



En værdipapirhandlers valg mellem pest eller kolera

Af Hans Fogtdal, advokat (H), M.C.J., Plesner

En værdipapirhandlers valg mellem pest eller kolera

Hans Fogtdal, advokat (H), M.C.J., Plesner

I artiklen drøftes retsstillingen efter markedsmisbrugsforordningen for værdipapirhandlers loyale udførelse af en kundes ordre, herunder deres mulige medvirkensansvar for kunders markedsmisbrug og vanskelige dilemma ved håndtering af kunders ordrer, når der foreligger mistanke om kunders strafbare adfærd.

1. Indledning

I stigende omfang sanktioneres overtrædelser af EU-retten i dansk ret. Senest er Europa-Parlamentets og Rådets forordning om markedsmisbrug¹ ("MAR") trådt i kraft den 3. juli 2016. MAR træder i stedet for markedsmisbrugsdirektivet ("MAD") og værdipapirhandelslovens ("VPHL") kapitel 10 og er direkte gældende i dansk ret.

De tidligere regler om markedsmisbrug, der hidrørte fra markedsmisbrugsdirektivet MAD², regulerede medvirkenshandlinger for visse professionelle aktører i den finansielle branche. Ved handel med værdipapirer kunne en værdipapirhandler uanset forbuddene mod misbrug af insiderviden og kursmanipulation »loyalt udføre en kundes ordre«. Af hensyn til værdipapirhandleren og dennes arbejdsgiver og ud fra et ønske om at opklare kunders mulige strafbare handlinger afkriminaliserede reglerne handlinger, der ellers ville være omfattet af medvirkensbegrebet i dansk ret. At der ikke i samme omfang er medtaget bestemmelser herom i MAR medfører en væsentlig ændring og en manglende afklaring af værdipapirhandlers fremtidige retsstilling. Nedenfor vil en værdipapirhandlers mulige medansvar for sine kunders markedsmisbrug og ændringerne i reglerne herom fra VPHL til MAR blive behandlet med baggrund i de almindelige danske bestemmelser om medvirken og set i en EU-retlig kontekst.

2. Straf for overtrædelse af forbuddene mod markedsmisbrug

MAR, artikel 14, forbyder personer at deltage i eller forsøge at deltage i insiderhandel, at anbefale, at en anden person deltager i insiderhandel, at tilskynde en anden person til at deltage i insiderhandel, eller uretmæssigt at videregive intern viden³. Artikel 15 forbyder personer at deltage eller at forsøge at deltage i markedsmanipulation. Fysiske og juridiske personer er omfattet af forbuddene mod markedsmisbrug. Det gælder også personer, der som led i deres erhverv organiserer eller gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter (af praktiske hensyn benævnt "værdipapirhandlere")⁴. Artikel 8 og 12 beskriver nærmere, hvilke aktiviteter der er omfattet af forbuddene mod insiderhandel og markedsmanipulation. Artikel 9 og 13 hjemler særlige undtagelser til de to forbud.

Det fremgår herunder af artikel 8, at insiderhandel omfatter adfærd, hvor en person er i besiddelse af intern viden og udnytter denne ved at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter. Det fremgår af artikel 12, at markedsmanipulation blandt andet omfatter aktiviteter i form af indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre eller anden adfærd, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om markedet.

Overtrædelse af artikel 14 og 15 straffes efter VPHL § 94, stk. 1, med bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. I det omfang der er tale om overtrædelse af forbuddene mod insiderhandel eller markedsmanipulation under særligt skærpende omstændigheder, kan der efter straffelovens § 299 d straffes med fængsel i op til 6 år.

1 (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014.

2 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug).

3 Forbuddet mod uretmæssig videregivelse af intern viden udgør efter indledende betragtning 7 i MAR en del af begrebet "markedsmisbrug", men dette forbud vil ikke blive behandlet nærmere i det følgende, da det har mindre betydning for værdipapirhandlers udførelse af en kundes ordre.

4 En sådan person er i artikel 3, nr. 28, nærmere defineret således: "28) »person, der som led i sit erhverv organiserer eller gennemfører transaktioner«: en person, der som led i sit erhverv er involveret i modtagelsen og afgivelsen af handelsordrer eller i udførelsen af transaktioner med finansielle instrumenter".

3. En værdipapirhandler som ansvarssubjekt

En værdipapirhandlers opgave og rolle er typisk at være mellemed mellem en kunde og en handelsplatform, f.eks. NASDAQ i København, herunder ved at stille elektronisk adgang til en handelsplads til rådighed, så kunder kan få adgang til en markedsplads. Ved sin aktivering af ordrer lægger værdipapirhandleren sidste hånd på transaktionen. Dermed kan en værdipapirhandler være den, der eksekverer en kundes strafbare markedsmisbrug, uanset om værdipapirhandleren er en fysisk eller juridisk person.

En værdipapirhandlers skade- eller fareforvoldende aktivitet udøves typisk på et mere underordnet niveau af en ansat kunderådgiver eller dealer i f.eks. et pengeinstitut. Aktiviteten kan dog også ske maskinelt igennem et handelssystem. Det konkrete ansvar for medvirken til en kundes markedsmisbrug kan bero på forskellige forhold hos henholdsvis den underordnede medarbejder eller på et mere overordnet niveau hos værdipapirhandleren, herunder ved tilrettelæggelsen af de elektroniske handelssystemer. Ansvarspersonerne vil normalt være særligt uddannede medarbejdere, som også må forventes at være i besiddelse af de fornødne kompetencer og viden, herunder om reglerne om markedsmisbrug.⁵

Ved bedømmelsen af en værdipapirhandlers mulige strafansvar for en kundes markedsmisbrug må det først afklares, om værdipapirhandlerens handlinger objektivt udgør markedsmisbrug efter MAR. Formuleringen af forbuddene i MAR artikel 14 og 15 om insiderhandel og markedsmanipulation er blevet udvidet i forhold til de tidligere bestemmelser i VPHL §§ 35, stk. 1, og 39, idet også "deltagelse i" markedsmanipulation eller insiderhandel nu er omfattet af forbuddene. En værdipapirhandler må objektivt set anses for at deltage i en kundes markedsmanipulation eller insiderhandel, når denne aktiverer eller videreformidler en kundes strafbare ordre.

Af MARs indledende betragtning 39 fremgår, at det efter forordningen er hensigten at udvide området for, hvem der kan være ansvarssubjekter, til også at burde omfatte personer, der agerer "i fællesskab"⁶ for at begå markedsmisbrug:

"Forbuddet mod markedsmisbrug bør også omfatte personer, der agerer i fællesskab for at begå markedsmisbrug. Eksempler herpå kan omfatte, men er ikke begrænset til; mæglere, der udtænker og anbefaler en handelsstrategi, som er udformet med sigte på at føre til markedsmisbrug; personer, der tilskynder en person med intern viden til uretmæssigt at videregive denne viden; eller personer, der udvikler software i samarbejde med en handlende med det formål at gøre markedsmisbrug lettere. "

Formuleringen eksemplificerer, hvilke ansvarssubjekter der bør være omfattet af reglerne om markedsmisbrug. Dertil kommer muligheden efter dansk ret for at straffe for medvirken efter straffelovens § 23 i de tilfælde, hvor en værdipapirhandler ikke selv overtræder MAR. Ved vurderingen heraf er det afgørende, om en værdipapirhandlers adfærd er udtryk for "råd, dåd eller tilskyndelse" til en kundes strafbare handlinger⁷.

4. Tilregnelleskrav ved en værdipapirhandlers deltagelse i eller medvirken til markedsmisbrug

På samme måde som ved andre overtrædelser af speciallovgivningen kan der - når andet ikke fremgår af EU-retten - straffes for både forsætlig og uagtsom overtrædelse⁸ af reglerne om markedsmisbrug i MAR artikel 14 og 15 om insiderhandel og markedsmanipulation. Om kravene til den subjektive tilregnelser er opfyldt må her som i andre straffesager bero på en konkret vurdering.

Tilregnelleskravet for en værdipapirhandlers overtrædelse af den skærpede straffehjemmel for overtrædelse af bestemmelserne om insiderhandel og markedsmanipulation i straffelovens § 299 d er derimod kun forsæt, jf. straffelovens § 19, 1. pkt.

⁵ Ansvar for virksomheden eller ledelsen i en virksomhed kan for eksempel bestå i forsømmelser ved arbejdets tilrettelæggelse, etablering af kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger mv. eller ved egentlig fejlinstruktion af en medarbejder. Det ligger udenfor denne artikels rammer at beskrive dette ansvar.

⁶ Tilsvarende er udtrykket "i fællesskab" anvendt i art. 12, stk. 2, litra a: "2. Følgende adfærd anses blandt andet for at være markedsmanipulation: a) adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et finansielt instrument, relaterede spotkontrakter vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter med den virkning eller antagelige virkning, at købs- og salgskurser påvirkes direkte eller indirekte, eller der skaber eller antages at skabe andre urimelige vilkår for transaktionen."

⁷ Det bemærkes, at "tilskyndelse" også var omfattet af gerningsindholdet i VPHL § 35, stk. 1.

⁸ Jf. straffelovens § 19, 2. pkt.

5. En værdipapirhandlers underretningspligt efter MAR ved mistanke om en kundes markedsmisbrug

MAR og det tidligere direktiv indeholder en række bestemmelser om værdipapirhandleres forebyggelse og afsløring af markedsmisbrug. Ifølge MAR, artikel 16, stk. 2, skal en værdipapirhandler indføre og opretholde effektive ordninger, systemer og procedurer med henblik på at kunne afsløre og indberette handelsordrer og transaktioner. Når en værdipapirhandler har begrundet mistanke om, at en handelsordre eller transaktion kan udgøre insiderhandel, markedsmanipulation eller forsøg herpå, skal den pågældende straks underrette Finanstilsynet. Overtrædelse af bestemmelsen kan straffes med bøde efter VPHL § 93, stk. 1.⁹

6. MADs tidligere bestemmelse om loyal udførelse af en kundes ordre

For at komme en forståelse af MARs bestemmelse om udførelse af en kundes ordre nærmere kan de tidligere bestemmelser herom i MAD og implementeringen heraf i VPHL give yderligere bidrag. Betragtning 18 til præamblen til MAD indeholdt en særlig betragtning om en værdipapirhandlers loyale udførelse af en kundes ordre ved værdipapirhandlerens besiddelse af intern viden. Heraf fremgik følgende:

”Brug af intern viden kan bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, hvis den berørte part ved eller burde have vidst, at der er tale om intern viden. I denne forbindelse bør de kompetente myndigheder tage stilling til, hvad en normal og fornuftig person ville vide eller burde have vist under de givne omstændigheder. Desuden bør det forhold alene, at [...] værdipapirhandlere, der har tilladelse til at handle for tredjemands regning, med intern viden i de første to tilfælde blot fortsætter deres lovlige forretninger med køb og salg af finansielle instrumenter eller i det sidste tilfælde blot loyalt udfører en ordre, ikke i sig selv betragtes som brug af intern viden”.

Direktivets betragtning om en værdipapirhandlers loyale udførelse af en kundes ordre omfattede dermed alene en værdipapirhandlers udførelse af en ordre med egen intern viden, men ikke kundens mulige insiderhandel eller kursmanipulation. Direktivets undtagelse dækkede dermed f.eks. ikke den situation, hvor en værdipapirhandler er bekendt med eller burde vide, at kunden er i besiddelse af intern viden. Isoleret set måtte det efter direktivet antages, at en værdipapirhandler efter de almindelige regler om medvirksomansvar som udgangspunkt ville kunne straffes for medvirken til insiderhandel, jf. straffelovens § 23, hvis denne gennemførte handlen.

7. Den danske implementering af MAD i VPHL

Det fremgik af den tidligere VPHL § 35, stk. 3, 1. pkt., at uanset bestemmelsen i stk. 1 om forbuddet mod insiderhandel kunne ”værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt udføre en kundes ordre”. VPHL § 35, stk. 3, fandt anvendelse på både en værdipapirhandler og dennes ansatte. Bestemmelserne sikrede dermed, at hverken virksomheden eller dens ansatte kunne drages til ansvar for insiderhandel, såfremt der alene blev foretaget handlinger som led i en loyal udførelse af en kundes ordre.

En tilsvarende bestemmelse var medtaget i VPHL § 39, stk. 2, for så vidt angår kursmanipulation, selvom der ikke fandtes en lignende bestemmelse i direktivet om loyal udførelse af en kundes ordre i forbindelse med kursmanipulation.

Et fortolkningsbidrag til den danske implementering af direktivet kunne hentes i forarbejderne til implementeringen af bestemmelsen,¹⁰ hvoraf fremgik:

»Værdipapirhandleren vil også ifalde ansvar for overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, såfremt værdipapirhandleren – uden at videregive den interne viden – tilskynder kunder til at gennemføre handler med et værdipapir, som værdipapirhandleren besidder intern viden i forhold til. Det karakteristiske for disse situationer er, at værdipapirhandleren er initiativtager til, at der gennemføres insiderhandel med værdipapiret, og at værdipapirhandleren foretager handlinger, der går videre end blot loyalt at gennemføre en kundes ordre. Hvis værdipapirhandleren derimod

9 Det ligger uden for nærværende artikels rammer at inddrage de vanskelige overvejelser om værdipapirhandleres risiko for selvindekriminering.

10 Lovforslag nr. L 13 af 6. oktober 2004, de særlige bemærkninger til § 1, nr. 15 (§ 35, stk. 3).

ikke foretager sig noget aktivt andet end blot loyalt at gennemføre en kundes ordre, følger det af bestemmelsen i stk. 3, 1. pkt., at værdipapirhandleren ikke kan drages til ansvar, uanset om værdipapirhandleren selv har kendskab til intern viden».

Af et svar, som Økonomi- og Erhvervsministeriet gav Folketingets Erhvervsudvalg tilbage i 2004 i forbindelse med Folketingets behandling af lovforslaget, fremgik bl.a. følgende:

»Baggrunden for direktivets regler er, at det ofte kan være vanskeligt eller umuligt for en værdipapirhandler i det korte tidsrum, som værdipapirhandleren har til rådighed, inden handlen gennemføres, at foretage en afvejning af, om en kunde vil begå insiderhandel eller kursmanipulation. Man valgte derfor i direktivet en løsning, hvor værdipapirhandlere i stedet forpligtes til at underrette de kompetente myndigheder efterfølgende, når den mistænkelige handel er gennemført.«

Implementeringen i dansk ret af betragtning 18 i præamblen til MAD gik for så vidt angår en værdipapirhandlers undtagelse for strafansvar ved en kundes insiderhandel eller kursmanipulation videre, end det ved betragtning 18 til MAD må antages at være tilsigtet. Selvom en værdipapirhandler således efter de almindelige danske strafferetlige regler havde medvirket til den straffbare handling ved f.eks. at gennemføre den af kunden ønskede straffbare transaktion, kunne værdipapirhandleren efter daværende VPHL § 35, stk. 3, eller § 39, stk. 2, ikke straffes, hvis betingelserne heri var opfyldt.

Spørgsmålet er dog fortsat, hvor stor en indskrænkning i anvendelsen af medvirkensbestemmelsen, der i realiteten var tale om efter den tidligere retsstilling. Der foreligger ikke på nuværende tidspunkt endelig dansk praksis herom. For tiden føres flere sager, der til dels involverer en vurdering af VPHL § 39, stk. 2, om loyal udførelse af en kundes ordre i forbindelse med kursmanipulation. Det gælder f.eks. den sag, der omtales i U 2016.3756 H, og som Højesteret hjemviste til fornyet behandling i Vestre Landsret.

På baggrund af forarbejderne og de nævnte fortolkningsbidrag måtte det efter VPHL antages, at en værdipapirhandlers rene »dåd«, jf. formuleringen i straffelovens § 23, normalt ikke kunne straffes som medvirken. De ovennævnte forarbejder kunne tyde på, at undtagelsen var tiltænkt situationer, hvor værdipapirhandleren - uanset vedkommende var bekendt med eller burde vide, at kunden deltog i insiderhandel eller kursmanipulation - udførte kundens ordre og ikke reelt foretog sig andet aktivt end blot at følge kundens ønske om at gennemføre handlen ved at sørge for at lægge ordren ud i markedet. Om en udøvet »dåd« i form af gennemførelse af handlen var strafbar for en værdipapirhandler måtte under alle omstændigheder afhænge af en helt konkret vurdering af kommunikationen mellem kunden og værdipapirhandleren. Hvis en værdipapirhandler med samme viden eller burde-viden om en kundes intentioner imidlertid gik skridtet videre til for eksempel at rådgive om, hvilken nærmere ordre der burde indlægges, hvornår på dagen dette bedst kunne ske, eller lignende, for at opnå det af kunden ønskede resultat, eller direkte opfordrede eller tilskyndede kunden, måtte det efter den tidligere retsstilling antages, at værdipapirhandleren ikke længere blot loyalt udførte en kundes ordre, men derimod mere selvstændigt havde medvirket til kundens markedsmisbrug.

Under alle omstændigheder var der med undtagelsen for loyal udførelse af en kundes ordre et spillerum for en værdipapirhandler til ikke i forbindelse med hans kontakt til kunden at gøre opmærksom på sin eventuelle mistanke overfor kunden, men blot indlægge den ønskede ordre, for herefter at indberette den mistænkelige transaktion til sin foresatte eller til complianceafdelingen i den finansielle virksomhed, der herefter i ro og mag kunne vurdere, om Finanstilsynet skulle underrettes efter VPHL § 37, stk. 6. Dermed havde reglernes opbygning den følge, at en værdipapirhandler ikke behøvede at reagere umiddelbart overfor kunden med sin viden om eller mistanke om kundens overtrædelser med deraf mulige skadevirkninger for kundeforholdet.

8. MARs bestemmelser om pligtskyldig eller lovlig gennemførelse af handelsordrer

MAR artikel 9 indeholder en bestemmelse om lovlig adfærd ved insiderhandel, jf. artikel 8 og 14, der også dækker personer, der er bemyndiget til at udføre ordrer på vegne af tredjemænd. Følgende fremgår således af artikel 9, stk. 2, i MAR:

»Med henblik på artikel 8 og 14 skal alene det forhold, at en person er i besiddelse af intern viden, ikke betragtes som, at denne person har gjort brug af denne viden og således har deltaget i

insiderhandel på grundlag af en erhvervelse eller afhændelse, hvis personen:

[...]

b) er bemyndiget til at udføre ordrer på vegne af tredjemænd, og erhvervelsen eller afhændelsen af de finansielle instrumenter, som handelsordren vedrører, sker for at udføre en sådan handelsordre på lovlig vis i forbindelse med den normale udøvelse af vedkommendes arbejde, erhverv eller funktioner.”¹¹

Følgende fremgår endvidere af MARs indledende betragtning 30:

”Selve det forhold, at [...] personer, der er bemyndiget til at udføre handelsordrer på vegne af tredjeparter med intern viden, blot pligtskyldigt gennemfører annulleringer eller ændringer af handelsordrer, bør ikke betragtes som brug af sådan intern viden. Men den i denne forordning fastsatte beskyttelse for [...] personer, der er bemyndiget til at udføre handelsordrer på vegne af tredjeparter med intern viden, omfatter ikke aktiviteter, der klart er forbudt i henhold til denne forordning, herunder for eksempel den praksis, der er almindeligt kendt som »front running [...]».”

Formuleringerne i betragtningen henholdsvis i artiklen ligger ret tæt op ad formuleringerne i MADs indledende betragtning 18 og kan næppe forstås afgørende anderledes, selvom formuleringerne efter nærmere øjesyn på en række punkter ikke er ganske klare.

Det fremgår af betragtning 30, at når værdipapirhandlere ”blot pligtskyldigt gennemfører annulleringer eller ændringer af handelsordrer” på vegne af tredjeparter med intern viden, bør dette ikke betragtes som brug af sådan intern viden. Betragtningen siger dermed næppe andet og mere end, at selve det forhold, at en værdipapirhandler udfører en ordre for en kunde med intern viden, ikke i sig selv giver grund til at tro, at værdipapirhandleren har brugt kundens interne viden og af den grund har foretaget insiderhandel.

Selvom formuleringen i artikel 9, stk. 2, b), er mere uklar, må meningen antages at være den samme, nemlig at værdipapirhandleren, i det omfang denne handler på vegne af en kunde med intern viden, ikke anses for at have gjort brug af denne viden og dermed deltaget i insiderhandel, hvis købet eller salget af værdipapirer sker for at udføre en handelsordre ”på lovlig vis” som en del af dennes arbejde, erhverv eller funktion som værdipapirhandler.

Følgende fremgår endvidere af betragtning 29 til MAR:

”For at undgå utilsigtede forbud mod lovlige former for finansiell aktivitet, dvs. når der ikke er nogen markedsmisbrugseffekt, er det nødvendigt at anerkende visse former for lovlig adfærd. Dette kan omfatte for eksempel anerkendelse af »market makers« rolle, når de handler med det legitime formål at sikre markedets likviditet. ”

Betragtningen vil give mulighed for at undtage utilsigtede forbud mod lovlige former for finansiell aktivitet, f.eks. hvis der ikke har været en markedsmisbrugseffekt. En sådan mulig undtagelse synes dog ikke anvendelig i en situation, hvor en kunde notorisk har fuldbyrdet en af bestemmelserne om markedsmisbrug, og der har foreligget en misbrugseffekt.

I overensstemmelse med EU-Domstolens praksis¹² skal undtagelsesbestemmelser normalt fortolkes restriktivt for at sikre en effektiv efterlevelse af generelle forbud i EU-retten. MAR tillader således heller ikke, at de enkelte medlemsstater inddrager andre principper eller hensyn for en begrænsende fortolkning af forbuddene mod markedsmisbrug end dem, der udtrykkeligt fremgår af MAR.

Det kan dog ikke afvises, at de almindelige fortolkningsprincipper i dansk ret om indskrænkende und-

¹¹ Det fremgår af betragtningen, at når værdipapirhandlere blot pligtskyldigt gennemfører annulleringer eller ændringer af handelsordrer på vegne af tredjeparter med intern viden, bør dette ikke betragtes som brug af sådan intern viden. I den engelske version af indledende betragtning 30 anvendes formuleringen ”carrying out, cancelling or amending an order dutifully”. I den franske version anvendes formuleringen ”à exécuter, annuler ou modifier consciencieusement un ordre”, og i den tyske anvendes formuleringen ”Ausführung der Stornierung oder Änderung eines Auftrags”. Undtagelsen omfatter dermed kun ”annulleringer eller ændringer af handelsordrer” og altså ikke almindelige indlæggelser af købs- eller salgsordrer. En sådan begrænsning forekommer ikke rimelig eller forståelig, herunder synes der ikke at være nogen grund til ikke også at lade indlæggelse af ordrer omfatte af bestemmelsen. Der synes således at være tale om en oversættelsesfejl, hvor der – når man sammenholder med den engelske, tyske og franske version – i stedet burde være skrevet, at det er omfattet af undtagelsen, hvis personer blot pligtskyldigt ”gennemfører, annullerer eller ændrer” handelsordrer.

¹² Jf. EU-dom C-384/02 (Grøngaard og Bang-sagen) præmis 27 og 48

tagelsesfortolkning eller materiel atypicitet her vil få et relevant virkefelt¹³. Dette kunne muligvis være tilfældet ved en ansat værdipapirhandlers overtrædelse af reglerne om markedsmisbrug i en situation, hvor den pågældende undlader at stoppe transaktionen, fordi han ikke vil risikere, at hans arbejdsgiver derved mister kunden, men umiddelbart herefter viderefører sin mistanke til sin foresatte eller compliance-afdelingen, der har pligt til at indberette til Finanstilsynet.

9. En samlet vurdering af MARs bestemmelser om pligtskyldig eller lovlig gennemførelse af handelsordrer

En undtagelse fra en værdipapirhandlers mulige medansvar for en kundes markedsmisbrug efter MAR dækker herefter et væsentligt mindre område end det, der tidligere var omfattet af reglerne om loyal udførelse af en kundes ordre i VPHL § 35, stk. 3, og § 39, stk. 2.

En værdipapirhandler vil således fremover som udgangspunkt ifalde strafansvar for en kundes markedsmisbrug, hvis værdipapirhandleren udfører en kundes strafbare ordre med viden om, at kunden ved sine handlinger overtræder reglerne om insiderhandel eller markedsmanipulation, eller hvis værdipapirhandleren burde være opmærksom herpå, medmindre den særlige og meget begrænsede modifikation om insiderhandel i artikel 9, stk. 2, b), de indledende betragtninger 29 eller 30 eller den almindelige praksis om indskrænkende undtagelsesfortolkning eller materiel atypicitet antages at finde anvendelse i den konkrete situation.

10. Ændringernes praktiske betydning for en værdipapirhandlers retsstilling ved ulovlige kundeforhold

En værdipapirhandler, som er bekendt med eller burde indse en kundes ulovlige hensigter, vil på den ovennævnte baggrund i videre omfang end hidtil kunne ifalde straf for markedsmisbrug, selvom værdipapirhandleren blot loyalt – som fortolket efter den tidligere retstilstand – udfører en kundes ordre og lader handlen gennemføre. For at undgå risikoen for at ifalde strafansvar for deltagelse i markedsmisbrug efter MAR kan en værdipapirhandler som fysisk eller juridisk person, der har mistanke om en kundes markedsmisbrug (for eksempel i form af alarmer om mistanke om markedsmisbrug i værdipapirhandlerens handelssystemer), i det praktiske arbejdsliv for helt at undgå risikoen for muligt medvirkensansvar undlade at gå videre med den af kunden ønskede transaktion.

Man kan diskutere, om det er en rimelig retsstilling for en ansat værdipapirhandler, når man tager i betragtning, hvilket vanskeligt dilemma en ansat værdipapirhandler dermed er omfattet af under sin kommunikation med en kunde, der udviser mistænkelig adfærd. Det kan således være vanskeligt eller umuligt for en værdipapirhandler i det korte tidsrum, denne har til rådighed, inden en handel gennemføres, at foretage en afvejning af, om en kunde overtræder bestemmelserne om insiderhandel eller markedsmanipulation, og om værdipapirhandleren dermed selv medvirker til overtrædelserne. Jo større og vigtigere kunde en værdipapirhandler har kontakt til, jo vanskeligere er det for værdipapirhandleren at træffe beslutning om at stoppe transaktionerne på grund af risikoen for ødelæggelse af kundeforholdet. Dermed får en ansat værdipapirhandler, der blot udfører sit arbejde, i realiteten et valg mellem pest eller kolera – at risikere sit job eller risikere straf.

Uden de tidligere undtagelser hertil i VPHL og uden yderligere vejledning fra Finanstilsynet eller ESMA kan en værdipapirhandlers sidste håb være muligheden for, at en domstol i sidste ende efter en konkret vurdering finder tilstrækkeligt grundlag for en indskrænkende undtagelsesfortolkning eller for materiel atypicitet.

På hvidvaskområdet fremgår det af en vejledning udsendt af Finanstilsynet¹⁴, at en medarbejder med konkret viden eller bestemt formodning om, at der er tale om hvidvask af udbytte fra en lovovertrædelse, vil kunne ifalde strafansvar for hæleri for gennemførelse af en transaktion uden underretning af politiet, men at der alligevel ikke er tale om hæleri, når en virksomhed tager imod penge eller gennemfører en transaktion med mistanke eller viden om, at midlerne stammer fra en strafbar lovovertrædelse, såfremt virksomheden umiddelbart herefter underretter Hvidvasksekretariatet.

Det kunne være hensigtsmæssigt, om Finanstilsynet eller ESMA udarbejdede en tilsvarende vejledning ved indberetning til Finanstilsynet om mistanke om markedsmisbrug. EU-retten tillader dog næppe et sådant særligt fortolkningsbidrag fra national side, da der i modsætning til hvidvaskområdet, hvor retsgrundlaget bygger på et direktiv, her er tale om en forordning. Det forhold, at der er tale om forordning, besværliggør dermed den danske lovgivningsproces på et meget væsentligt, komplekst og praktisk vigtigt område.

¹³ Vagn Greve, m.fl. Kommenteret Straffelov, Almindelig del, 2013, side 125

¹⁴ Jf. Vejledning nr. 9134 af 24. april 2013 om lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme (hvidvaskloven) pkt. 14.4, nr. 39.

Under alle omstændigheder bør værdipapirhandlere herefter selv forsøge at løse dilemmaet ved at udarbejde særlige retningslinjer om den praktiske håndtering af underretningspligten efter MAR, således at der på virksomhedsplan gennemføres en praktisk afbalancering af dels hensynet til at minimere risikoen for værdipapirhandlerens strafansvar, og dels værdipapirhandlerens relation til kunderne.

Sammenfattende må det konstateres, at retsstillingen for værdipapirhandlere i deres møde med kunderne er blevet betydeligt vanskeligere at håndtere, og at indførelsen af MAR i dansk ret i et samspil med strafferettens almindelige regler kan give anledning til vanskelige dilemmaer for værdipapirhandlere og i sidste ende for domstolene.