil vi gennemgå de oplysningsforpligtelser, som den delegerede forordning 2016/958 tilføjer til bloggerne, såfremt de udbreder investeringsanbefalinger og ønsker at gøre dette lovligt efter MAR art. 20.

2.5.2.1 Fremsætte oplysninger objektivt

Først og fremmest skal bloggere i forbindelse med udbredelse af investeringsanbefalinger klart og tydeligt offentliggøre deres identitet og nævne, hvis en juridisk person er involveret i udarbejdelsen af anbefalingen jf. den delegerede forordnings art. 2, stk. 1, litra a og b. Bestemmelsen i MAR art. 20 angiver, at oplysningerne i investeringsanbefalingen skal fremsættes objektivt, hvilket bliver uddybet i den delegerede forordnings art. 3. Objektivitet indebærer herefter, at bloggerne skal sondre klart mellem faktiske forhold og fortolkninger, skøn, udtalelser og andre former for oplysninger, der ikke er faktuelle. Samtidig skal alle væsentlige oplysningskilder være klart og tydeligt angivet, og deres pålidelighed skal være klart anført, hvis der er tvivl om, hvorvidt en kilde er pålidelig eller ej. Idet bloggere anses som værende omfattet af begrebet "eksperter" jf. den delegerede forordning, skal de opfylde de skærpede krav angående objektivitet. De skal derfor udover at opfylde art. 3 ligeledes iagttage art. 4 i forordningen. Herefter skal bloggere tilføje en erklæring til anbefalingen, hvor det fremgår, hvorvidt anbefalingen er blevet fremlagt for den udsteder, som anbefalingen direkte eller indirekte vedrører. Hvis investeringsanbefalingen indeholder en værdiansættelse, skal bloggere oplyse om grundlag, metode og de underliggende antagelser for værdiansættelsen. Såfremt investeringsanbefalingen indeholder en anbefaling til at købe, sælge eller fastholde de finansielle instrumenter, skal anbefalingen indeholde en fyldestgørende redegørelse for betydningen af de givne anbefalinger samt varigheden af investeringen samt en passende risikoadvarsel, der skal omfatte en følsomhedsanalyse af antagelserne.

2.5.2.2 Afsløring af egne interesser eller interessekonflikter

Bestemmelsen i MAR art. 20 angiver, at personer, der udbreder investeringsanbefalinger, skal afsløre egne interesser eller interessekonflikter. Den delegerede forordning indeholder i art. 5 samt art. 6 en beskrivelse af, hvordan de generelle forpligtelser i forbindelse med denne offentliggørelse af interesser og interessekonflikter skal opfyldes. Efter art. 5 skal personer, der udarbejder investeringsanbefalinger, i deres anbefaling offentliggøre alle forbindelser og omstændigheder, der med rimelighed kan forventes at forringe anbefalingens objektivitet, herunder interesser og interessekonflikter vedrørende dem selv eller fysiske eller juridiske personer, som anbefalingen direkte eller indirekte vedrører. I bestemmelsens stk. 3 står det angivet, at fysiske personer ved offentliggørelsen også skal omfatte interesser og interessekonflikter vedrørende enhver nært tilknyttet person. De skærpede krav til offentliggørelse af interesser og interessekonflikter findes i art. 6, hvorefter bloggere skal oplyse, hvis vedkommende ejer en lang eller kort position, der overskrider tærsklen på 0,5% af udsteders samlede udstedte aktiekapital, og en erklæring om, hvorvidt positionen er lang eller kort. Der skal ligeledes gives en erklæring, såfremt bloggeren indenfor de foregående 12 måneder har været *lead manager* eller *co-lead manager*.

2.5.3 Sammenfatning

Sammenfattende skal bloggere altså i forbindelse med udbredelse af investeringsanbefalinger overholde de supplerende oplysningsforpligtelser, som følger af den delegerede forordning samt MAR art. 20. Idet bloggere må antages at være omfattet af forordningens begreb "eksperter", skal de ligeledes overholde de skærpede krav til både objektiviteten og afsløringen af interessekonflikter.

Nedenfor har vi derfor tilføjet de supplerende oplysningsforpligtelser i forhold til de tre elementer, som MAR art. 20 angiver:

- 1) Udvide rimelig omhu
- 2) Fremsætte oplysninger objektivt
 - a. Sondre klart mellem faktiske forhold og fortolkning, skøn, udtalelser og andre former for oplysninger, der ikke er faktuelle
 - b. Væsentlige oplysningskilder skal være klart og tydeligt angivet
 - c. Oplysningskildernes pålidelighed skal være klart anført
 - d. Indeholde en erklæring, såfremt anbefalingen er blevet fremlagt for udstederen

- e. Oplyse grundlag, metode og de underliggende antagelser, såfremt der er foretaget en værdiansættelse
- f. Fyldestgørende redegørelse af betydningen af de givne anbefalinger, såfremt disse indeholder opfordring til enten at købe, sælge eller fastholde
- g. Indeholde en passende risikoadvarsel samt en følsomhedsanalyse af antagelserne hertil

3) Afsløre egne interesser eller interessekonflikter

- a. Alle forbindelser og omstændigheder, der med rimelighed kan forventes at forringe anbefalingens objektivitet skal angives
- b. Angive interesser og interessekonflikter for dem selv samt fysiske eller juridiske personer, som anbefalingen direkte eller indirekte vedrører
- c. Angive interesser og interessekonflikter vedrørende enhver nært tilknyttet person
- d. Såfremt et ejerskab på mere end 0,5% af udstederens samlede aktiekapital haves, skal dette angives i en erklæring
- e. Såfremt bloggeren indenfor de seneste 12 måneder har haft en lederstilling i udstederens selskab, skal dette angives i en erklæring

På baggrund af ovenstående opsummering må det derfor konkluderes, at oplysningsforpligtelserne, bloggerne skal overholde i forbindelse med udbredelse af investeringsanbefalinger, er meget komplekse.

Som nævnt i afsnit 2.5.1 finder "pump and dump" begrebet ligeledes anvendelse, når der ses på den situation, hvor den manipulerende handling udøves ved at udarbejde eller udbrede investeringsanbefalinger før eller efter, at der er afgivet en handelsordre eller er gennemført en transaktion, når disse anbefalinger er fejlagtige, tendentiøse eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser, som karakteriseres som "fingererede planer". Begrebet beskriver en praksis for specificering af den situation, og idet begrebet ligeledes omhandler udarbejdelse eller udbredelse af investeringsanbefalinger har begrebet og dermed MAR art. 12, stk. 1, litra b og MAR art. 20 et overlappende anvendelsesområde. Sammenhængen mellem MAR art. 20 og begrebet "pump and dump" bliver relevant, idet det står forholdsvist uklart, hvorvidt MAR art. 20 kan holde adfærden beskrevet ved "pump and dump" uden for forbuddet mod markedsmanipulation.

Den manipulerende handling i "pump and dump" består i, at formålet med investeringsanbefalingen er at påvirke kursen ved at få andre købere til at købe aktien og derved øge efterspørgslen og derved aktieprisen, men hvad hvis MAR art. 20 ligeledes er iagttaget med alle dens oplysningsforpligtelser - vil forholdet da blive omfattet af forbuddet mod markedsmånelser jf. MAR art. 15 jf. 12, stk. 1, litra b eller vil forholdet i stedet være lovligt jf. MAR art. 20? MAR art. 20 indeholder som tidligere nævnt formuleringen, at personerne der udbreder investeringsanbefalingerne skal udvise rimelig omhu, hvorved Domstolene tillægges et klart skøn i forbindelse med iagttagelsen af bestemmelsen i forhold til en konkret situation. Og netop vurderingen af, hvorvidt personerne har udvist rimelig omhu kan have betydning for den konkrete situation, da forholdet ikke vil være omfattet af MAR art. 20, selvom oplysningsforpligtelserne er opfyldt og forholdet vil formentlig blive omfattet af MAR art. 12, stk. 1, litra b og dermed være forbudt jf. MAR art. 15. Der er derfor uomtvisteligt en særlig problemstilling mellem begrebet "pump and dump" og MAR art. 20, som bloggere i forbindelse med udbredelse af investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet skal være særligt opmærksomme på, såfremt de ejer aktier i selv samme udstedende selskaber.

2.6 Hensynet til presse- og ytringsfrihed i MAR art. 21

I ovenstående afsnit er henholdsvis MAR art. 12, stk. 1, litra c vedrørende udbredelse af oplysninger samt MAR art. 20 vedrørende investeringsanbefalinger blevet gennemgået. Disse bestemmelser skal endvidere vurderes under hensyntagen til presse- og ytringsfrihed, hvilket fremgår direkte af MAR art. 21. MAR art. 21 vil derfor blive gennemgået i det følgende.

2.6.1 Bestemmelsens indhold

Bestemmelsen angiver, at offentliggørelse eller udbredelse af oplysninger skal vurderes under hensyntagen til bestemmelserne om presse- og ytringsfrihed i andre medier samt de regler og kodekser, der styrer journalisthvervet, hvis oplysninger offentliggøres eller udbredes med henblik på journalistiske eller andre ytringsformer i medierne, medmindre 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.

Det skal nævnes, at litteraturen anfører, at der må udvises tilbageholdenhed med anvendelsen af reglerne om markedsmanipulation over for journalisterhvervet, idet afvejningen skal ske ud fra hensynet til beskyttelse af disse personers funktion som informationsformidlere på den ene side og på den anden side hensynet til korrekt information i kapitalmarkedet⁵⁸.

Bestemmelsen indeholder to undtagelser, hvorved de pågældende personer ikke kan støtte ret på presse- og ytringsfrihed, såfremt de har fordel af udbredelsen, eller at formålet med udbredelsen er at vildlede markedet. Hensynet til presse- og ytringsfriheden viger altså ikke overfor enhver udbredelse af investeringsanbefalinger. Første undtagelse angår "fordel af udbredelse". Denne undtagelse indeholder et objektive element, og det må antages, at det i vurderingen heraf vil have en betydning, hvorvidt der er en tidsmæssig sammenhæng mellem investeringsanbefalingen, kursstigningen og bloggerens økonomiske gevinst. En tidsmæssig sammenhæng må formodes at give en indikation af, at netop investeringsanbefalingen har været udslagsgivende i forhold til, at der i kapitalmarkedet er fremkommet en kursstigning, hvorved pågældende personer ved salg har mulighed for en økonomisk gevinst.

Den anden undtagelse angår "formålet med udbredelsen er at vildlede markedet". Denne undtagelse har i modsætning til den første undtagelse et subjektivt element, hvorved bevisbyrden bliver tungere at løfte. I forhold til denne undtagelse skal Domstolene vurdere, hvorvidt de pågældende personer har haft til formål at vildlede markedet med udbredelse. Dette kan blive problematisk, idet Domstolene må formodes at inddrage objektive kriterier i vurderingen heraf.

Afhandlingens fokus er på bloggere, der udbreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet, hvorfor det skal undersøges, hvorvidt bloggere kan karakteriseres som værende omfattet af det journalistiske erhverv i forbindelse med journalistik eller andre ytringsformer i medierne. Denne undersøgelse vil ske nedenfor og tage udgangspunkt i de forskellige udtryk: 1) journalistik og 2) eller andre ytringsformer i medierne.

⁵⁸ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og økonomiforbundets forlag, side 603ff.

2.6.1.1 Identifikation af bloggere

Afhandlingens fokussubjekter er som sagt bloggere, der udbreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet på deres blogs, og som samtidig selv er aktive investorer. Vi afgrænser os negativt fra bloggere der tydeligvis har en stor ekspertise og derved en markant påvirkningsgrad. Disse bloggere kan for eksempel udgøre store investeringsinstitutter, investeringsanalytikere eller velrenommerede investeringsmagasiner. Afhandlingens fokus er derimod på bloggere, hvis motivation for at udbrede investeringsanbefalinger er en blanding mellem interesse, indtjening og karriere. Vedligeholdelsen af deres blogs er ikke nødvendigvis deres hovedbeskæftigelse, hvorfor det ikke kan udelukkes, at udbredelsen af oplysninger og investeringsanbefalinger sker på hobby basis. Disse bloggere udbreder både oplysninger af egen fri vilje og interesse, men de kan ligeledes udbrede oplysninger på baggrund af en betaling fra et udstedende selskab, der ønsker omtale af deres virksomhed og aktier.

2.6.1.2 Udtrykket "journalistik"

Bestemmelsen i MAR art. 21 anvender udtrykket "*journalistik*", hvorfor bestemmelsen angår journalist-begrebet i en mere traditionel forstand. Journalist-begrebet vil derfor blive undersøgt.

I dansk lovgivning findes der ikke nogen entydig afgrænsning af begrebet journalister, men i U.2013.196H bliver begrebet velafgrænset jf. medieansvarsloven samt Retsplejelovens § 172 angående vidnefritagelse, hvorfor det følgende vil tage udgangspunkt heri. I U.2013.196H bliver begrebet begrænset til at omfatte redaktører og redaktionelle medarbejdere med hjemmel i medieansvarsloven samt Retsplejelovens § 172 i forbindelse med fastlæggelsen af beskyttelsessubjektet i forhold til dagældende artikel i Markedsmisbrugsdirektivet angående pressefrihed for journalister. Medieansvarsloven kommer ikke nærmere ind på, hvem der er omfattet af redaktionelle medarbejdere. Hertil kan Karnovs noter til Retsplejelovens § 172 i stedet inddrages, hvorefter udtrykket "redaktører og redaktionelle medarbejdere" omfatter de fastansatte personer på redaktionerne, såsom chefredaktører, redaktionschefer, redaktionssekretærer, journalister og fotografer, men også freelancejournalister og deltidsbeskæftigede lokalmedarbejdere. Noterne angiver, at det således er enhver, der leverer materiale til mediets redaktionelle indhold eller deltager i redigeringen. Afhandlingen omhandler bloggere og deres udbredelse af investeringsanbefalinger på egne blogs, hvorfor bloggerne ikke har direkte tilknytning til et indenlandsk skrift som ellers er anvendelsesområdet for Medieansvarsloven jf. lovens § 1, nr.

1 samt Retsplejelovens § 172. I det nedenstående vil bestemmelserne derfor benyttes analogt, hvor freelancejournalister og bloggere vil blive betragtet.

Journalistbegrebet og dermed også freelancejournalistbegrebet må helt overordnet karakteriseres som et erhverv, hvor der sker udbredelse af oplysninger til offentligheden på baggrund af en betaling. I traditionel forstand sker dette gennem et skrift. Nutidens tendenser vedrørende bloggere er, at deres blogs typisk består af et markant antal artikler, hvorfor disse kan sammenlignes med tidsskrifter, når der henses til online tidsskrifter. Denne sammenligning baseres på artiklernes opbygning, artiklernes kontinuerlige udbredelse samt tilgængelighed for offentligheden. Nutidens tendenser vedrørende bloggere har endvidere visse sammenfald med journalistbegrebet, idet disse blogs typisk har et markant antal følgere, hvorfor det ligeledes må antages, at deres information når ud til offentligheden. Journalisterhvervet er kendetegnet ved, at journalister får betaling for deres artikler, hvilket ligeledes kan være gældende for bloggere. Opsummeret er bloggerne forfattere til deres skrivelser, informationerne spredes til offentligheden og det kan ikke udelukkes at motivationen for skrivelser sker på baggrund af honorar for offentliggørelse af artiklerne, hvorfor der kunne argumenteres for, at bestemmelserne kan benyttes analogt.

I forbindelse med diskussionen af, hvorvidt bloggere er omfattet af udtrykket "*journalistik*" vil Markedsmisbrugsdirektivet blive inddraget, da MAR art. 20 er blevet videreført fra Markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, litra c, andet punktum, hvorefter anvendelsesområdet var journalister, der som led i deres erhvervsmæssige aktivitet udbredte oplysninger. Det nævnes tidligere, at de bloggere som afhandlingen har fokus på kan udøve deres blogs som erhvervsmæssig aktivitet, såfremt de modtager betaling for deres artikler med investeringsanbefalinger, men at udbredelsen ligeledes kan ske på hobbybasis begrundet i interesse. Idet den erhvervsmæssige aktivitet tidligere var en del af identifikationen, ville bloggere således ikke være omfattet af bestemmelsen.

På baggrund af ovenstående argumentation må det konkluderes, at bloggere ikke er omfattet af udtrykket "*journalistik*", da den erhvervsmæssige aktivitet må antages at være en afgørende faktor, idet bestemmelsen er blevet videreført fra Markedsmisbrugsdirektivet.

Dernæst må det undersøges, hvorvidt bloggere er omfattet af udtrykket "*eller andre ytringsformer i medierne*".

2.6.1.2 Udtrykket "*eller andre ytringsformer i medierne*"

Bestemmelsen i MAR art. 21 anvender ordlyden "*eller andre ytringsformer i medierne*", hvorefter det bør udledes, at bestemmelsen åbner op for en bredere fortolkning end alene den traditionelle opfattelse af journalist-begrebet. Bestemmelsens ordlyd indeholder et "*eller*", hvorefter det følger, at lovgiver ikke mener, at "*journalistisk*" og "*andre ytringsformer i medierne*" er identiske. I det følgende vil det derfor gennemgås, hvorvidt bloggere kan være omfattet af udtrykket "*andre ytringsformer i medierne*".

Nutidens tendenser vedrørende bloggere er, at deres blogs typisk består af et markant antal artikler og ligeledes typisk et markant antal følgere, hvorfor det ligeledes må antages, at deres information når ud til offentligheden. Bloggerne har deres egne blogs, hvortil præamblerne angiver, at udbredelse på internettet, herunder gennem sociale medier eller anonyme blogs, bør betragtes som værende på lige fod med udbredelse via mere traditionelle kommunikationskanaler. Udbredelse på egne blogs må således være omfattet af ordet "*medierne*".

Når der henses til den bredere definition "*andre ytringsformer i medierne*" må bloggere således karakteriseres som værende omfattet, idet disse udbreder information og/eller investeringsanbefalinger på deres egne blogs, hvorfor ytringsformen sker i medierne.

2.6.3 Sammenfatning

På baggrund af ovenstående argumentation bør det konkluderes, at bloggere er omfattet af hensynet til presse – og ytringsfriheden som beskrevet i MAR art. 21, da disse er omfattet af udtrykket "*eller andre ytringsformer i medierne*".

Dette medfører, at der skal tages hensyn til ytrings – og pressefrihed som beskrevet i MAR art. 21 i forbindelse med vurderingen af, hvorvidt en given adfærd er lovstridig. Endvidere skal der tages hensyn til de regler og kodekser, der styrer journalisterhvervet, og litteraturen anfører, at der må udvises tilbageholdenhed med anvendelsen af reglerne om markedsmanipulation over for

journalisterhvervet, idet afvejningen skal ske af hensynet til beskyttelse af disse personers funktion som informationsformidlere på den ene side og på den anden side hensynet til korrekt information i kapitalmarkedet⁵⁹. Bestemmelsen svækker således forbuddet om markedsmanipulation i forhold til bloggere, der spreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet, hvorfor de to undtagelser er vigtige at iagttage, da disse bringer forholdet udenfor beskyttelsen i MAR art. 21 og dermed tilbage til bestemmelserne om markedsmanipulation.

Bloggere er således ikke beskyttet af hensynet til presse – og ytringsfrihed, såfremt de drager fordel af eller opnår fortjeneste ved offentliggørelsen eller udbredelsen af de pågældende oplysninger. Og ligeledes heller ikke, hvis personer med nær tilknytning til dem direkte eller indirekte drager denne fordel. Afhandlingen har fokus på bloggere, der også selv er aktive investorer, hvorfor disse ofte vil have en fordel af investeringsanbefalinger. Denne undtagelse vil derfor typisk bringe forholdet udenfor MAR art. 21 og dermed beskyttelsen.

Beskyttelsen fastholdes endvidere heller ikke i den situation, hvor offentliggørelsen eller udbredelsen sker med det formål at vildlede markedet om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på et værdipapir.

2.7 Strafferammen

I det ovenstående er indholdet af reglerne angående markedsmanipulation, investeringsanbefalinger og hensynet til presse- og ytringsfrihed blevet gennemgået. Forbuddet er blevet fremlagt, hvilket fremgår af MAR art. 15, hvorfor strafferammen for overtrædelse af dette forbud nu vil blive nævnt kort. Den korte benævnelse er begrundet i, at afhandlingen har fokus på i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information og/eller investeringsanbefalinger på kapitalmarkedet, hvorved en analyse samt diskussion af straffebestemmelserne ikke er relevant.

Strafferammen for overtrædelse af forbuddet mod markedsmanipulation findes i dansk ret i en særskilt lovhjemmel for straf jf. Lov om Kapitalmarkeder § 249, stk. 2⁶⁰. Herefter straffes overtrædelse af MAR art. 15 med bøde eller fængsel indtil 1 år og 6 måneder, og under skærpende omstændigheder kan straffen for overtrædelse af forbuddet mod markedsmanipulation stige til 6

⁵⁹ "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 603ff.

⁶⁰ LBKG 2018-01-08 nr. 12

års fængsel jf. Straffelovens § 299 d⁶¹. Hertil kommer dog også, at det er en forudsætning for at straffe efter de danske regler, at de almindelige regler om Domstolenes jurisdiktionskompetence i Straffelovens §§ 6-9 er opfyldt⁶².

Markedsmisbrugsforordningen suppleres egentlig af et særligt direktiv om strafferetlige sanktioner for markedsmisbrug (2014/57/EU), men da Danmark har et retsforbehold over for EU-retten, gælder dette direktiv ikke i dansk ret. Men selvom direktivet ikke har retsvirkning i Danmark, så er forbuddet mod markedsmisbrug i Markedsmisbrugsforordningen alligevel et meget centralt element i den danske børsretlige regulering og sikringen af tilliden til markedet⁶³.

Med denne strafferamme har man ønsket at sidestille overtrædelse af forbuddene med straffelovens bestemmelser om formueforbrydelser, herunder især Straffelovens § 279 om bedrageri jf. FT 1990-91 Tillæg A samt betænkning 1216/1992 insiderhandel side 69. Den foreliggende retspraksis viser endvidere, at strafudmålingen er relativt streng, og at det klare udgangspunkt er en ubetinget fængselsstraf jf. U 2003.1467H, hvor det blev anført, at den pågældende manipulerende handling var egnet til at skade tilliden til værdipapirmarkedet. Højesteret fandt endvidere i U 2001.578 H, at anvendelsen af ubetinget frihedsstraf i almindelighed er påkrævet for at modvirke denne form for kriminalitet⁶⁴. Selve straffesanktionerne er som tidligere nævnt udenfor afhandlingens fokusområde, hvorfor disse ikke vil blive nærmere beskrevet i det følgende.

2.8 Domsanalyse

Indenfor dansk lovgivning er U.2013.196H af stor betydning, når det drejer sig om journalistiske investeringsanbefalinger, hvorfor denne dom i dette afsnit får særlig stor opmærksomhed. Dommen vil i det følgende blive benævnt som Redaktør-dommen.

Analysen vil indledes med en kort introduktion samt sagens faktum. Herefter identificeres henholdsvis Byrettens, Landsrettens og Højesterets begrundelser for deres afgørelser, hvorefter de

⁶¹ LBKG 2018-09-20 nr. 1158

⁶² "Børsretten", Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul, 2019 Jurist – og Økonomforbundets forlag, side 552ff.

⁶³ Ibid. side 552ff.

⁶⁴ Ibid. side 552ff.

afslutningsvis vil blive analyseret. De juridiske hensyn vil blive diskuteret enkeltvis, og der vil blive foretaget en perspektivering i forhold til, hvordan dette påvirker retsstillingen for bloggere. Dommen har en stor relevans for i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information om kapitalmarkedet, idet bloggere tidligere i det juridiske kapitel er blevet karakteriseret som værende indenfor journalisthvervet, hvilket ligeledes var tilfældet for tiltalte.

2.8.1 Domsanalyse af U 2013.196 H (Redaktør-dommen)

Dommen omhandler en økonomisk redaktør på et månedsmagasin, der blev dømt for markedsmanipulation ved i 13 tilfælde at have foretaget opkøb af såkaldte illikvide aktier i mindre selskaber. Redaktøren havde i tidsmæssig sammenhæng som professionel investeringsrådgiver gennem artikler i månedsbladet anbefalet investeringer i sådanne aktier. Redaktøren solgte i alle tilfældene den overvejende del af aktierne, hvilket samlet set gav en for ham betydelig økonomisk gevinst. Domsafgørelsen skete med hjemmel i dagældende VPHL § 39, stk. 1 jf. § 38, stk. 1, nr. 1 og stk. 2, nr. 1, som i Højesteret blev sanktioneret med 8 måneders fængsel med konfiskering af 1 mio. kr.

2.8.1.1 Sagens faktum

Redaktørens markedsmanipulation skete i perioden 27. oktober 2006 til 2. april 2008. Der var i alt 13 tilfælde, og fælles for alle tilfældene var, at redaktøren kort forinden udgivelsen af sine aktiekommentarer købte aktier i de relevante selskaber, for i direkte forlængelse af udgivelsen af aktiekommentarerne at sælge disse aktier i selskaberne igen. I forbindelse med de 13 tilfælde var egeninteressen i de fleste tilfælde oplyst med en kort notits.

2.8.1.2 Anbringender

Anklagemyndigheden nedlagde påstande om frihedsstraf og om, at der hos tiltalte skulle konfiskeres 2.740.512 kr.

Tiltalte nedlagde påstand om frifindelse, subsidiært om rettens mildeste dom og protesterede mod konfiskationspåstanden.

2.8.1.3 Byrettens afgørelse

Afgørende for domsfældelsen i Byretten blev fortolkningen af bestemmelsen om, hvorvidt interessekonflikten var angivet over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde.

Efter bevisførelsen i sagen, herunder særligt af den tiltalte og af redaktionschefen samt vidne B's afgivne forklaring, lagde retten til grund, at angivelsen af aktiebesiddelsen fra tiltaltes side kunne være faldet ud under redigeringsarbejdet, og at det ikke var et emne, man havde særlig fokus på før sent i forløbet. På denne baggrund lagde retten til grund, at tiltalte ikke kunne lægges til last, at oplysningen var blevet udeladt i enkelte af artiklerne og notitserne.

Retten fandt ikke, at tiltalte ved blot at oplyse neutralt om aktiebesiddelse i tilstrækkeligt omfang havde oplyst om interessekonflikten på en korrekt og effektiv måde over for de potentielle investorer. Begrundelsen herfor var tiltaltes systematiske handlemønstre med opkøb kort tid forinden, hvortil der blev nævnt, at dette også var sket for lånte midler. Der blev endvidere lagt særlig vægt på størrelsen af de beløb, som tiltalte systematisk købte op for, og at der i alle tilfælde i langt overvejende grad var tale om meget kortsigtede investeringer, og at tiltalte således handlede direkte i strid med de anbefalinger, han gav læserne.

På baggrund af ovenstående fandt Byretten således tiltalte skyldig i overtrædelse af dagældende VPHL § 39 jf. § 38 samt dagældende VPHL § 28 b. Straffen blev fastsat til fængsel i 4 måneder. Ved strafudmålingen lagde Byretten vægt på forholdets grovhed, hvor tiltalte systematisk havde undladt at orientere offentligheden på korrekt og effektiv måde.

2.8.1.4. Analyse af byrettens dom

Byrettens afgørelse er alene begrundet i de væsentligste elementer, hvorfor nedenstående analyse ligeledes tager udgangspunkt i Byrettens begrundelser. Heraf kan følgende hensyn i forbindelse med vurderingen af, hvorvidt der er foretaget markedsmanipulation udledes:

- 1) Uddannelse**
- 2) Modsigelse af egne anbefalinger**
- 3) Interessekonflikt**
- 4) Særligt for investeringsanbefalinger**
- 5) Egnethedskravet**

Ad 1) Uddannelse

I Byrettens begrundelser blev det blandt andet nævnt, at redaktøren var uddannet cand.polit. med speciale i fundamental aktieanalyse. Byretten mente, at det var bevist, at redaktøren derved i hvert enkelt forhold havde været bevidst om, at offentliggørelsen af hans artikler og notitser sandsynligvis ville bevirke, at kursen steg på kort sigt. Det kan derfor udledes, at såfremt bloggere har en samfundsfaglig uddannelse, som giver dem en større forståelse af kapitalmarkedet, vil dette påvirke afgørelsen af, hvorvidt handlingen er markedsmanipulation. Dette element ligger op til en vurdering af, hvorvidt bloggeren er i god eller ond tro.

Ad 2) Manglende efterlevelse af egne anbefalinger

Byretten nævnte, at månedsmagasinet normalt bragte artikler med investeringsråd på langsigtet basis, hvorved redaktøren kun i ringe omfang havde efterlevet sine egne anbefalinger. Bloggere bør derfor være opmærksomme på, at såfremt de med deres handlinger direkte går imod deres egne anbefalinger, vil dette støtte formodningen for, at de har udøvet markedsmanipulation.

Ad 3) Interessekonflikt

Daværende lovgivning om kursmanipulation som var relevant for Redaktørdommen fandtes i VPHL § 38, stk. 2, nr. 1 samt § 39. Efter dagældende VPHL § 39 var kursmanipulation eller forsøg herpå forbudt. Kursmanipulation kunne eksempelvis bestå af udsendelse af en meningstilkendegivelse gennem medierne om et værdipapir eller en udsteder af et værdipapir efter på forhånd at have erhvervet sig mængder af det pågældende værdipapir, såfremt der senere drages fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på værdipapiret, forudsat at interessekonflikten ikke senest samtidig med udsendelsen af meningstilkendegivelsen angives over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde jf. dagældende VPHL § 38, stk. 2, nr. 1. I Byrettens afgørelse blev det afgørende element i tråd hermed netop hvorvidt interessekonflikten var angivet over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde. Retten nævnte her, at da redaktøren blot havde oplyst neutralt om sin aktiebesiddelse var interessekonflikten over for de potentielle investorer ikke i tilstrækkeligt omfang gjort på en korrekt og effektiv måde. Der henvises her til tiltaltes systematiske handlemønstre med opkøb kort tid forinden, hvortil det blev nævnt, at dette også var sket for lånte midler, sammenholdt med salg umiddelbart efter offentliggørelsen af artikler

og notitser, hvor tiltalte anbefalede opkøb med henblik på en langsigtet investering. Der blev endvidere lagt særlig vægt på størrelsen af de beløb, tiltalte systematisk købte op for, og at der i alle tilfælde i langt overvejende grad var tale om meget kortsigtede investeringer, og at tiltalte således handlede direkte i strid med de anbefalinger, som han gav læserne.

Domsafgørelsen havde som sagt hjemmel i dagældende VPHL § 38, stk. 2, nr. 1 samt § 39. Disse bestemmelser blev indført i forbindelse med gennemførelse af Markedsmisbrugsdirektivet 2003/6/EF og idet markedsmisbrugsforordningen er en videreførelse af disse regler, er disse bestemmelser ligeledes at finde i MAR art. 12, stk. 2, litra d samt MAR art. 15. Forbuddet der fandtes i VPHL § 39 og nu i MAR art. 15 er identiske, men der er dog en forskel i ordlyden af henholdsvis dagældende VPHL § 38, stk. 2, nr. 1 og MAR art. 12, stk. 2, litra d. Forskellen er, at bestemmelsen i MAR angiver, at interessekonflikten skal "*afsløres* over for offentligheden på korrekt og effektiv vis", hvorimod dagældende VPHL § 38, stk. 2, nr. 1 angiver, at interessekonflikten skal "*angives* overfor offentligheden på en korrekt og effektiv måde". Rent sprogligt antager vi som udgangspunkt, at betydningen af ordene "at angive" og "at afsløre" er forskellig. Ordet "at angive" bør tillægges en mere objektiv og faktisk betydning, idet "at angive" alene giver udtryk for, at interessekonflikten skal nævnes eller meddeles i udtalelsen. Ordet "at afsløre" bør antages at være sværere at opfylde end ordet "at angive", da dette ord indebærer, at modtageren burde opdage, at nogen har begået en handling eller har forsøgt at skjule en handling. Bloggere bør derfor være opmærksomme på, at ordændringen bør antages at have betydning for vurderingen af, hvorvidt interessekonflikten er iagttaget korrekt. Ordændringen må derfor antages at have medført en skærpelse, hvorfor bloggere bør være mere påpasselige med blot at skrive en kort notits om, at de har egen interesse. De bør i stedet helt eksplicit skrive, at de har egne aktier og at de derved vil drage fordel af, at aktiekursen stiger.

Endvidere kan det udledes, at såfremt handlingerne bliver karakteriseret som af særlig grov karakter, da vil der ske en skærpelse i forhold til iagttagelsen af interessekonflikten. Iagttagelsen af interessekonflikten skal som sagt opfylde kravet om "korrekt og effektiv måde", hvilket varierer alt efter handlingernes karakter. Dette må i hvert fald formodes efter Byrettens udtalelse. Redaktørdommen bliver vurderet til særlig grov karakter grundet redaktørens systematiske køb, størrelsen af beløbene, kortsigtede investeringer og handlingernes direkte modstrid med anbefalingerne. Bloggere skal derfor være særligt opmærksomme på, at vurderingen af, hvorvidt de

på en korrekt og effektiv måde har afsløret deres interessekonflikt, kan variere alt efter hvorvidt retten mener, at der foreligger en særlig grov karakter. Dette giver umiddelbart logisk set god mening, men hvis man ser på det ud fra det perspektiv, at man ønsker en transparent lovgivning, da kan det være yderst problematisk, at vurderingen tillægges forskellige opfyldelseskriterier. Det kan derfor udledes, at vurderingen af, hvornår en interessekonflikt er afsløret på en korrekt og effektiv måde er usikker, idet det i sidste ende er retten der afgør, om de mener at handlingerne er af særlig grov karakter, og derefter hvorvidt interessekonflikten er iagttaget i tilstrækkelig grad. Konklusionen herpå bliver da, at hvis bloggere vil gardere sig i mod markedsmanipulation, bør de skrive mere end blot en neutral angivelse af, at de ejer aktier. De bør direkte angive, at de ejer aktier i selskabet og denne investeringsanbefaling derfor vil have en direkte positiv effekt på deres beholdning. Eksplicitet må være kerneordet, idet læseren skal blive opmærksom på interessekonflikten.

Ad 4) Særligt for investeringsanbefalinger

Endvidere blev dagældende VPHL § 28 b angående investeringsanbefalinger ligeledes inddraget. Efter bestemmelsen i dagældende VPHL § 28 b skal enhver fysisk eller juridisk person, der som led i udøvelsen af sit erhverv eller som led i sine forretninger til offentligheden eller distributionskanaler udarbejder eller udbreder anbefalinger vedrørende værdipapirer som nævnt i § 27, stk. 1, eller vedrørende en udsteder af sådanne værdipapirer, sikre, at fremlæggelse og udbredelse af anbefalinger sker på en redelig måde, og at der oplyses om eventuelle interesser eller interessekonflikter i forhold til de værdipapirer eller den udsteder, som anbefalingen vedrører.

Bestemmelsen i MAR art. 20, som ligeledes angår investeringsanbefalinger, må dog antages at have et bredere anvendelsesområde, idet bestemmelsen ikke kun angår "enhver fysisk eller juridisk person, der som led i udøvelsen af sit erhverv", idet bestemmelsen angår "personer, der udarbejder eller udbreder investeringsanbefalinger". Bestemmelsen er således ikke direkte knyttet til udøvelsen af sit erhverv.

Forskellen mellem bestemmelsen i dagældende VPHL § 28 b og MAR art. 20 indeholder endvidere en lignende forskel som tidligere nævnt, idet interessekonflikten skal "oplyses" i dagældende VPHL § 28 b, hvorimod interessekonflikten i MAR art. 20 skal "afsløres". Ordet "oplyses" og "angives" må antages at være tættere på hinanden end ordet "afsløres", idet begge ord alene lægger op til en vurdering af, hvordan interessekonflikten er blevet udmeldt, hvorimod ordet "afsløres" samtidig

lægger op til, at en vurdering af modtageren ligeledes kan inddrages. Når man afslører noget, betyder det implicit, at modtageren skal have forståelse af, at noget er blevet holdt skjult, men at dette forhold nu er blevet fremlagt. Det må derfor konkluderes som tidligere, at ordet "afsløre" er en skærpelse i forhold til markedsmisbrugsdirektivets ord "angive" og "oplyse".

Det må derfor udledes, at også i forhold til MAR art. 20 er der sket en skærpelse af iagttagelsen af interessekonflikten (jf. argumentationen fra Ad 3).

Ad 5) Egnethedskriteriet

Byretten nævner ligeledes egnethedskriteriet kort, hvorved det angives, at egnethedskriteriet medfører, at det som udgangspunkt er tilstrækkeligt for, at en adfærd omfattes af bestemmelsen, at adfærden har eller er egnet til at have en bestemt indvirkning på kursen. Det er derfor som udgangspunkt ikke afgørende for, om et forhold falder indenfor den foreslåede definition, at den handlende har opnået en faktisk positiv gevinst.

Det er tidligere i dette kapitel blevet konkluderet, at egnethedskriteriet ligeledes finder anvendelse i forbindelse med Markedsmisbrugsforordningen og derved bestemmelserne om markedsmanipulation, hvorfor bloggere bør være opmærksom på dette krav, når de omtaler værdipapirer. Sammenholdt med Byrettens udtalelser må det stærkt formodes, at lovgiver vil inddrage dette element i de situationer, hvor handlingen ikke har medført en egentlig kursstigning, men adfærden var egnet til at have en påvirkning på kursen, når de øvrige omstændigheder samtidig taler for, at forholdet må karakteriseres som markedsmanipulation.

2.8.1.5 Landsrettens afgørelse

Landsretten foreskrev ligeledes som i Byretten, at det afgørende for vurderingen af, om redaktøren var skyldig i den rejste tiltale var, hvorvidt tiltalte havde opfyldt forpligtelsen til at informere om interessekonflikter efter dagældende Værdipapirhandelslov. Efter Landsrettens udtalelse om angivelsen af en eventuel interessekonflikt blev det nævnt, at Landsretten erkendte, at redaktøren havde angivet sin interessekonflikt, men de mente, at de efter ordlyden samt formålet med bestemmelsen kunne foretage en videregående fortolkning grundet handlingens karakter. De voterende dommere i Landsretten henviste ligeledes til, at tiltalte i den konkrete situation på systematisk måde og i betydeligt omfang foretog aktiesalg og -opkøb i nær sammenhæng med

udgivelsen af sine kurspåvirkende artikler. I artiklerne blev det alene oplyst, at han "ejer aktier" i selskaberne. De fem voterende dommere mente derfor ikke, at tiltalte på korrekt og effektiv måde i artiklerne, herunder notitserne og på hjemmesiden, havde oplyst om sin interessekonflikt, og at tiltalte derfor var skyldig i tiltalen i det omfang, som var anført i Byrettens dom.

Landsretten lagde altså efter bevisførelsen det samme til grund som i Byretten, hvorfor straffen som Byretten også havde anført, blev sat til 4 måneders fængsel samt en konfiskation af opnået udbytte skønnet til 1 mio. kr.

2.8.1.6 Analyse af Landsrettens dom

Landsrettens afgørelse er alene begrundet i de væsentligste elementer, hvorfor nedenstående analyse ligeledes tager udgangspunkt i Landsrettens begrundelser. Analysen inddrager kun de hensyn, som bidrager med noget nyt, hvorfor Landsrettens gengivelser af Byrettens begrundelser ikke er medtaget her.

Heraf kan følgende hensyn i forbindelse med vurderingen af, hvorvidt der er foretaget markedsmanipulation udledes og tilføjes:

- 1) Illikvide aktier**
- 2) Dissens – hvor vidtgående kan oplysningsforpligtelsen fortolkes**

Ad 1) Illikvide aktier

Landsretten tilføjede, at de aktier, som tiltalte anbefalede, var såkaldte illikvide aktier, hvis mindre omsætning gjorde dem modtagelige for påvirkning i højere grad, end tilfældet ville være for likvide aktier fra store selskaber. Det måtte derfor allerede på tidspunktet for tiltaltes opkøb af aktier i selskaberne fremstå overvejende sandsynligt for tiltalte, der både fra sin uddannelse og i sit erhverv besad specialviden om vurderingen af og handelen med aktier, og som fra 2005 havde titel som økonomisk redaktør på magasinet, at hans artikler var egnet til at påvirke aktiekursen opadgående, og at et aktiesalg i tilknytning til udgivelsen af artiklerne derfor ville give ham en kursgevinst. Denne vurdering blev ikke ændret ved, at tiltaltes salg af opkøbte aktier i 3 tilfælde ikke gav fortjeneste i forhold til købskursen.

Landsretten argumenterer sig således frem til en skærpelse af redaktørens viden om, hvorvidt hans handlinger var egnet til at påvirke aktiekursen, hvori de inddrager forholdet angående illikvide aktier kombineret med hans uddannelse samt erhvervs erfaring. De konkluderer, at han derved i overvejende grad burde have været klar over, at hans handlinger kunne påvirke kursen. Det kan heraf udledes, at såfremt bloggere har en relevant baggrund og samtidig foretager investeringsanbefalinger om illikvide aktier, skal de udvise endnu større påpasselighed. Modsætningsvis kan det konkluderes, at såfremt bloggere ikke har den relevante baggrund, da kan handlen med illikvide aktier eventuelt ikke gøre forholdet til en skærpende omstændighed, medmindre deres erhvervs erfaring i særlig grad har påvirkning på dette.

Ad 2) Dissens – hvor vidtgående kan oplysningsforpligtelsen fortolkes

Én voterende dommer bemærkede, at der ikke efter daværende forarbejder eller ordlyden af bestemmelserne kunne udledes et krav om en videregående angivelse af tiltaltes interessekonflikt end angivelsen af at eje aktier. Denne angivelse indebar en oplysning til læserne om, at tiltalte havde en egen økonomisk interesse i aktiernes kursudvikling på såvel kort som lang sigt, og at der ikke under bevisførelsen var fremkommet oplysninger om, at tiltaltes angivelse af interessekonflikten havde afvejet fra det, der var sædvanligt i tilsvarende tidsskriftsartikler.

Heraf kan det udledes, at én voterende netop bemærkede, at det syntes problematisk at foretage en videregående fortolkning, når dette ikke havde hjemmel i lovens forarbejder eller ordlyden af bestemmelserne. Der syntes altså ikke at være den nødvendige sikkerhed til at udlede et krav om en videregående angivelse af redaktørens interessekonflikt end den angivelse af at eje aktier. Dette er lige netop den problematik, som afhandlingen har pointeret tidligere under analysen af Byrettens afgørelse. Gennemskueligheden af bestemmelserne bliver svækket, når retten tillægges en ret til at skærpe interessekonflikten, hvorved bloggere ikke kan vide sig sikre på, hvorvidt deres afsløring af deres interessekonflikt er tilstrækkelig, hvilket har en uønsket effekt, idet dette gør retsgrundlaget for bloggere usikkert.

2.8.1.7 Højesterets afgørelse

Højesteret tiltrådte Landsrettens afgørelse, hvorved tiltaltes handlemåde udgjorde kursmanipulation. Han havde derved overtrådt dagældende VPHL § 39, stk.1 jf. § 38, stk. 1, nr. 1 og stk. 2, nr. 1. Det blev ligeledes bemærket, at oplysningen om, at han ejede aktier i de pågældende selskaber, under de foreliggende omstændigheder ikke var tilstrækkeligt til at oplyse om hans meget betydelige egeninteresse i de anbefalede aktier.

Højesteret fandt endvidere, at straffen for kriminalitet af den beskrevne art og omfang som udgangspunkt bør udmåles til fængsel i 1 år.

I den konkrete sag havde det strafbare forhold dog medført væsentlige personlige konsekvenser for tiltalte, som havde måtte fratræde sin stilling som økonomisk redaktør, hvorfor der efter omstændighederne burde tages hensyn dertil, og straffen blev derfor fastsat til 8 måneder ubetinget.

Højesteret var ligeledes enig i konfiskation på 1 mio. kr.

2.8.1.8 Analyse af Højesterets dom

Højesteret lægger Landsrettens bevisresultat til grund, men tilføjer alligevel flere forhold i forbindelse med deres begrundelse. Disse hensyn vil nedenfor blive inddraget i analysen:

- 1) Ordet "afsløre"**
- 2) Egnedskriteriets virke**
- 3) "Scalping" skal ses i sammenhæng med investeringsanbefalinger**
- 4) Hensynet til pressefrihed**

Ad 1) Afsløre

Højesteret angiver, at de ikke vil tage anklagemyndighedens anmodning om forelæggelse af EU-Domstolen til følge, idet det beror på en konkret vurdering i det enkelte tilfælde, om en interessekonflikt er blevet afsløret over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde. Vurderingen heraf skal altså foretages af de danske domstole.

Det er bemærkningsværdigt, at dagældende lovgivning indeholdt ord som "oplyse" og "angive", hvilket også har været gennemgående for både Byrettens og Landsrettens dom, men Højesteret vælger alligevel ordet "afsløre" i deres skrivelse i forbindelse med "Supplerende sagsfremstilling". Det kan derfor udledes, at ordvalgsændringen fra "oplyse/angive" til "afsløre" eventuelt ikke bør tillægges den største betydning, når det ses fra dansk perspektiv, men Højesteret kommenterer ikke nærmere herpå, hvorfor det heller ikke kan udelukkes at have en betydning ved vurderingen hos Domstolene.

Ad 2) Egnethedskriteriets virke

Højesteret slog fast i deres begrundelse, at selvom egnethedskriteriet ikke stod direkte i lovgivningen, da var det en betingelse som alligevel godt kunne videreføres. Idet Markedsmisbrugsforordningen bygger videre på Markedsmisbrugsdirektivet kan det med henvisning til dommen slås fast, at denne betingelse derfor fortsat kan finde anvendelse i den udstrækning, som egnethedskriteriet hele tiden har haft. Bloggere skal derfor være særlig opmærksomme på, at deres handlinger ikke vil blive anset som uden for reglerne om markedsmanipulation alene på den baggrund, at de ikke har solgt deres aktier eller har opnået en gevinst, da egnethedskriteriet kan bringe forholdet indenfor reglerne.

Ad 3) "Scalping" skal ses i sammenhæng med investeringsanbefalinger

Højesteretsdommen nævner, at scalping skal ses i sammenhæng med dagældende VPHL § 28 b omhandlede investeringsanbefalinger, hvorfor det heraf kan udledes, at samme sammenhæng bør finde anvendelse i dag.

Bloggere, der udbreder investeringsanbefalinger, skal derfor være opmærksomme på, at eksemplet på en markedsmanipulerende adfærd i MAR art. 12, stk. 2, litra d formentlig vil ses i sammenhæng med MAR art. 20. Hermed må det antages, at bloggere skal opfylde begge bestemmelser, hvorefter interessekonflikten både skal afsløres over for offentligheden på en korrekt og effektiv vis samtidig med, at de skal udvise rimelig omhu og fremsætte oplysningerne objektivt. På baggrund af Redaktørdommen bliver oplysningsforpligtelser efter MAR art. 20 således udvidet. Det skal hertil nævnes, at Landsretten angiver, at udtrykket "korrekt og effektiv måde" bliver fortolket konkret ud

fra den særlige omstændighed, hvorved grovere tilfælde vil blive vurderet hårdere, hvilket Højesteret har tiltrådt.

Ad 4) Hensynet til pressefrihed

Højesteretsdommen nævner ligeledes, at der må udvises tilbageholdenhed med anvendelsen af reglerne om markedsmanipulation over for journalister, idet der må foretages en afvejning af hensynet til beskyttelse af journalisters funktion som informationsformidlere over for hensynet til beskyttelse mod, at kapitalmarkedet tilføres ukorrekte informationer.

Hertil nævnes blandet andet, at der ikke i dansk ret findes nogen entydig afgrænsning af begrebet journalister, hvorfor det foreslås at lade særreglen omfatte redaktører og redaktionelle medarbejdere. Dette begreb er nemlig velafgrænset jf. medieansvarsloven og anvendes bl.a. i bestemmelserne om vidnefritagelse i RPL § 172.

Det er med bestemmelsen om pressefrihed sikret, at der ved anvendelsen af reglerne tages hensyn til, at presse- og ytringsfriheden ikke indskrænkes unødigt. Bestemmelsen fører til, at reglen om markedsmanipulation ved udbredelse af vildledende oplysninger alene finder anvendelse i forhold til en redaktør eller redaktionel medarbejder i grovere tilfælde, hvor det står klart, at hensigten med udbredelsen af de vildledende oplysninger var at påvirke kursen i en bestemt retning.

Bestemmelsen medfører, at der ikke skal tages hensyn til redaktører og redaktionelle medarbejders funktion som informationsformidlere, såfremt den ansvarlige person personligt drager fordel eller får udbytte af udbredelsen, f.eks. ved forinden udbredelsen at have investeret i det værdipapir, som er genstand for markedsmanipulation. Det forudsættes dog, at fordelene er knyttet til investeringen i værdipapiret. Derimod vil en eventuel faglig eller prestigemæssig fordel, som den ansvarlige person måtte opnå som følge af udbredelsen af de manipulerende oplysninger, ikke være omfattet af bestemmelsen.

Hensynet til presse- og ytringsfrihed er videreført i MAR art. 21 som tidligere gennemgået. Herefter skal der tages hensyn til pressefrihed og ytringsfrihed, såfremt oplysningerne offentliggøres eller udbredes med henblik på journalistik eller andre ytringsformer i medierne, medmindre: 1) 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 2) offentliggørelsen eller udbredelsen sker med det formål at vildlede markedet

eller udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter. Bestemmelsen er således i overensstemmelse med det som Højesteret nævnte i Redaktørdommen, hvorfor Højesterets tilføjelse af, at en eventuel faglig eller prestigemæssig fordel er uden for anvendelsesområdet for reglerne om markedsmanipulation fortsat må anses som værende gældende.

Bloggere er således som udgangspunktet beskyttet af MAR art. 21, idet de karakteriseres som værende indenfor det journalistiske erhverv. Såfremt de drager fordel af kursændringer som sker på baggrund af deres udbredelse af informationer, da vil forholdet falde uden for beskyttelsesområdet af MAR art. 21. Bloggere kan således ikke påberåbe sig presse- samt ytringsfriheden alene på baggrund af deres virke indenfor journalistikerhvervet.

2.8.2 Sammenfattende konklusion på domsanalysen

På baggrund af ovenstående domsanalyse vil vi opsummere, hvilke forhold bloggere i hvert fald skal være opmærksomme på. Det skal dog nævnes, at i sidste ende er det Domstolene, der skal afgøre forholdet, hvorfor dette ikke skal læses som en facitliste.

Opsummering:

- 1) Uddannelse og/eller erhvervserfaring
- 2) Likvide vs. illikvide aktier
- 3) Anvendt metode ("Pump and dump" og/eller "Scalping")
- 4) Adfærdens egnethed til at påvirke kursen
- 5) Fortolkning af "tilstrækkelig afsløring af interessekonflikt"
- 6) Sammenhængen mellem MAR art. 12, stk. 2, litra d og MAR art. 20.
- 7) Manglende anvendelse af MAR art. 21 og dermed manglende beskyttelse af pressefrihed og ytringsfrihed

Helt overordnet må det konkluderes, at det afgørende element i vurderingen af, hvorvidt bloggere udøver markedsmanipulation ved investeringsanbefalinger er, hvorvidt de iagttager interessekonflikten tilstrækkeligt. I forlængelse heraf er det særlig relevant for bloggere at notere sig, at MAR art. 20 skal ses i sammenhæng med MAR art. 12, stk. 2, litra d, hvorefter

interessekonflikten ikke alene skal afsløres, men samtidig afsløres over for offentligheden på korrekt og effektiv vis. Med hjemmel i Redaktørdommen U.2013.196H må det formodes, at denne sammenhæng ligeledes fremadrettet vil blive opretholdt, idet Markedsmisbrugsforordningen bygger videre på Markedsmisbrugsdirektivet. I forhold til denne vurdering har den konkrete situation særlig stor betydning, idet der sker en skærpelse af interessekonflikten, såfremt handlingen anses som særlig grov. I vurderingen heraf kan retten inddrage flere forskellige forhold, hvorfor der opstår en vis usikkerhed om, hvorvidt forholdet kan holdes uden for markedsmanipulation, selvom bestemmelsen "egentlig" er opfyldt, idet interessekonflikten er afsløret.

På baggrund af dommen skal "afsløring" egentlig beskrives ved "tilstrækkelig afsløring", hvorved usikkerheden opstår. Det må samtidig på baggrund af ovenstående analyse konkluderes, at ordændringen fra "angive/oplyse" til "afsløre" ikke må formodes at være et afgørende element, da Højesteret anvender ordet "afsløre" i forbindelse med deres afgørelse.

I vurderingen af, hvorvidt interessekonflikten er tilstrækkelig oplyst, kan bloggeres uddannelse og/eller erhvervserfaring inddrages, idet disse elementer har betydning for, hvorvidt bloggeren burde være klar over, at pågældende med sin handling ville påvirke aktiekursen, og dermed bliver graden af afsløring skærpet. I tilknytning hertil vil likviditeten af aktierne ligeledes inddrages, idet en kombination af relevant uddannelse, erhvervserfaring og illikvide aktier vil give en stærk formodning om, at bloggere har været bevidste om handlingernes påvirkningskraft, hvilket vil dreje forholdet kraftigt i retningen af markedsmanipulation.

Såfremt den nævnte metode "scalping" er blevet benyttet, vil det give en stærk formodning om markedsmanipulation. Men ikke alene metoden har relevans, da Højesteret i Redaktørdommen fastslog, at egnethedskriteriet ligeledes kan inddrages, selvom denne betingelse ikke findes direkte i lovgivningen. I forlængelse heraf kan selve indholdet af investeringsanbefalingerne også få betydning, såfremt bloggeren direkte modstrider sine egne anbefalinger.

Til sidst skal det nævnes, at Højesterets dom fastlægger, at der må udvises tilbageholdenhed med anvendelsen af reglerne om markedsmanipulation over for journalister, idet der må foretages en

afvejning af hensynet til beskyttelse af journalisters funktion som informationsformidlere over for hensynet til beskyttelse mod, at kapitalmarkedet tilføres ukorrekte informationer. Det må derfor konkluderes, at i forbindelse med anvendelsen af MAR art. 21 over for bloggere skal der udvises en tilbageholdenhed jf. Højesterets bemærkninger, medmindre forholdet falder inden for undtagelserne nævnt i MAR art. 21, litra og b.

2.9 Juridisk delkonklusion

Det må på baggrund af ovenstående konkluderes, at når bloggere spreder information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet, så opererer de inden for et lovområde, der er meget komplekst. De skal både overholde bestemmelserne MAR art. 12, stk. 1, litra b og c, samt MAR art. 12, stk. 2, litra d samt MAR art. 20. Alle disse bestemmelser er overlappende, og de kan derfor finde anvendelse samtidigt. I forhold til selve vurderingen af, hvorvidt en investeringsanbefaling anses for omfattet af forbuddet mod markedsmanipulation i MAR art. 15 står det klart efter ovenstående analyse, at det helt centrale element er, hvorvidt interesser og interessekonflikterne er blevet tilstrækkeligt afsløret. Ordet "tilstrækkeligt" er vores tilføjelse på baggrund af domsanalysen af U.2013.196H. Heri argumenterede Byretten for, at interessekonflikten skal vurderes skærpende grundet den konkrete situation, hvilket Højesteret tiltrådte.

I forlængelse heraf må det nævnes, at Højesteret statuerede, at MAR art. 12, stk. 2, litra d vedrørende meningstilkendegivelser skal ses i sammenhæng med MAR art. 20, hvilket har den konsekvens, at bloggere skal opfylde begge bestemmelser. Interessekonflikten skal både afsløres over for offentligheden på en korrekt og effektiv vis, samtidig med, at de skal udvise rimelig omhu og fremsætte oplysningerne objektivt. Oplysningsforpligtelserne i MAR art. 20 er således blevet udvidet baseret på Redaktørdommen. Indholdet af MAR art. 20 er endvidere suppleret af den delegerede forordning 2016/958, hvor begrebet "eksperter" bliver introduceret, hvilket er helt særligt for MAR art. 20. Begrebet bliver defineret i forordningens art. 1, litra a samt i præamblerne, hvorefter det ikke kan udelukkes, at bloggere vil blive omfattet, og da retspraksis endnu ikke bidrager til fortolkning heraf, må det antages, at bloggere med stor sandsynlighed vil være omfattet, og at de derfor skal være særligt opmærksomme på de skærpede oplysningsforpligtelser. Der hersker således en vis usikkerhed angående bloggers retsstilling, da det i sidste ende er

Domstolene, der foretager vurderingen af, hvorvidt reglerne finder anvendelse eller ej på den konkrete situation. Det må derfor konkluderes, at omfanget af deres muligheder for at sprede investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet er yderst begrænset.

Vi konkluderer i forlængelse heraf, at bloggere skal udvise særlig stor tilbageholdenhed ved at udbrede informationer og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet, såfremt de forinden har købt aktier i selv samme selskab. Dette er særligt problematisk, da bloggere ofte har aktier i de selskaber, som de samtidig også udsender information og/eller investeringsanbefalinger om, hvorfor situationen kan omfattes af forbuddet mod markedsmanipulation i MAR art. 15. Denne situation bliver i forbindelse med Markedsmisbrugsforordningen beskrevet ved begrebet "pump and dump" og har hjemmel i den delegerede forordning 2016/522. Denne forordning er udstedt for at supplere MAR art. 12, stk. 1, litra b vedrørende fingererede planer, hvorfor forordningen sammenkobler fingererede planer med henholdsvis investeringsanbefalinger og vildledende oplysninger, og derfor må metoden "pump and dump" ligeledes ses i sammenhæng med MAR art. 20 samt MAR art. 12, stk. 1, litra c.

Den juridiske analyse behandlede ligeledes egnedetskriteriet, som kan spille en væsentlig rolle, idet kriteriet gør, at enhver udbredelse der på objektiv basis er egnet til at påvirke kursen i teorien kunne anses som værende forbudt grundet bestemmelserne om markedsmanipulation. Kombineret med, at flere bestemmelser kan bringes i spil overfor den samme situation, bliver retsstillingen for bloggere yderst kompleks, og omfanget af deres muligheder for at sprede information og/eller investeringsanbefalinger er snæver, da lovgivningen forekommer elastisk.

På baggrund af ovenstående synes en diskussion af, hvorvidt lovgivningen er for kompleks og restriktiv uundgåelig. Set fra bloggeres synsvinkel har denne lovgivning en negativ påvirkning på deres retsstilling. Det bliver således svært for dem at navigere og holde sig udenfor forbuddet, når lovgivningen ikke giver dem klar besked om, hvornår et forhold er indenfor eller udenfor forbuddet mod markedsmanipulation. Lovgivningen kan derfor ikke anses for transparent, og det bliver således problematisk at redegøre for, i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information på kapitalmarkedet.

Kapitel 3 – Økonomisk analyse

Det juridiske afsnit har tydeliggjort retsstillingen for bloggere der agerer i privatsfæren. Det er dernæst relevant at skabe et overblik over samspillet mellem reguleringen og kapitalmarkederne, med særlig fokus på information og efficiens. Med afsæt i problemformuleringen finder vi det naturligt at stille os selv nogle økonomiske underspørgsmål. Vi ønsker indledningsvist at redegøre for investorers ageren på kapitalmarkedet, samt deres behov for information og likviditet ved investeringsbeslutninger. Dernæst synes det relevant at undersøge og analysere informationsbehov på markedet i forbindelse med de juridiske begrænsninger, der er sat på bloggeres informationsspredning. I økonomien differentierer vi ikke mellem udtrykket information og udtrykket investeringsanbefaling, hvorfor disse benyttes synonymt, og i det følgende indbefatter ordet "informationsspredning" begge disse udtryk. I afhandlingen er det særdeles interessant og aktuelt, at kunne klargøre, hvorvidt begrænsningen på disse private bloggeres fri meningsudveksling og informationsspredning egentlig har en negativ effekt på likviditeten på kapitalmarkedet. Vi afklarer i forlængelse af dette hvordan information hænger sammen med den efficiente kapitalmarkedsteori. Afslutningsvis laver vi en spilteoretisk analyse, der søger at afklare, hvorvidt lovgiver bør korrigere lovgivningen til at være mere transparent.

I dette afsnit vil vi indlede med at redegøre for kapitalmarkedet, med fokus på hvorfor investorer vælger at investere i aktier. Dernæst følger en analyse af kapitalmarkederne i forhold til informationsbehov og markedstillid, sat i forhold til bloggere, der spreder information. Denne analyse vil tage udgangspunkt i en situation, hvor vi analyserer to fiktive virksomheder, der er identiske, men med vidt forskellige aktieomsætningsniveauer. Investorers informationsbehov sættes over for likviditet på aktiemarkedet, og der vil efterfølgende tages udgangspunkt i virksomhedernes Security Market Line⁶⁵. Hypotesen om det efficiente kapitalmarked vil blive gennemgået, og efterfølgende synes det relevant at inddrage markedsfejl og betydningen af disse i forhold til markedets efficiensniveau. Afslutningsvis opstilles den spilteoretiske analyse i form af et spil, der udleder Nash-ligevægten på baggrund af de opstillede forudsætninger og antagelser. Afsnittet afsluttes med en delkonklusion, der besvarer den økonomiske problemstilling.

⁶⁵ SML – et velkendt økonomisk redskab, der forklarer sammenhængen mellem risiko og afkast i porteføljeteorien

3.1 Kapitalmarkedet

Konceptet bag aktiemarkedet er forholdsvis simpelt. Når der handles med aktier foregår det typisk gennem en børs, der gør det muligt for købere og sælgere at forhandle priser og foretage transaktioner. Virksomheder kan gennem børser – som eksempelvis Københavns Fondsbørs – udbyde deres aktier til offentligheden. Virksomheder vælger typisk at oplyste deres aktie på en børs for at rejse kapital til at kunne foretage investeringer og samtidig skabe vækst i deres forretning – det primære marked. Investorer køber og sælger disse aktier imellem hinanden på det sekundære marked, ofte i jagten på et afkast, der som minimum svarer til det gennemsnitlige afkast. Børsen faciliterer dernæst handlen med værdipapirer i markedet, og investorerne kan danne et bedre overblik over udbuddet og efterspørgslen på værdipapirerne. Udbud og efterspørgsel, sammen med en masse andre faktorer, hjælper til at prifsætte aktierne i markedet. Det følger naturligt, at jo mere investorerne handler med et værdipapir, des bedre skabes et mere nøjagtigt nutidsbillede af prisen.

På kapitalmarkedet er værdipapirhandleren mellemedet mellem køber og sælger. Gennemsigtighed og troværdighed er øverst på listen over grunde til at handle aktier igennem en værdipapirhandler. Denne værdipapirhandler står klar til henholdsvis at købe værdipapirer fra investorer der ønsker at sælge, og at sælge værdipapirer til investorer der ønsker at købe. Prisen værdipapirhandleren er villig til at betale, kaldes *bid price*⁶⁶, - og prisen til hvilken værdipapirhandleren er villig til at sælge kaldes *ask price*. Forskellen mellem disse priser kaldes et *bid-ask-spread*⁶⁷ og er grundlæggende en af de måder, værdipapirhandleren kan skabe en profit. Den stigende konkurrence bevirker dog, at der ikke er meget forskel på disse priser, og derfor består værdipapirhandleres indtægter hovedsageligt af kurtage og gebyrer.

3.2 Investorers informationsbehov på kapitalmarkedet

Når investorer handler med værdipapirer på kapitalmarkederne sker det oftest baseret på et informationsgrundlag. Kursen på et værdipapir afspejler al den væsentlige information, der er tilgængelig på markedet. Denne information kan være specifik information om det udstedende selskab, information om branchen, markedet, samfundet eller økonomien i det hele taget. På

⁶⁶ Hillier, David, et. Al – Fundamentals of Corporate Finance (2014) – 2nd European Edition – side 181

⁶⁷ Ibid. side 182

kapitalmarkedet vil al denne tilgængelige og væsentlige information blive analyseret og inkorporeret i kursen på værdipapiret, således at investorer kan træffe velbegrandede og rationelle investeringsbeslutninger. Investorers mulighed for profit afhænger derfor i en vis grad af, hvor hurtigt den pågældende information analyseres, og hvor hurtigt investoren kan omsætte og konkretisere informationen til en viden, der påvirker kursen den ene eller den anden vej. Investorer kan ligeledes vælge at investere i både likvide og illikvide aktier, alt afhængig af risikoprofil, hvilket vil blive diskuteret senere. Nedenfor vil forskellen mellem likvide og illikvide værdipapirer blive ridset op, da bloggeres informationsspredning påvirker disse forskelligt.

3.2.1 Likviditet

Som nævnt tidligere fungerer denne informationsudveksling og -analyse nærmest øjeblikkeligt på kapitalmarkedet. Denne lynhurtige informationsomsætning bevirker, at investorer i bund og grund er enige om kursen på et likvidt værdipapir. Effektiviteten bag informationsomsætningen afhænger i særlig høj grad af likviditeten i værdipapiret. Der skelnes mellem likvide og illikvide aktier. At en aktie er likvid betyder i bund og grund, at der foretages mangler handler med den pågældende aktie. Dette betyder, at der er stor omsætning i aktien, og investorer vil hele tiden kende værdien, idet værdipapirerne i denne afhandling afgrænses til udelukkende at være børsnoterede værdipapirer. For investorerne er det særdeles vigtigt, at værdipapirerne er likvide, idet de både kender den nominelle værdi, og at investorerne hver dag kan omsætte værdipapirerne i markedet uanset beløbsstørrelse. Nedenfor analyseres forskellen mellem de likvide og de illikvide værdipapirer for videre at kunne konkludere på sammenhængen mellem bloggeres informationsomsætning og kapitalmarkedets likviditet.

Et illikvidt værdipapir er eksempelvis en aktie, der kun lidt bliver handlet med - eller slet ikke. Der er meget lav omsætning i aktien, og den kan være vanskelig at både købe og/eller sælge, da der ikke er mange der handler med aktien. Dette fører til en større forskel mellem sælger og købers værdiansættelse og pris af aktien, og derved et større *bid-ask-spread*. Det er ikke kun afnoterede aktier, der kan være illikvide, men der er også eksempler på danske illikvide aktier noteret på Københavns Fondsbørs⁶⁸. Der kan være flere årsager til, at en aktie er illikvid, og en biotek-aktie er

⁶⁸ Det ses på listen over danske noterede aktier på børsen.dk, at eksempelvis "Lån og Spar Bank"-aktien har en omsætning på under kr. 1000, og med en kurs på kr. 460 tyder det på en meget illikvid status.

et godt eksempel herpå. Biotek-aktier er præget af en branche, hvor produktudvikling som eksempelvis et nyt medicinalprodukt foregår over mange år, og skal igennem mange testfaser før det kan blive sat på markedet. En børsnoteret virksomhed med en række produkter i udvikling kan ikke vide sig sikker på et eventuelt afkast af deres produktinvestering, og investering i disse virksomheder er forbundet med betydelig risiko. Omvendt har investering i disse illikvide aktier en kæmpe betydning for effektiv vækst. Da illikvide aktier ofte er aktier i vækstvirksomheder, vil en forøget handel med disse kunne sikre større risikovillig kapital til vækstvirksomhederne. Det er derfor vigtigt, at der bliver spredt information om disse vækstvirksomheder, fordi det vil skabe vækst i landet, samt flere arbejdsmuligheder og teknologiudvikling. Som nævnt er det dog ikke en risikofri investering at handle med disse vækstaktier, hvorfor det blot er endnu vigtigere, at der bliver spredt information på kapitalmarkedet, således at investorer kan danne et bedre beslutningsgrundlag for handel med disse. For at kunne forstå hvordan bloggeres informationsspredning kan påvirke markedet for illikvide aktier, synes det først og fremmest relevant at betragte forholdet mellem risiko og afkast på illikvide værdipapirer.

3.2.2 Security Market Line

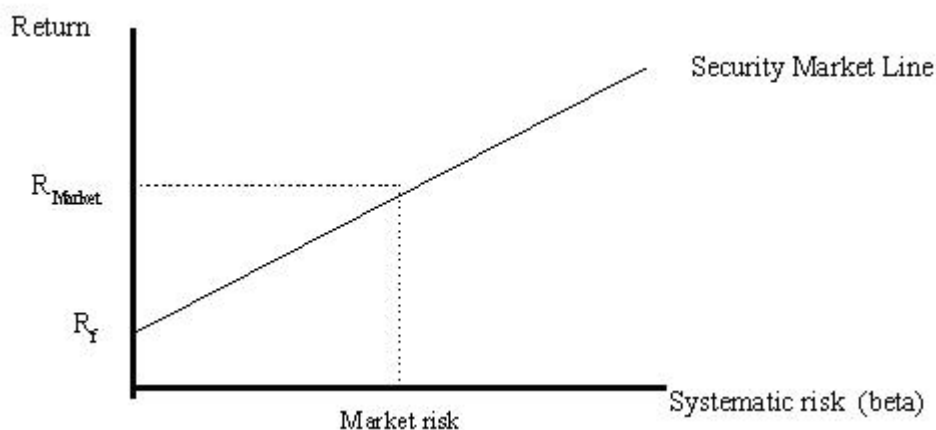
På værdipapirmarkedet er det essentielt at forstå sammenhængen mellem risiko og afkast. Når investorer vælger at investere i værdipapirer, gøres det med en forventning om et afkast. Helt grundlæggende kan investor vælge at investere risikofrit i en 10-årig statsobligation. Den risikofri rente fastsættes som afkastet på denne risikofri investering. Da den risikofri rente i Danmark i dag er ganske lav, finder investorer det naturligt at investere i værdipapirer med et højere afkast. Investering i mere risikofyldte værdipapirer end statsobligationer, såsom børsnoterede aktier, vil give investoren en forventning om et højere afkast. Dette ekstra afkast der forventes ved at rykke fra risikofri investering til mere risikofyldt investering kaldes risikopræmien – præmien ved at bære en højere risiko⁶⁹. Risikopræmien er derfor større ved mere risikofyldte investeringer.

Risiko opdeles i porteføljeteorien i systematisk og usystematisk risiko. Den usystematiske risiko er den risiko, en specifik aktie har, som ikke er relateret til markedet. Denne risiko kaldes også for specifik risiko, og da den relaterer sig til et enkelt værdipapir, kan investorer ved at sprede sine

⁶⁹ Hillier, David, et. Al – Fundamentals of Corporate Finance (2014) – 2nd European Edition – side 305

investeringer bortdiversificere den usystematiske risiko i sin portefølje. Den systematiske risiko relaterer sig i højere grad til markedet som helhed, og den forklarer hvor følsom en aktie er i forhold til det totale marked. Denne risiko kan ikke bortdiversificeres, og den noteres som beta-værdien for en aktie eller en portefølje. For at sætte det i forhold til biotek-aktien, så vil eksempelvis en strejke, der relaterer sig til virksomheden udgøre en usystematisk begivenhed, og indgår derfor i aktiens usystematiske risiko. Efter princippet om systematisk risiko følger, at markedet ikke belønner unødvendig risiko. Den usystematiske risiko kan som udgangspunkt uden omkostninger bortdiversificeres, hvorfor det forventede afkast på en aktie efter princippet om systematisk risiko udelukkende afhænger af aktiens systematiske risiko⁷⁰. Beta-værdien er et udtryk for den måde, den systematiske risiko måles. Beta-koefficienten fortæller, hvor meget systematisk risiko et bestemt værdipapir har i forhold til et gennemsnitligt værdipapir. Et værdipapir har i forhold til sig selv en beta-værdi på 1. Et værdipapir med en beta-værdi på 2 har altså dobbelt så høj systematisk risiko som et gennemsnitligt værdipapir.

Vi kan nu opstille den såkaldte Security Market Line (SML), der ser på en enkelt aktie og dens forventede afkast og risiko. Modellen nedenfor viser det forventede afkast på Y-aksen og beta-værdien på X-aksen.



Figur 1: SML – egen tilvirkning

SML viser os forholdet mellem et værdipapirs systematiske risiko udtrykt ved beta, og det forventede afkast. Det er tydeligt illustreret, at jo højere beta-værdi, des større forventet afkast har investoren til værdipapiret. Illikvide aktier må betragtes som værdipapirer med en højere beta-

⁷⁰ Hillier, David, et. Al – Fundamentals of Corporate Finance (2014) – 2nd European Edition – side 341

værdi, som investorer indregner i deres risikopræmie ved handel med disse. Vi konkluderer også, at hvis et værdipapir har dobbelt så meget systematisk risiko som et andet værdipapir, da vil dens risikopræmie være dobbelt så høj. Det kan ligeledes afledes, at information om selve virksomheden ikke vil påvirke beta-værdien, da denne type information kun påvirker den usystematiske risiko, der ifølge teorien bortdiversificeres fuldkomment. Det er derfor kun information der fortæller om større markedstendenser som eksempelvis ændring i inflations- eller renteniveauet, der påvirker den systematiske risiko, da alle virksomheder som udgangspunkt påvirkes på lige vis. Det kan endvidere konkluderes, at bloggere kan påvirke den usystematiske risiko, men ikke den systematiske risiko. Teorien antager, at investorer er 100% diversificerede i deres porteføljer, men denne antagelse stemmer ikke nødvendigvis overens med den virkelighed, bloggeres læsere befinder sig i.

3.3 Information, likviditet og aktiekurs

Vi vil i det følgende besvare spørgsmålet om, hvorvidt bloggeres informationsspredning er egnet til at påvirke aktiekursen. Vi opstiller et scenarie med to forskellige virksomheder til at besvare dette. Idéen er at finde ud af, hvilken virksomhed der bliver påvirket mest.

3.3.1 Scenarie – 2 forskellige virksomheder

Vi opstiller her en meget forsimplet beskrivelse af to virksomheder, der er identiske på alle parametre undtagen likviditet.

	Virksomhed A	Virksomhed B
Aktieomsætning (kr.)	400.000.000	400.000
Aktiekurs (kr.)	400	400

Tabel 1: Egen tilvirkning

Virksomhed A har en omsætning af aktier på 400 millioner kr., og virksomhed B har en omsætning af aktier på 400.000 kr. Aktiekursen på de to virksomheder er den samme – 400 kr. Vi har altså at gøre med to næsten identiske selskaber, der har en vidt forskellig omsætning, og derfor antages det, at der er stor forskel i likviditeten på de to virksomheders aktier. Som investor er likviditeten i aktien som nævnt ovenfor ganske vigtig. Det er afgørende for handlen med aktier, at der

regelmæssigt findes tilgængelige købere og sælgere, der er villige til at handle med aktien. I virksomhed B betyder den lave likviditet i forhold til kursen, at investorerne tillægger betydelig risiko til handel med denne aktie på grund af dens illikvide status. Investorerne indlægger derfor en høj risikopræmie ved handel med virksomhed B, der af denne årsag ligger langt oppe til højre på SML-kurven. Omvendt har virksomhed A en høj likviditet i forhold til kursen, og det er langt mere betryggende for investorer at handle med aktien på denne. Investorerne indlægger derfor en lav risikopræmie ved handel med virksomhed A, der af denne årsag ligger tilpas i midten på SML-kurven.



Figur 2: SML – egen tilvirkning

3.3.2 Scenarie – betydningen af information for likviditet

Vi har ovenfor konkluderet, at aktieomsætningen relativt til aktiekursen i en virksomhed har en stor betydning for likviditeten i aktien. Hvis en blogger laver et blogopslag, der drejer sig om noget aktieteknisk vedrørende aktien i virksomhed A, vil det antagelig ikke have nogen større effekt på aktiekursen. Aktiekursen på en stor virksomhed med høj likviditet er sværere at påvirke, fordi der netop er langt flere der handler med aktien, og sandsynligheden for at denne blogger – som jo netop ikke beskæftiger sig med intern viden – er "første mand på scenen" med noget ny information er lav. Eftersom der er mange, der handler med aktien i virksomhed A, må det antages, at enhver information om virksomheden vil række ud til flere interesserede parter, der analyserer og reagerer på informationen. Informationen nedbrydes og aktiekursen vil forholdsvis hurtigt reflektere effekten af informationen.

Blogopslag, der vedrører virksomhed B vil omvendt have en større påvirkning på aktiekursen. Der er meget få aktier i virksomhed B, og derfor kan kursen lettere påvirkes. Som nævnt tidligere findes der eksempler fra Københavns Fondsbørs på aktier, der har en meget lav handelsvolumen. Hvis en investor sætter en stor købsordre ind på aktien i virksomhed B, vil dette have en stor betydning på aktiekursen. Virksomhed B's manglende handelsvolumen kan der være flere årsager til, først og fremmest manglende information. Hvis virksomheden er et lille biotek-selskab, der har et enkelt produkt i udviklingsfase, da kan der gå mange måneder mellem nyheder, og interessen i virksomheden vil være meget lav i disse måneder. En anden årsag til illikviditet kan være, at visse industrier oplever stagnation grundet den teknologiske udvikling. Pointen er, at når en blogger laver et blogopslag om en illikvid aktie, kan dette opslag meget vel være den første information om aktien i længere tid – og derfor bliver information om virksomheden langt mere interessant. Denne information kan for investorer potentielt skabe større interesse omkring aktien. Handel med aktien i virksomhed B på baggrund af blogopslag kan forårsage store kursudsving i aktien, og potentielt skabe mulighed for at manipulere kapitalmarkedet, som vi også har nævnt tidligere i Redaktørdommen. Information om og handel med aktien i virksomhed B vil forøge handelsvolumen, og samtidig skabe rammen for større gennemsigtighed i kursdannelsen.

3.3.3 Sammenfatning

Vi har i det foregående afsnit undersøgt, hvordan investorers informationsbehov kommer til udtryk på kapitalmarkedet. Når investorer handler med værdipapirer baserer de investeringsbeslutningen på et informationsgrundlag, der afspejler den viden de har om markedet. Investorer vælger i langt de fleste tilfælde at investere i likvide aktier frem for illikvide aktier, da en høj aktieomsætning er vigtig for investorerne i forhold til at kunne købe og sælge aktier forholdsvis øjeblikkeligt.

Vi har undersøgt forholdet mellem bloggeres informationsspredning og virksomheders aktielikviditet. Vi har konkluderet, at virksomheder med en høj aktieomsætning bliver af investorer handlet med en risikopræmie, der svarer til markedsrisikoen, og vi har endvidere konkluderet, at blogopslag fra bloggere vedrørende virksomheder med høj likviditet ikke synderligt påvirker aktiekursen.

Vi konkluderer endvidere, at virksomheder med en lav likviditet og aktiebeholdning ofte er illikvide og risikofyldte, hvorfor de befinder sig længere oppe ad SML-kurven, og investorer kræver en højere

risikopræmie ved handel med disse. Afslutningsvis konkluderer vi, at blogopslag fra bloggere vedrørende virksomheder med høj illikviditet i stor grad kan påvirke aktiekursen. Jo mere information der er om et selskab, jo mere drives handlen med aktier. For disse illikvide selskaber, er analyser og information fra bloggere med til at stimulere handlen med aktier.

3.4 Kapitalmarkeders efficiens

Vi har ovenfor argumenteret for, at information fra bloggere er med til at stimulere handlen med aktier, og vi bider mærke i, at denne information samtidig kan danne rammerne for udøvelse af markedsmanipulation. I præamblerne til Markedsmisbrugsforordningen nævnes det i formålsbeskrivelsen, at reglerne i forordningen skal hjælpe til at sikre et efficient kapitalmarked. I dette afsnit vil teorien om kapitalmarkeders efficiens blive undersøgt og analyseret med henblik på nærmere at kunne besvare vores problemstilling.

3.4.1 The Efficient Capital Market Hypothesis

Kapitalmarkedets vigtigste funktion er generelt at fordre en effektiv allokering af samfundets kapitalressourcer. Når der tales om kapitalmarkedets efficiens, henvises der først og fremmest til Eugene Fama's hypotese fra 1970⁷¹, der siger, at kapitalmarkedet er efficient, når aktiepriserne fuldt ud reflekterer al tilgængelig information. Et kapitalmarked er efter denne hypotese efficient, når markedet reagerer øjeblikkeligt på ny information. Det, der gør kapitalmarkedet efficient, er konkurrencen blandt investorer⁷². Jo mere konkurrence blandt aktieanalytikere og andre informationssøgende investorer, jo færre aktier på markedet vil være prisfastsat forkert. Der vil være nogle investorer der kan skabe profit ved at være de bedste til at identificere kursudsving på baggrund af ny information, men for langt de fleste investorer vil informationsindsamling og analyse ikke kunne betale sig⁷³. Der ligger en række forudsætninger bag hypotesen om det efficiente kapitalmarked. Først og fremmest er agenterne nyttemaksimerende. Agenterne er rationelle, hvilket vil sige, at deres forventninger i gennemsnit er korrekte, og når der dukker ny information

⁷¹ Fama, Eugene F, "Efficient Capital Markets – A review of theory and empirical work" Journal of finance vol. 25 issue 2, 1970 p. 388

⁷² Hillier, David, et. Al – Fundamentals of Corporate Finance (2014) – 2nd European Edition – side 317

⁷³ Ibid. side 317

op, så justerer alle agenter deres forventninger. Endvidere er der ingen transaktionsomkostninger forbundet med handlen, og alle informationer er omkostningsfrit tilgængelige for alle. Ydermere bliver hypotesen om det efficiente kapitalmarked også forbundet til begrebet "random walk"⁷⁴. Random Walk er en teori, der bruges til at karakterisere den situation, at alle fremtidige prisændringer udvikler sig uafhængigt af de historiske prisændringer – altså tilfældigt. Logikken bag denne teori er, at hvis information hurtigt og effektivt inkorporeres i aktiekursen, så vil prisen kun reagere på nyheder.

På baggrund af disse antagelser opstillede Fama tre niveauer af markedsefficiens for at kunne teste hypotesen om det efficiente kapitalmarked. Der skelnes mellem følgende:

1. Stærk form
2. Semi-stærk form
3. Svag form

3.4.1.1 Efficiens i stærk form

Hvis markedet er efficient i stærk form, så vil priserne reflektere al tænkelig information. På dette marked er der ikke noget der hedder intern viden, da al viden er øjeblikkeligt tilgængelig og inkluderet i enhver aktiekurs. Ved denne efficiensform er det end ikke muligt for personer der handler med intern viden at tjene en overnormal profit.

3.4.1.2 Efficiens i semi-stærk form

Hvis markedet er efficient i semi-stærk form betyder det, at aktiekurserne på markedet altid afspejler al tilgængelig offentlig information. Ved offentlig information forstås, at al historisk data om virksomheder, samt information der udledes af årsregnskaber, budgetter og pressemeddelelser m.m. øjeblikkeligt er inkluderet i aktiekursen. Hvis markedet var efficient på semi-stærk form ville det betyde, at analytikere, der forsøger at finde aktier der er prisfastsat forkert, spilder deres tid, idet al den information der analyseres allerede er afspejlet i aktiekursen.

⁷⁴ Malkiel, Burton G. (1973). A Random Walk Down Wall Street (6th ed.). W.W. Norton & Company, Inc

3.4.1.3 Efficiens i svag form

Den tredje form for efficiens indikerer, at nuværende aktiekurs som minimum korrekt afspejler aktiens historiske pris. Hvis markedet er efficient i denne form betyder det, at indsamling og fortolkning af historiske informationer omkring prisudviklingen på et givet værdipapir er nytteløst i forhold til at forudsige den fremtidige prisudvikling. I denne tilstand kan fremtidens priser altså ikke forudsiges ved at analysere historiske priser. Priserne følger en random walk.

3.4.2 Diskussion af hypotesen om efficiente kapitalmarkeder

I henhold til hypotesen om det efficiente kapitalmarked må det antages, at mere information altid er bedre end mindre information. På baggrund af ovenstående er det gjort klart, at der findes tre forskellige former for efficiens på kapitalmarkedet. Det kan være vanskeligt at placere det danske kapitalmarked på en af disse tre former. Det kan som udgangspunkt dog antages, at hypotesen ikke kan opretholdes i sin stærkeste form, da al viden ikke er offentligt tilgængelig. Det danske kapitalmarked må da antages at være enten efficient i svag eller semi-stærk form. Der er i dag mange finansielle institutioner, der udarbejder tekniske analyser, hvilket kan tyde på, at markedet ikke er efficient i semi-stærk form. Hvis det med sikkerhed var muligt at forudsige aktiekursen baseret på offentligt tilgængelig information, ville tekniske analyser formentlig blive udarbejdet af langt flere mennesker. Det vil endvidere alt andet lige være muligt for en investor at realisere et højere risikojusteret afkast i en periode. Hvis markedsefficiensen er i semi-stærk form, ville det ikke være muligt systematisk at kunne realisere dette afkast ved at følge en handelsstrategi, der baserer sig på offentligt tilgængelig information. Det er selvfølgelig klart, at visse investorer kan slå det gennemsnitlige markedsafkast flere år i træk, men dette betyder ikke nødvendigvis at investoren fortsat vil slå markedet – det kunne tilnærmelsesvis være en tilfældighed. Det danske kapitalmarked reagerer dog på information relativt hurtigt, hvorfor det må konkluderes, at det danske kapitalmarked befinder sig på et stadie mellem svag og semi-stærk efficiens.

Antagelserne bag hypotesen om det efficiente marked bør diskuteres. Antagelserne bygger på forudsætningen om, at alle, der handler på markedet, har gratis adgang til al information, og at de ved alt samtidig med, at de ved, at alle andre ved alt. De reagerer rationelt og korrekt på al information, og dette reflekteres øjeblikkeligt i aktiekursen. Disse antagelser er umulige i praksis, da

information ikke er gratis, og ingen kan vide alt. Informationssøgning kan være en betydelig omkostning, og der er flere virksomheder der specialiserer sig i dette, hvorfor der nødvendigvis ikke kan være informationsparitet på markedet.

3.5 Markedsfejl og Behavioural Finance

Ovenstående diskussion leder os naturligt videre til en analyse af nogle af de forhold, der mindsker kapitalmarkeders efficiens. Det bliver lovgivers ansvar at finde frem til en løsning på, hvorledes fremtidens kapitalmarked bliver mere efficient, ved at undersøge, hvordan nyere tendenser og teknologier kan reguleres. Bloggeres informationsspredning kan i visse tilfælde være i modstrid med reglerne om markedsmanipulation, og det er derfor nærliggende at se på, hvorledes et fænomen som markedsmanipulation kan forekomme i markedet. Der er endvidere andre forklaringer på, hvorfor kapitalmarkederne ikke er efficiente, hvilket vil blive undersøgt i emnet behavioural finance.

3.5.1 Asymmetrisk information

Hypotesen om det efficiente kapitalmarked postulerer, at kursen på en aktie fuldt ud afspejler al tilgængelig information. Det er dog således på virkelighedens kapitalmarked, at virksomheders ledelse besidder langt mere information om deres virksomhed end investorerne. Virksomhedens ledelse sidder inde med en masse forskelligartet information, der hvis offentliggjort, kunne påvirke kursdannelsen på virksomhedens aktier. Det kunne eksempelvis være information om et forestående virksomhedsopkøb, eller information om et snarligt generationsskifte. Der eksisterer derfor en forskel på den information de forskellige markedsaktører på kapitalmarkedet besidder. Forskellen i denne informationsadgang kaldes for asymmetrisk information.

George Akerlof udgav i 1970 en artikel⁷⁵, der beskrev problemet ved tilstedeværelsen af asymmetrisk information. Han tager udgangspunkt i en situation på et marked for salg af brugte biler, der enten kan være dårlige biler (Lemons), eller gode biler (Peaches). Da sælgeren altid vil besidde mere information om de brugte biler end køberen, opstår da en situation, hvor køberen vil indregne en risikopræmie i bilens pris. På grund af denne risikopræmie vil sælgeren kun være i stand til at skabe en profit, hvis han sælger en "Lemon" til køberen. Sælgere, der besidder "Peaches", vil

⁷⁵ Akerlof, George, "The Market for Lemons", 1970

derimod ikke kunne opnå en profit, og må derfor forlade markedet. Konsekvensen er, at der vil være færre foretagne handler på markedet, og dette vil resultere i en høj illikviditet. Herved opstår det kendte problem "adverse selection", der gengiver, at problemet med asymmetrisk information er, at investorerne ikke kan gennemskue, om et givet køb vil være en god eller dårlig investering. Dette kan ligeledes overføres til aktiemarkedet, hvor der kan opstå den situation, at virksomheder, der besidder gode projekter med positive nutidsværdier, ikke kan opnå tilstrækkelig finansiering i markedet, idet investorerne ikke kan afgøre om projektet er en god eller dårlig investering.

Det er nu lagt til grund, at asymmetrisk information udgør et problem, der i værste tilfælde kan lede til et markedskollaps. Problemerne ved asymmetrisk information kan imødegås af både lovgiver og selskaberne selv. Selskaberne har et incitament til at dele så meget væsentlig og korrekt information med markedet inden for rammerne af lovgivningen. I lovgivningen er der indført incitament og forpligtelser for selskaberne til netop at sprede information til markedet hurtigt og korrekt. Eksempelvis kan nævnes oplysningsforpligtelsen ved indsamling af ny information, samt incitamentet til at undgå strafferetlige sanktioner ved at udøve markedsmanipulation. Bloggere, der professionelt skriver indlæg til finansielle nyhedsmedier kan nu i højere grad end nogensinde hjælpe med at udjævne informationsasymmetrien i markedet. Blogs forsyner som udgangspunkt markedet med en lettere tilgængelig informationskilde, der i bedste fald kan forhindre virksomheders ledelse i at tilbageholde information. Et studie fra 2013⁷⁶ tilslutter sig endvidere den hypotese, at finansielle bloggere aktivt formindsker problemerne ved asymmetrisk information blandt markedsdeltagere.

3.5.2 Behavioural Finance

Hypotesen om det efficiente kapitalmarked forudsætter, at investorer for det meste agerer fuldt ud rationelt, når de handler på markedet. Denne antagelse afspejler ikke virkelighedens verden, hvorfor der i det følgende vil blive undersøgt investorers begrænsede rationalitet. Den asymmetriske information blandt markedsdeltagerne danner grundlag for emnet behavioural finance, der tager udgangspunkt i, at prisdannelsen på markedet ikke altid er styret af rationelle investorer, men at investorers psykologi og individualitet er faktorer, der spiller en stor rolle for deres adfærd og investeringsbeslutninger på markedet.

⁷⁶ Saxton, Gregory; Anker, Ashley (2013). "The Aggregate Effects of Decentralized Knowledge Production: Financial Bloggers and Information Asymmetries in the Stock Market"

Som nævnt tidligere er det muligt for investorer at diversificere deres porteføljer og derved reducere risikoen ved deres investering uden samtidig at reducere det forventede afkast. På baggrund af dette synes det naturligt, at alle rationelle investorer bør diversificere porteføljen på tværs af branche, teknologi, geografi, m.m. Derfor synes det bemærkelsesværdigt, at ca. halvdelen af risikoen blandt svenske investorers porteføljer ifølge en omfattende undersøgelse består af usystematisk risiko⁷⁷. Der kan være flere forskellige årsager til denne adfærd. Eksempelvis kan investorer lide under det, der kaldes "familiarity bias", der går ud på, at investoren udelukkende handler med aktier i selskaber han kender. Dette kan lede til en form for blindhed i troen på, at en dårlig investering nok skal klare sig. En anden forklaring på mangel af diversifikation er, at investorer investerer i aktier der ligeledes ejes af venner og familie⁷⁸. Denne adfærd bunder i et dybt psykologisk behov for at høre til og være en del af et fællesskab, på trods af at investeringen i sig selv er ufordelagtig. Disse to adfærdsmønstre er begge tegn på, at individuelle investorer kan agere med begrænset rationalitet, når det kommer til investeringsbeslutninger.

Herudover er der mange mennesker, der har en tendens til at overvurdere sig selv. Når vi sidder i sofaen er vi ofte en bedre landsholdstræner end den, der står på sidelinjen ved mesterskabskampe. Denne følelse af overmod er endvidere bevist på kapitalmarkedet, hvor den kommer til udtryk ved, at de overmodige investorer tror, at de kan vælge aktievindere- og tabere, når realiteten er, at det kan de oftest ikke⁷⁹. Disse overmodige investorer kommer endvidere til skade ved en forøget handelsvolumen. Når det antages, at de ikke har en sand evne til at spotte vindere- og tabere på aktiemarkedet, må en investor, der handler mere, ikke have et højere afkast, men derimod et lavere afkast grundet transaktionsomkostninger.

Der er nogle former for adfærdsmønstre, der i større grad kan påvirke kursdannelsen på markedet, hvilket giver lettere adgang til at udøve markedsmanipulation. Disse adfærdsmønstre kaldes systematisk handelsbias⁸⁰, og det er i den finansielle litteratur blevet undersøgt og konkluderet, at individuelle investorer har en tendens til at holde aktier der har mistet værdi, og en tendens til at sælge aktier der har fået højere værdi. Denne dispositionseffekt er langt mere tydelig blandt

⁷⁷ Campbell, J., "Household Finance", (2006) p. 1553-1604

⁷⁸ DeMarzo, P., Kaniel, R., and Kremer, I., "Diversification as a Public Good: Community Effects in Portfolio Choice" (2004) p. 1677-1715

⁷⁹ Berk, Jonathan and DeMarzo, Peter – Corporate Finance (2014) – 3rd Global Edition. side. 443

⁸⁰ Ibid. side 445

individuelle investorer, hvor næsten 85% synes at være underlagt denne bias, end blandt institutionelle investorer, hvor det er langt mere sjældent⁸¹. En anden systematisk handelsbias er den kendsgerning, at private investorer generelt ikke har samme tid og opmærksomhed til at pleje deres investering. Det viser sig, at individuelle investorer er mere tilbøjelige til at købe aktier der har et aktuelt nyhedsflow⁸², hvilket endvidere støtter vores argument om, at information skaber likviditet i markedet.

Mennesker kan generelt have en tendens til at følge og efterligne hinandens adfærd. Dette adfærdsmønster kendes bredt som flokmentalitet eller "Herd Behaviour". Denne adfærd gør sig også gældende indenfor investeringsverdenen, hvor individuelle investorer prøver at efterligne investeringsadfærden i en større gruppe – hvad end denne adfærd er bundet i rationalitet eller ej. Der kan være flere forklaringer på denne adfærd, eksempelvis det sociale pres hvad angår konformitet, eller eksempelvis den begrundelse, at jo flere mennesker der køber en aktie, jo lavere er sandsynligheden for at beslutningen er forkert. Adfærden er endvidere bundet i mængden af information om et givet værdipapir. Investorer kan være tilbøjelige til at tro, at andre investorer har overlegen information, som de kan udnytte ved at kopiere deres investeringsstrategi. Denne tendens kan have en kaskadeeffekt, hvor investorer ignorerer deres egen information i håbet om at profitere af andres information⁸³. Denne adfærd er i særdeleshed relevant i forhold til bloggeres informationsspredning i dag. Investorer kan være langt mere tilbøjelige til at følge de investeringsanbefalinger og meningstilkendegivelser, som bloggere kan udstede. Informationsspredningen og den efterfølgende herd behaviour vil skabe mere likviditet i det givne værdipapir, og på baggrund af dette må efficiensniveauet på markedet antages at blive styrket.

3.5.3 Effekten af markedsmanipulation

Det er nu blevet undersøgt, hvordan asymmetrisk information og andre markedsfejl med udgangspunkt i behavioural finance kan komme til udtryk på markedet. Det er dernæst relevant at undersøge, hvordan en manipulator kan søge at udnytte disse markedsfejl ved manipulerende

⁸¹ Barber, B., Lee, Y. T., and others, "Is the Aggregate Investor Reluctant to Realize Losses? Evidence from Taiwan", (2007) p. 423-447

⁸² Berk, Jonathan and DeMarzo, Peter – Corporate Finance (2014) – 3rd Global Edition – side. 446

⁸³ Ibid. side. 447

handlinger. Markedsmanipulation på kapitalmarkedet kan bestå af spredning af både ukorrekt og korrekt information. Det afgørende for, at en markedsmanipulation lykkes, er, at markedet reagerer på informationen. Som det også nævnes i det juridiske afsnit, kan transaktioner der tager sigte på at give et falsk aktivitetsindtryk, såsom "pump and dump"-metoden og "scalping", være egnede former for informationsmæssig markedsmanipulation. For at en urigtig oplysning, der spredes, reelt kan påvirke markedet kræves en vis form for troværdighed hos afsenderen. I nyere tid findes der talrige internet-fora, aktiediskussionswebsites såsom Euroinvestor, Facebook-grupper og blogs, alle på sin vis designet til at diskutere specifikke og generelle trends på kapitalmarkedet. Det må da antages, at hvis "anonym bruger07362" kommer med urigtige oplysninger vedrørende en virksomhed, da vil det næppe vægte så tungt på "anonym bruger07362"s læseres vægtskål, som hvis en mere troværdig (med forbehold) og offentligt kendt aktieanalytiker såsom Helge Larsen⁸⁴ spredte samme urigtige oplysninger. Oplysninger som stammer fra legitime kilder må derfor antages at være langt mere troværdige, hvorfor markedet i højere grad vil være tilbøjeligt til at tillægge oplysningen vægt.

En markedsmanipulator vil derfor gennem spredning af urigtige oplysninger forsøge at skabe en midlertidig asymmetri i informationen, som markedsmanipulatoren dernæst kan drage fordel af. Håbet for markedsmanipulatoren er, at tilstrækkelig mange vil følge hans investeringsanbefalinger, således at der sker en nævneværdig ændring i markedskursen. Investorer, der reagerer på disse urigtige oplysninger, kan gå ind på markedet og købe eller sælge de pågældende værdipapirer før de urigtige oplysninger bliver inkorporeret i kursen, og derved skabe en profit. En rationel investor vil som udgangspunkt ifølge teorien allerede vide, hvordan informationen vil påvirke kursen i markedet, og handle derefter. Som vi også nævner i det forrige afsnit, findes der tydeligt belæg for, at investorer ikke altid handler rationelt, hvorfor det kan være særdeles givende for manipulatoren at udnytte den psykologiske effekt "herd behaviour".

Muligheden for markedsmanipulation betyder derfor, at der gøres forsøg på at danne asymmetriske informationshuller på markedet, som kan udnyttes. Det kan ligeledes anses som en test af markedsefficiensen, idet asymmetrisk information som udgangspunkt ikke er muligt på et marked i stærk-form, men derimod muligt på et marked i semi-stærk form. Markedskursen vil, enten når det

⁸⁴ Helge Larsen er aktieanalytiker, redaktør og forfatter til blandt andet bogen "Den Tålmodige Investor"

fremkommer at informationen var falsk eller når manipulatorens har realiseret sin gevinst, korrigeres tilbage til den sande værdi.

3.5.4 Sammenfatning

Hypotesen om det efficiente kapitalmarked danner grundlag for diskussionen om, hvorvidt det danske kapitalmarked rent informationsmæssigt kan antages at være efficient. Vi argumenterer for, at det ikke kan være efficient i stærk form, da dette forudsætter, at alle markedsdeltagere er bekendt med al information på markedet – både offentligt udstedt og intern viden. Vi konkluderer derfor, at markedet må være tilnærmelsesvist efficient i semi-stærk form af flere årsager. Grundet den eksponentielt forøgede informationstilgængelighed i verden i dag, er det blevet lettere at få adgang til al offentligt udstedt information, hvilket er forudsætningen bag markedsefficiens i semi-stærk form. Denne udvikling kan i høj grad tilskrives den øgede brug af IT og Internet, som udgør slagmarken for informationshandlere- og udstedere såsom bloggere og større informationssystemer som Bloomberg og Ritzau.

Vi diskuterer endvidere, hvordan markedsfejl og psykologiske adfærdsmønstre kan påvirke markedsefficiensen. Vi konkluderer, at asymmetrisk information udsteder og investor imellem kan lede til udnyttelse af usikkerhederne på markedet i form af markedsmanipulation. Vi konkluderer endvidere, at psykologiske adfærdsmønstre kan have en negativ effekt på markedsefficiensen. Investorer er tilbøjelige til at holde fast på aktier der er tabsgivende, og sælge aktievindere for hurtigt. Investorer er ligeledes tilbøjelige til at handle med aktier de har et kendskab til, og med aktier der handles af familie og venner. Investorer er endvidere udsat for de systematiske handelsbias, hvor det for investeringsbeslutningen er afgørende, at der cirkulerer aktuel information om værdipapiret, at der handles med aktien som en del af en flok, og at der eventuelt eksisterer et socialt pres til konformitet, og en psykologisk disposition der siger, at jo flere der handler med aktien, des større er chancen for at det er en god investeringsbeslutning. Disse markedsfejl og psykologiske adfærdsmønstre er tegn på, at investorer ikke er fuldt ud rationelle som det ellers forudsættes i hypotesen om det efficiente kapitalmarked, hvorfor det må konkluderes, at det danske kapitalmarked kan være mere efficient.

3.6 Spilteoretisk analyse

3.6.1 Indledning

Med afsæt i den juridiske analyse kommer vi frem til, at bloggere i dag handler på et grundlag af stor usikkerhed med hensyn til lovgivningen. Det er på sin vis uvist, hvordan bloggeres adfærd påvirkes af lovgivningens manglende gennemsigtighed. Den spilteoretiske analyse vil tage udgangspunkt i denne problematik, og det vil i denne sammenhæng blive analyseret, hvordan bloggere vil agere under usikkerhed i lovgivningen. Vi sætter det op som et spil der endvidere beskriver, hvordan bloggere vil agere i forhold til handel med henholdsvis likvide og illikvide aktier. Spilteori bygger på idéen om, at situationer hvor spillere (agenter) enten konkurrerer eller arbejder sammen, kan modelleres som et spil, udtrykt ved en matrix, hvor spillerne har mulighed for at vælge forskellige strategier, og hvor resultatet er afhængigt af, hvad de andre spillere vælger⁸⁵. Vi benytter os af det der kaldes et simultant spil, hvor spillerne ikke er afhængige af hinanden, men udfører deres strategier på samme tid. Vi kan i denne sammenhæng bruge spilteori til at klarlægge retsreglernes virkninger for bloggere.

3.6.2 Elementerne i spilteorien

Vi kan modellere interaktionen mellem bloggere og kapitalmarkedet ved at benytte den traditionelle spilteori model kendt som det strategiske spil. Den strategiske form af et spil består af tre elementer; spillerne i spillet, alle strategier tilgængelige for spillerne, og det forventede afkast (payoff) for hver mulig kombination af strategier⁸⁶. I det følgende vil vi opstille rammerne for spillet samt definere spillerne, strategierne og de forskellige payoffs. Spillet vi tager udgangspunkt i er tilrettelagt ved egen tilvirkning, og illustreres som følger:

Lovgiver/Bloggere (X/Y)	Likvide aktier	Illikvide aktier
Kompliceret lovgivning	2, 2	3, 1
Transparent lovgivning	1, 2	6, 3

⁸⁵ Eide, Erling og Stavang, Endre – "Rettsøkonomi" (2008), p. 123

⁸⁶ Baird, Douglas G., Gertner, Robert H., og Picker, Randal C. – "Game Theory and the Law" (1994) p. 8

3.6.3 Lovgiver

På den ene side (X) har vi lovgiver, som er et udtryk for den retslige instans der regulerer området for markedsmanipulation. Vi antager, at lovgiver har valget mellem enten en kompliceret lovgivning eller en transparent lovgivning. Det blev konkluderet i det juridiske afsnit, at lovgivningen på området for markedsmanipulation er særdeles kompliceret for bloggere, og dette er derfor et udmærket udgangspunkt for vores spilteoretiske analyse. Transparent lovgivning er et udtryk for en lovgivning, der er let gennemskuelig, og hvor aktørerne på markedet med lethed kan konkludere, hvorvidt en handling overtræder forbuddet mod markedsmanipulation eller ej. En transparent lovgivning er altså en lovgivning, hvor alle retssubjekter med sikkerhed ved hvordan de bør agere. Bloggere ville med sikkerhed vide hvordan de problemfrit kan kommentere på aktier.

3.6.4 Bloggere

På den anden side (Y) tager vi udgangspunkt i bloggere. Vi antager, at bloggere, der kommenterer på aktier, ligeledes handler med disse omtalte aktier. Vi antager endvidere, at bloggere har valgmuligheden mellem at kommentere på likvide aktier og illikvide aktier. Som det blev nævnt tidligere, er en akties likviditet et udtryk, for hvor ofte den bliver handlet på markedet. Illikvide aktier er således aktier, der ikke bliver handlet meget med.

3.6.5 Payoffs

I spillet har vi anført forskellige payoffs, der vil blive begrundet nedenfor. Rent pragmatisk skal spillet læses sådan, at hvis vi tager udgangspunkt i den situation, hvor vi har en kompliceret lovgivning, og bloggere vælger at investere i likvide aktier, da svarer payoff-boksen til lovgiver/bloggere (X/Y). I ovenstående situation har lovgiver altså et afkast på (2), og bloggere ligeledes et afkast på (2). Det er hernæst relevant at klarlægge, hvordan vi er kommet frem til disse payoffs.

3.6.5.1 Payoffs for lovgiver

Et af formålene i Markedsmisbrugsforordningen er at skabe et efficient kapitalmarked. Som vi har nævnt tidligere, er forudsætningen for et efficient kapitalmarked, at information om markedet med lethed kan spredes. Vi har argumenteret for, at vi på nuværende tidspunkt er i en situation, hvor lovgivningen på området for markedsmanipulation er særdeles kompleks.

Vi kigger først på den situation, hvor bloggere kommenterer på de likvide aktier. Payoff for lovgiver i dag har vi angivet som en nytteværdi på (2). Begrundelsen for den relativt lave værdi er, at den komplekse lovgivning i dag ikke fordrer et efficient kapitalmarked, hvor der frit kan kommenteres på både likvide og illikvide aktier. Payoff for lovgiver ved transparent lovgivning er (1). Begrundelsen herfor er, at det ikke er omkostningsfrit at omlægge lovgivning, hvorfor ændringen isoleret set har en lavere nytteværdi.

Vi betragter hernæst situationen hvor bloggere kommenterer på de illikvide aktier. Payoff for lovgiver i denne situation med kompleks lovgivning er (3). Det er mere efficient for kapitalmarkedet, at der spredes information om de illikvide aktier, hvorfor payoff-værdien skal være højere end (2), som er værdien for kompliceret lovgivning ved likvide aktier. Nyttneværdien på (3) er et udtryk for, at disse illikvide aktier ofte repræsenterer vækstaktier, hvor det er afgørende at der stimuleres aktiehandel. Den øgede aktiehandel leder til, at disse vækstfirmaer har lettere ved at opsøge risikovillig kapital, og at disse virksomheder for samfundet har en enormt stor nytteværdi i form af større udbud af arbejde, højere vækst og forbedret teknologi. Grundet at lovgivningen er kompliceret, kan bloggere dog ikke kommentere frit på de illikvide aktier, hvorfor payoff-værdien alene er (3) og ikke (6) som ved transparent lovgivning ved illikvide aktier.

Payoff for lovgiver ved transparent lovgivning er fastsat til (6). Denne værdi inddrager for det første de omkostninger, der er ved at klarificere lovgivningen, og for det andet den værdiskabende effekt, bloggeres forøgede informationsspredning om de illikvide aktier vil have på markedet. Den relativt høje nytteværdi er et udtryk for, at investering i vækstaktier, som nævnt ovenfor, potentielt kan skabe et langt højere afkast for samfundet begrundet i multiplikatoreffekten.

For at opsummere har vi i forhold til spillets payoffs ved kompliceret lovgivning for lovgivers (X) side antaget, at payoff er højere (3), hvis bloggere vælger at handle med illikvide aktier, end hvis de vælger at handle med likvide aktier (2). Vi har endvidere antaget, at payoffs ved transparent lovgivning er højere (6), hvis bloggere vælger at handle med illikvide aktier, end hvis de vælger at handle med likvide aktier (1).

3.6.5.2 Payoffs for blogger

En kompliceret lovgivning, set fra bloggeres synspunkt, skaber en stor grad af usikkerhed. Vi går derfor ud fra, at der altid er et element af usikkerhed ved disse handler, og at en blogger under nugældende regler umiddelbart ikke kan vide sig sikker på ikke at blive ramt af lovgivningen. Vi antager endvidere, at en kompliceret lovgivning gør det svært for bloggere at gennemskue, hvordan og hvornår de bliver fanget i markedsmanipulationens net. Vi ved fra tidligere, at markedskursen på illikvide aktier lettere påvirkes, når der bringes information om aktien i omløb. Når en blogger grundet kompliceret lovgivning ikke kan vide sig sikker på, hvornår pågældende bliver ramt af lovgivningen, da må vi antage, at det formentlig vil gavne ham mere at kommentere på likvide aktier end på illikvide aktier.

Payoff for bloggere, der handler med likvide aktier under en kompleks lovgivning har vi sat til (2). Ligeledes har vi sat payoff for bloggere der handler med likvide aktier under transparent lovgivning til (2). Begrundelsen herfor er, at der er langt mere information i omløb på de likvide aktier, og derfor synes det langt mindre risikabelt for en blogger at kommentere på disse under begge former for lovgivning.

Payoff for bloggere, der handler med illikvide aktier under en kompleks lovgivning har vi sat til (1). Begrundelsen herfor er, at illikvide aktier er lettere at påvirke, hvilket gør det mere risikabelt for bloggeren at kommentere på. Payoff for bloggere, der handler med illikvide aktier under en transparent lovgivning har vi sat til (3). En transparent lovgivning er en lovgivning, hvor alle retssubjekter med sikkerhed ved, hvordan de bør agere. Bloggere ville med sikkerhed vide, hvordan de problemfrit kan kommentere på aktier. Begrundelsen for disse payoffs er som følger. Bloggere har naturligt et incitament til at sprede information til så mange som muligt. Ved de likvide aktier er der en masse information i omløb vedrørende disse, og marginalnyttens per ekstra blogger må antages at være forholdsvis lille. Omvendt er det for illikvide aktier, som formentlig har ligget stille i en længere, informationsfattig periode. Her er marginalnyttens for hver ekstra blogger, der spreder information om denne aktie, større. Naturligvis bør vi fremføre det argument, at illikvide aktier ikke ligger stille fordi de er blevet "glemt", men snarere at der ikke eksisterer information der er værd at sprede. Vi fremfører dog, at enhver information der vedrører en virksomhed, og som er lovlig at sprede, vil være gavnlige for likviditeten i virksomhedens aktie.

For at opsummere har vi i forhold til spillets payoffs ved kompliceret lovgivning for bloggeres (Y) side antaget, at payoff er lavere (1) hvis bloggere vælger at handle med illikvide aktier, end hvis de vælger at handle med likvide aktier (2). Vi har endvidere antaget, at payoffs ved transparent lovgivning er højere (3), hvis bloggere vælger at handle med illikvide aktier, end hvis de vælger at handle med likvide aktier (2).

Introduktionen af de forskellige parametre, antagelser og forudsætninger for vores spilteoretiske analyse leder os naturligt videre til, hvordan man rent faktisk løser spillet. Til udførelsen af dette benyttes teorien om Nash-ligevægt.

3.6.6 Nash-ligevægt

Helt overordnet set omhandler Nash-ligevægten, at hver spiller vælger den bedste strategi i forhold til den anden spillers valg⁸⁷. En Nash-ligevægt er med andre ord et sæt af strategier, hvor hver strategi er "best response" til den andens strategi⁸⁸. Den bedste strategi kan udledes af de forskellige payoffs, som i vores spil repræsenterer spillernes nytteværdier. Spillerne ønsker at nyttemaksimere, hvorfor de altid vælger den strategi med den største nytteværdi. Spillerne vælger altså den bedste strategi ud fra en formodning om hvad deres payoff vil være.

Spillerne vil således vælge den strategi, som giver den største nytte for dem. Når Nash-ligevægten skal findes i spillet, skal vi derfor anskue hver spiller for sig. Hvis vi først betragter lovgiver, da skal lovgiver vælge mellem kompliceret og transparent lovgivning, når bloggere vælger at kommentere på likvide aktier, hvor nytteværdierne er henholdsvis (2) og (1). På baggrund af dette påføres det payoff, der repræsenterer den optimale strategi, en stjerne, der blot er udtryk for et redskab der hjælper os til at finde Nash-ligevægten. Når bloggere i stedet vælger at kommentere på illikvide aktier, da er nytteværdierne ligeledes forskellige ved kompliceret og transparent lovgivning, nemlig henholdsvis (3) og (6). Lovgiver bør efter vores mening derfor foretrække en transparent lovgivning. Når der i stedet ses på bloggerne, da skal de vælge mellem at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om likvide aktier eller illikvide aktier, når lovgivningen anses som værende

⁸⁷ Dutta, Prajit K., "Strategies and Games" (1999), p. 63

⁸⁸ Baird, Douglas G., Gertner, Robert H., og Picker, Randal C. – "Game Theory and the Law" (1994) p. 22

kompliceret. Deres nytteværdi ved likvide aktier er (2), hvorimod nytten ved illikvide alene er (1). Bloggerne vil derfor vælge at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om likvide aktier. Hvis lovgivningen i stedet anses som værende transparent, da skal de vælge mellem en nytteværdi på (2) ved likvide aktier og (3) ved illikvide aktier. Bloggerne vil derfor vælge at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om illikvide aktier ved en transparent lovgivning. I nedenstående tabel er Nash-ligevægtene illustreret ved de felter, der er markeret med fed, og som har en stjerne tilknyttet til hvert payoff.

Lovgiver/Bloggere (X/Y)	Likvide aktier	Illikvide aktier
Kompliceret lovgivning	2*, 2*	3, 1
Transparent lovgivning	1, 2	6*, 3*

Der vil således på baggrund af ovenstående opstå to Nash-ligevægte i spillet. Én ved kompliceret lovgivning og likvide aktier, og én ligevægt ved transparent lovgivning og illikvide aktier.

Som forklaret ovenfor befinder vi os nu på baggrund af den juridiske delkonklusion i punktet (2, 2), idet lovgivningen er kompliceret, sådan som den er udformet på nuværende tidspunkt. Spilteorien angiver derfor, at dette alene vil give bloggerne incitament til at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om likvide aktier, da bloggerne ellers frygter at blive fanget af reglerne om markedsmanipulation.

Spillet angiver dog samtidig, at der findes en anden Nash-ligevægt – nemlig ved (6, 3). Denne Nash-ligevægt kræver dog, at lovgivningen bliver transparent, da dette vil give bloggerne incitament til at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om illikvide aktier i stedet, hvilket på baggrund af ovenstående afsnit om information og likviditet vil bidrage til et mere efficient kapitalmarked. For at kunne løse spillet er det nødvendigt at inddrage princippet om Kaldor-Hicks-efficiens. En situation kan kun beskrives som Kaldor-Hicks-efficient, hvis der ikke til situationen findes en Kaldor-Hicks-forbedring. Som nævnt tidligere i det indledende kapitel 1, sigter man ved Kaldor-Hicks-efficiens på at opnå den størst mulige nytte. Når der er flere Nash-ligevægte, er det ikke altid muligt at identificere løsningen på spillet uden at inddrage kriterier som denne⁸⁹. Den Nash-ligevægt med

⁸⁹ Baird, Douglas G., Gertner, Robert H., og Picker, Randal C. – “Game Theory and the Law” (1994) p. 22

den størst mulige nytte er efter Kaldor-Hicks-målestokken derfor den mest efficiente, og ligeledes løsningen på spillet. Nedenfor følger en diskussion af, hvorvidt ændringer på gældende ret vil være en Kaldor-Hicks-forbedring.

3.6.7 Diskussion

Diskussionen her vil give et svar på, hvorvidt det vil være en Kaldor-Hicks-forbedring af gældende ret hvis lovgivningen blev mere transparent.

3.6.7.1 Vil en mere transparent lovgivning udgøre en Kaldor-Hicks-forbedring af gældende ret?

Med udgangspunkt i teorien om det efficiente kapitalmarked lægger vi til grund, at en højere grad af informationsspredning på kapitalmarkedet vil gøre markedet mere efficient, da det blandt andet leder til lavere kapitalomkostninger for investorer. Markedsmisbrugsforordningen sigter ligeledes på at skabe et efficient kapitalmarked, hvorfor disse to unægteligt bør høre sammen. Det synes tydeligt, at der både juridisk og økonomisk er en interesse i at skabe incitamenter til at sprede information på markedet. Den spilteoretiske analyse viser os, at det nuværende regelsæt på området for markedsmisbrug begrænser bloggers lyst og vilje til at kommentere på illikvide aktier, da sandsynligheden for at blive ramt af lovgivningen er højere end ved at kommentere på likvide aktier. Ved at øge gennemsigtigheden af lovgivningen, således at det bliver tydeligt hvorledes man som blogger bør agere på kapitalmarkedet når man kommenterer på aktier, antager vi, at en større markedsefficiens kan opnås. Såfremt der anlægges en mere transparent lovgivning, konkluderer vi i den spilteoretiske analyse, at Nash-ligevægten bevæger sig til (6, 3). Bloggere vil da være mere tilbøjelige til at kommentere på illikvide aktier, hvilket er i overensstemmelse med formålet i Markedsmisbrugsforordningen om et efficient kapitalmarked. Spilteori er dog en forsimplet version af virkeligheden, hvorfor den ikke altid kan gøres gældende i praksis, men vi må dog argumentere for, at det teoretiske belæg for dannelse af incitamenter til spredning af information på kapitalmarkedet er velbegrundet. Det er let nok at argumentere for en mere transparent lovgivning isoleret set, men i praksis vil dette formentlig have betydelige omkostninger for lovgiver og muligvis investorer. Disse omkostninger kan bestå af virkninger af den mere transparente lovgivning, der ikke nødvendigvis har været tilsigtet eller forudset. Omkostninger kan eksempelvis udgøre implementering og håndhævelse af de nye regler. På trods af dette vil vi dog

argumentere for, at gevinsten ved en mere transparent lovgivning vil opveje omkostningerne, da vi jo hovedsageligt er interesseret i gennemsigtighed af nuværende regler, og ikke implementering af et helt nyt regelsæt. Baseret på ovenstående spil vil vi da konkludere, at en mere transparent lovgivning udgør en Kaldor-Hicks-forbedring af de nugældende regler.

3.7 Økonomisk delkonklusion

Den økonomiske analyse besvarer spørgsmålet om, hvordan den nuværende regulering af området for markedsmanipulation kan antages at være Kaldor-Hicks-efficient. Til besvarelse af dette spørgsmål har vi inddraget teorien om det efficiente kapitalmarked og spilteori.

Indledningsvist har vi undersøgt forholdet mellem bloggeres informationsspredning og virksomheders aktielikviditet. Vi har konkluderet, at virksomheder, der har en høj omsætning, bliver af investorer handlet med en risikopræmie der svarer til markedsrisikoen, og vi har endvidere konkluderet, at blogopslag fra bloggere vedrørende virksomheder med høj likviditet ikke synderligt påvirker aktiekursen. Vi konkluderer endvidere, at virksomheder, der har en lav likviditet og aktiebeholdning, ofte er illikvide og risikofyldte, hvorfor de befinder sig længere oppe ad SML-kurven, og investorer kræver en højere risikopræmie ved handel med disse. Blogopslag fra bloggere vedrørende virksomhed med ringe likviditet kan i stor grad påvirke aktiekursen. Jo mere information der er om et selskab, jo mere drives handlen med aktier. For disse illikvide selskaber, er analyser og information fra bloggere med til at stimulere handlen med aktier.

Hypotesen om efficiente kapitalmarkeder bliver hernæst gennemgået. Vi argumenterer for, at det ikke kan være efficient i stærk form, da dette forudsætter, at alle markedsdeltagere er bekendt med al information på markedet – både offentligt udstedt og intern viden. Vi konkluderer derfor, at markedet må være tilnærmelsesvist efficient i semi-stærk form. Vi diskuterer endvidere, hvordan markedsfejl og psykologiske adfærdsmønstre kan påvirke markedsefficiensen. Vi konkluderer, at asymmetrisk information udsteder og investor imellem kan lede til udnyttelse af usikkerhederne på markedet i form af markedsmanipulation. Vi konkluderer endvidere, at psykologiske adfærdsmønstre kan have en negativ effekt på markedsefficiensen.

Den spilteoretiske analyse besvarer det overordnede økonomiske spørgsmål om, hvorvidt den nugældende regulering er udtryk for en Kaldor-Hicks-efficient tilstand. Vi argumenterer for, at der på nuværende tidspunkt med den komplicerede lovgivning ikke er en Kaldor-Hicks-efficient retstilstand for bloggere på området for markedsmanipulation. I spillet konkluderer vi derfor, at lovgiver bør sigte mod at ændre lovgivningen til at være mere transparent, således at bloggere med større sikkerhed ved, hvordan de bør agere på kapitalmarkedet. Denne retstilstand konkluderer vi som værende en Kaldor-Hicks-forbedring af de nugældende regler.

Kapitel 4: Konklusion

Denne afhandling har haft til opgave at besvare spørgsmålet om, i hvilket omfang bloggere problemfrit kan sprede information og/eller investeringsanbefalinger på kapitalmarkedet, når de selv er aktive investorer. Vi konkluderer overordnet, at bloggere ikke kan sprede information og/eller investeringsanbefalinger på kapitalmarkedet problemfrit, når de selv er aktive investorer. Hovedargumentet herfor er, at omfanget for denne spredning af information og/eller investeringsanbefalinger synes yderst begrænset grundet lovgivningens kompleksitet.

I det juridiske kapitel blev der foretaget en retsdogmatisk analyse, hvor gældende ret i relation til markedsmanipulation blev udledt. Analysen konkluderer som udgangspunkt, at der er en sammenkobling af bestemmelserne om markedsmanipulation. I forbindelse med at sprede information på kapitalmarkedet skal bloggere iagttage både MAR art. 12, stk. 1, litra b og c, da disse bestemmelser har et overlappende anvendelsesområde. I forhold til spredning af investeringsanbefalinger skal bloggere iagttage MAR art. 20 samt dennes supplerende oplysningsforpligtelser i den delegerede forordning, men de skal ligeledes iagttage MAR art. 12, stk. 2, litra b og d, hvorefter interessekonflikten ikke alene skal afsløres, men derudover også offentliggøres på korrekt og effektiv vis. Det udledes i Redaktørdommen, at Domstolene alt efter situationen kan vurdere interessekonflikten skærpende, hvorfor det for bloggere bliver afgørende, at interessekonflikten tilstrækkeligt bliver afsløret. Det blev hernæst konkluderet, at bloggere på nuværende tidspunkt skal udvise særlig stor tilbageholdenhed ved udbredelsen af informationer og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet, såfremt de forinden har købt aktier i selv samme selskab. Denne metode bliver i Markedsmisbrugsforordningen defineret som en type af markedsmanipulation, der benævnes "pump and dump".

Omfanget for bloggeres spredning af information og/eller investeringsanbefalinger synes yderligere begrænset på baggrund af egnethedskriteriet, hvorefter Domstolene i bedømmelsen af en adfærd kan medtage, at adfærden ikke nødvendigvis skal have påvirket kursen, men blot skal have været egnet til at påvirke den. I sammenhæng med ovenstående konkluderer vi i det juridiske kapitel, at lovgivningen er yderst kompleks for bloggere, der søger at sprede information og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet.

I det økonomiske afsnit blev der foretaget en retsøkonomisk analyse med henblik på at analysere og vurdere hvorvidt gældende ret er udtryk for en Kaldor-Hicks-efficient retstilstand. Kapitalmarkedet har et tydeligt behov for, at der bliver spredt information om værdipapirerne på markedet. Begrundelsen herfor er, at større handel med værdipapirer skaber bedre muligheder for at låne risikovillig kapital for vækstvirksomheder, hvilket skaber stor værdi i Danmark. Aktier i vækstvirksomheder er ofte illikvide, og vi konkluderer som udgangspunkt i den retsøkonomiske analyse, at information påvirker kursen på illikvide aktier i langt højere grad end likvide aktier. Dette er ligeledes i overensstemmelse med hypotesen om det efficiente kapitalmarked, hvor det udledes, at et kapitalmarked kan blive mere efficient, jo lettere det er at sprede information. Tesen om det efficiente kapitalmarked er dog ikke baseret på de mest virkelighedsnære antagelser, idet vi udleder, at investorer i flere tilfælde handler begrænset rationelt, og at markedsfejl såsom asymmetrisk information kan have en stor påvirkning på markedsefficiensen.

Afslutningsvist har vi i en spilteoretisk analyse opstillet et spil, der forklarer hvordan retstilstanden kan blive Kaldor-Hicks-efficient. Ved den nuværende komplicerede lovgivning har bloggere ikke incitament til at kommentere på illikvide aktier, da dette ikke kan gøres problemfrit. Vi udleder, at en transparent lovgivning vil skabe større nytte for både lovgiver og bloggere, og at en transparent lovgivning derfor vil være en Kaldor-Hicks-forbedring af gældende ret.

Vi konkluderer samlet set, at nuværende komplicerede lovgivning bør korrigeres til at være en mere transparent lovgivning. Denne lovgivning giver bloggere større incitament til at sprede informationer og/eller investeringsanbefalinger om kapitalmarkedet. Den forøgede informationsmængde vil derved stimulere handlen med vækstaktier, som i sidste ende er en katalysator for vækst i Danmark.

Litteraturliste

Bøger

- Andersen, Paul Krüger & Clausen, Nis Jul (2019). "Børsretten", 6 udgave. Jurist- og Økonomforbundets forlag.
- Baird, Gertner & Picker, Randal C. (1994). "Game theory and the law". Harvard University Press.
- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2014). "Corporate Finance", 3rd Edition. England: Pearson Education Limited.
- Boland, Lawrence A. (2003). "The Foundations of Economic Method", 2. udgave. London Taylor & Francis Books Ltd.
- Dutta, Prajib K (1999). "Strategies and Games: Theory and practice". Massachusetts Institute of Technology.
- Eide, Erling & Stavang, Endre. (2008). "Rettsøkonomi". Cappelen Akademisk Forlag Oslo.
- Hillier, Clacher, Ross, Westerfield & Bradford, Jordan (2014). "Fundamentals of Corporate Finance", 2nd European Edition. Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Nielsen, Ruth & Neergaard, Ulla (2011). "EU Ret", 6. reviderede udgave. Karnov Group Denmark A/S København 2010.
- Nielsen, Ruth & Tvarnø, Christina D. (2014). "Retskilder & Retsteorier", 4. Reviderede udgave. Jurist- og Økonomforbundets forlag.
- Ross, Alf (1953). "Om ret og retfærdighed", 1. udgave, Hans Reitzels forlag.
- Werlauff, Erik & Schaumburg-Müller, Peer. (2012). "Børs- og Kapitalmarkedsret", 5. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Artikler

- Akerlof, George, "The Market for Lemons", 1970
- Barber, B., Lee, Y. T., and others, "Is the Aggregate Investor Reluctant to Realize Losses? Evidence from Taiwan", (2007) p. 423-447
- Campbell, J., "Household Finance", (2006) p. 1553-1604

- DeMarzo, P., Kaniel, R., and Kremer, I., "Diversification as a Public Good: Community Effects in Portfolio Choice" (2004) p. 1677-1715
- Fama, Eugene F, "Efficient Capital Markets – A review of theory and empirical work" Journal of finance vol. 25 issue 2, 1970 p. 388
- Malkiel, Burton G. (1973). A Random Walk Down Wall Street (6th ed.). W.W. Norton & Company, Inc
- Saxton, Gregory; Anker, Ashley (2013). "The Aggregate Effects of Decentralized Knowledge Production: Financial Bloggers and Information Asymmetries in the Stock Market"

Retspraksis

- U.2001.578H
- U.2009.1694Ø
- U.2009.87Ø
- U.2013.196H
- V.2010.S.0201

Afgørelser fra EU-Domstolen

- EU-Domstolens dom af 5. juli 1964, sag 6/64, (Flaminio Costa mod ENEL)

Retsgrundlag

- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014
- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014
- Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/958 af 9. marts 2016
- Lovbekendtgørelse nr. 1234 af 22. oktober 2007 (værdipapirhandelsloven)
- Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/522 af 17. december 2015
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/57/EU af 16. april 2014
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004