

# HØJESTERETS KENDELSE

## afsagt torsdag den 30. juni 2016

(Det forbydes offentligt at gengive navn, stilling eller bopæl eller på anden måde offentliggøre T3s identitet)

### Sag 221/2015

Anklagemyndigheden

mod

T1

og

T2

(advokat Jakob S. Arrevad, beskikket for begge),

T3

(advokat Jakob Lund Poulsen, beskikket)

samt

T4

(advokat Lotte Eskesen, privat antaget)

De tiltalte, T1, T2, T3 og T4, har under forberedelsen af denne sag anmodet om, at der forelægges præjudicielle spørgsmål for EU-Domstolen.

I påkendelsen har deltaget tre dommere: Jens Peter Christensen, Hanne Schmidt og Oliver Talevski.

### Påstande

T1, T2, T3 og T4 har anmodet om, at EU-Domstolen forelægges følgende spørgsmål:

1) Skal artikel 1, nr. 2) a, første led i direktiv 2003/6/EF fortolkes således, at værdien på et finansielt instrument er senest noterede børskurs?

2) Skal bestemmelsen i samme artikels andet led fortolkes således, at kursen for at ligge på et unormalt eller kunstigt niveau, skal ligge uden for det senest noterede spread, forstået som bedste bud og bedste udbud?

3) Skal artikel 1, nr. 2) i samme direktiv fortolkes således, at handlinger, der ikke bevirker – eller ikke er egnede til at bevirke – at kursen på et finansielt instrument flytter sig fra den senest noterede børskurs, ikke kan udgøre markedsmanipulation, uanset hvilke konkrete forhold der gør sig gældende for det finansielle instrument og den senest noterede børskurs.

4) Såfremt svaret på spørgsmål 1 er benægtende, ønskes det oplyst, om den pågældende bestemmelse skal fortolkes således, at der kan inddrages andre momenter end den senest noterede børskurs, når værdien af det finansielle instrument skal vurderes?

Rigsadvokaten har protesteret mod, at der sker præjudiciel forelæggelse for EU-Domstolen.

### **Sagsfremstilling**

Hovedsagen drejer sig om, hvorvidt T1 og T2 har overtrådt værdipapirhandelslovens forbud mod kursmanipulation, og om T4 og T3 har medvirket til kursmanipulation, subsidiært har overtrådt værdipapirhandelslovens bestemmelser om pligt til at underrette Finanstilsynet.

Den 30. december 2011 afgav T2, som direktør i og på vegne af T1, via T4 to købsordrer på det regulerede marked NASDAQ OMX København på obligationen ”7% Kristensen Germany AG 2015” til henholdsvis kurs 35 og kurs 30. Den første ordre førte til en handel i kurs 35, hvilken handel imidlertid blev tvangsannulleret, da børsen vurderede, at budet måtte være en fejl. Den anden ordre blev gennemført i kurs 30 og blev ikke annulleret af børsen. Den bedste købspris i markedet på obligationen steg dermed fra kurs 1,1 til kurs 30, som derved blev årets lukkekurs. T1s beholdning af obligationen ”7% Kristensen Germany AG 2015” steg herefter i værdi fra 495.000 kr. til 13,5 mio. kr.

De tiltalte blev frifundet ved Retten i Hernings dom af 17. oktober 2014 med dommerstemmerne 2-1.

Af dommens præmisser fremgår bl.a., at flertallet lagde vægt på, at obligationen på handelstidspunktet reelt var illikvid, og at der som følge heraf ikke eksisterede noget egentligt marked, der kunne danne grundlag for manipulation.

Mindretallet lagde derimod vægt på, at den officielle markedskurs forud for den 30. december 2011 havde været noteret i intervallet 0,04 til 5, og at det af T1 afgivne bud den 30. december 2011 dannede grundlag for, at kursen på 7% Kristensen obligationen blev kursfastsat til 30 i perioden fra den 30. december 2011 til den 27. januar 2012. Sammenholdt med, at det af de afgivne forklaringer og de afspillede telefonsamtaler fremgik, at T2 ønskede at påvirke kursen på 7% Kristensen, fandt mindretallet, at der var tale om kursmanipulation som beskrevet i værdipapirhandelsloven § 38, stk. 1, nr. 2 og nr. 4, jf. stk. 2.

Vestre Landsret stadfæstede ved ankedom af 13. maj 2015 byrettens dom med følgende præmisser:

”Det kan lægges til grund, at der på Nasdaq OMX (børsen) alene var begrænset antal bud og udbud med hensyn til den pågældende obligation i de sidste måneder af 2011, og at der var en meget betydelig afvigelse (spread) mellem bud- og udbudskurser. Dette spread må ses som udtryk for, at de pågældende bydere og udbydere havde en åbenlys forskellig opfattelse af obligationens værdi. Det kan videre lægges til grund, at obligationen i de sidste måneder af 2011 kun blev handlet på børsen meget få gange og til ganske forskellige kurser, og at disse handler alene omfattede mindre antal. Det er herefter ikke blot ved disse forudgående handler – eller i øvrigt på anden måde – godtgjort, at værdien i markedet afveg fra den kurs på først 35 og dernæst 30, som T1 tilbød at købe en obligation til den 30. december 2011. Landsretten har herved også lagt vægt på, at disse købstilbud lå indenfor det spread, der den pågældende dag var på børsen for den omhandlede obligation.

Som sagen er forelagt for landsretten, er det herefter ikke bevist, at afgivelsen af de to købsordrer, der er beskrevet i tiltalen, har været egnede til at påvirke kursen på obligationen i en retning, der afveg fra dennes værdi i markedet. Der foreligger derfor ikke en overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2, eller nr. 4, og landsretten tiltræder, at de tiltalte er frifundet for den principale tiltale.

Da det som anført ikke er bevist, at de i tiltalen beskrevne handlinger udgør en overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation, frifindes T4 og T3 tillige for den subsidiære tiltale i forhold 3 og 4.

Landsretten stadfæster derfor byrettens dom.”

Den 9. oktober 2015 meddelte Procesbevillingsnævnet anklagemyndigheden tilladelse til at anke dommen til Højesteret, og Rigsadvokaten indbragte herefter sagen for Højesteret.

Under sagens forberedelse har de tiltaltes forsvarere indgivet en fælles anmodning om præjudiciel forelæggelse. Rigsadvokaten har protesteret herimod.

### **Retsgrundlaget**

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) har til formål at sikre tilliden til de europæiske markeder for handel med værdipapirer og at gøre det lettere at foretage grænseoverskridende handel med værdipapirer. Af betragtningerne i direktivets præambel fremgår bl.a.:

”(2) Et integreret og effektivt finansmarked forudsætter markedsintegritet. Det er en betingelse for økonomisk vækst og velstand, at værdipapirmarkederne fungerer gnidningsløst, og at offentligheden har tillid til markederne. Markedsmisbrug skader finansmarkedernes integritet og offentlighedens tillid til værdipapirer og derivater.

...

(12) Markedsmisbrug består i insiderhandel og kursmanipulation. Lovgivningen om insiderhandel og om kursmanipulation har samme formål, nemlig at sikre finansmarkedernes integritet i Fællesskabet og forbedre investorenes tillid til disse markeder. Der bør derfor vedtages kombinerede regler for at bekæmpe både insiderhandel og kursmanipulation. Ved et enkelt direktiv kan det sikres, at der overalt i Fællesskabet gælder de samme regler for ansvarsfordeling, retshåndhævelse og samarbejde.

...

(15) Insiderhandel og kursmanipulation hindrer fuld markedsgennemsigtighed, der er en forudsætning for, at alle økonomiske aktører vil handle på de integrerede finansmarkeder.

...”

Direktivet indeholder i artikel 1 bl.a. følgende bestemmelse:

”I dette direktiv forstås ved:

...

2) »kursmanipulation«

a) transaktioner eller handelsordrer,

– der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, eller

– hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstigt niveau,

medmindre den, der har indgået i transaktionerne eller har afgivet handelsordrerne, godtgør, at begrundelsen for at indgå i sådanne transaktioner eller ordrer er legitim, og at disse transaktioner eller handelsordrer er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis på det pågældende regulerede marked

b) transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund

c) udbredelse af oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om finansielle instrumenter, herunder spredning af rygter og urigtige eller vildledende nyheder, når den person, der har spredt dem, vidste eller burde have vidst, at oplysningerne var urigtige eller vildledende. Når det er journalister, der som led i deres erhvervsmæssige aktivitet udbreder sådanne oplysninger, skal forholdet med forbehold af artikel 11 vurderes under hensyn til de regler, der gælder for deres erhverv, medmindre disse personer direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af de pågældende oplysninger.

Nedenstående eksempler tager udgangspunkt i basisdefinitionen i litra a), b) og c) ovenfor:

– adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et finansielt instrument med den virkning, at købs- og salgskurser påvirkes direkte eller indirekte, eller der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionen

– køb eller salg af finansielle instrumenter ved markedets lukketid med den virkning, at personer, der handler på grundlag af slutkurserne, vildledes

– udnyttelse af lejlighedsvis eller regelmæssig adgang til de traditionelle eller elektroniske medier ved at udsende en meningstilkendegivelse om et finansielt instrument (eller indirekte om udstederen heraf) – efter på forhånd at have erhvervet sig dele af det pågældende finansielle instrument – og ved senere at drage fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på instrumentet, uden samtidig at have afsløret interessekonflikten over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde.

Definitionerne på kursmanipulation tilpasses for at sikre, at nye adfærdsmønstre, der i praksis indebærer kursmanipulation, omfattes”.

Direktivets artikel 5 har følgende ordlyd:

”Medlemsstaterne forbyder enhver at foretage kursmanipulation.”

Med hjemmel i markedsmisbrugsdirektivet (2003/6/EF) artikel 1, in fine, har Kommissionen udstedt direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af markedsmisbrugs-

direktivet med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation. Af dette gennemførelsesdirektivs artikel 4, der har overskriften ”Manipulerende adfærd i tilknytning til urigtige eller vildledende signaler og kurssikring” fremgår:

”Ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, nr. 2), litra a), i direktiv 2003/6/EF, og uanset eksemplerne i direktivets artikel 1, stk. 1, nr. 2), andet afsnit, sikrer medlemsstaterne, at markedsdeltagerne og de kompetente myndigheder, når de undersøger transaktioner eller handelsordrer, tager hensyn til følgende signaler, der ikke udgør en udtømmende liste, og som ikke nødvendigvis skal betragtes som kursmanipulation i sig selv:

- a) afgivne handelsordrer eller gennemførte transaktioner udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med det relevante finansielle instrument på det pågældende regulerede marked, især når disse aktiviteter medfører en betydelig ændring i kursen på det finansielle instrument
- b) handelsordrer, der afgives, eller transaktioner, der gennemføres, af personer med en betydelig købs- eller salgsposition i et finansielt instrument, medfører betydelige ændringer i kursen på det finansielle instrument eller det afledte instrument eller det underliggende aktiv, der er optaget til handel på et reguleret marked
- c) gennemførte transaktioner medfører ikke ændringer i ejendomsretten til et finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked
- d) afgivne handelsordrer eller gennemførte transaktioner omfatter modsatte positioner i en kort periode og udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med det relevante finansielle instrument på det pågældende regulerede marked og kan være forbundet med betydelige ændringer i kursen på et finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked
- e) afgivne handelsordrer eller gennemførte transaktioner koncentrerer sig på et kort tidsrum i handelsperioden og medfører en kursændring, der senere går i modsat retning
- f) afgivne handelsordrer ændrer oplysningerne om den bedste købs- eller salgskurs på et finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked, eller mere generelt oplysningerne i den for markedsdeltagerne tilgængelige ordrebeholdning, og annulleres måske, inden de udføres
- g) handelsordrer, der afgives, eller transaktioner, der gennemføres, på eller omkring et bestemt tidspunkt, når referencekurserne, afregningskurserne og værdierne beregnes, og medfører kursændringer, der kan påvirke sådanne kurser og værdier.”

Markedsmisbrugsdirektivet blev gennemført i dansk ret ved lov nr. 1460 af 22. december 2004. Bestemmelserne i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, og artikel 5, er gennemført ved § 38 og § 39, stk. 1, i værdipapirhandelsloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 1530 af 2. december 2015, der har følgende ordlyd:

”§ 38. Ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1, i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ved

- 1) udbredelse af oplysninger gennem medierne eller ved andre metoder, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
- 2) transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
- 3) transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fiktive indretninger eller andre former for bedrag eller påfund, eller
- 4) transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.

*Stk. 2.* Kursmanipulation efter stk. 1 kan eksempelvis bestå i

- 1) 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,
- 2) køb eller salg af værdipapirer ved markedets lukketid med den virkning, at personer, der handler på grundlag af slutkurserne, vildledes, eller
- 3) adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir med den virkning, at købs- og salgspriser på værdipapiret direkte eller indirekte fastsættes på et unormalt eller kunstigt niveau, eller at der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionen.

*Stk. 3.* Ved anvendelsen af bestemmelsen i stk. 1, nr. 1, i forhold til redaktører og redaktionelle medarbejdere, der som led i deres erhvervsmæssige aktivitet udbreder oplysninger, skal der tages hensyn til de regler, der gælder for sådanne personers erhverv. 1. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den pågældende redaktør eller redaktionelle medarbejder direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af oplysningerne.

*Stk. 4.* Bestemmelserne i stk. 1, nr. 2 og 4, finder ikke anvendelse, såfremt den, der har indgået transaktionen eller har afgivet handelsordren, godtgør, at transaktionen eller handelsordren var i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, og at begrundelsen for at indgå en sådan transaktion eller afgive en sådan ordre var legitim. Finanstilsynet træffer beslutning om accept af markedspraksis.

*Stk. 5.* Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om transaktioner, handelsordrer og udbredelse af oplysninger, der kan anses for kursmanipulation i henhold til bestemmelserne i stk. 1, nr. 1-4. Finanstilsynet fastsætter endvidere nærmere regler for, under hvilke omstændigheder en transaktion eller handelsordre kan anses for at være i overensstemmelse med accepteret markedspraksis i henhold til bestemmelsen i stk. 4.

§ 39. Kursmanipulation eller forsøg herpå må ikke finde sted.”

Af forarbejderne til ændringen af værdipapirhandelsloven, der gennemførte markeds-  
misbrugsdirektivet (FT 2004-05, 1. saml., tillæg A, lovforslag nr. L 13, s. 334 ff.), fremgår  
bl.a. følgende af bemærkningerne til § 38:

”For at investorerne kan have tillid til de regulerede markeder, er det af væsentlig betydning, at kursdannelsen på de handlede værdipapirer sker på grundlag af korrekte og pålidelige oplysninger. Adfærd fra markedsdeltagernes side, der har til hensigt eller som resultat at påvirke kursdannelsen i en retning, som denne ellers ikke ville have taget under normale markedsforhold, er skadelig for tilliden til markederne. Formålet med det foreslåede forbud mod kursmanipulation er at hindre, at sådan adfærd finder sted.

...

Det foreslås at videreføre betingelsen efter den gældende lov, hvorefter de omfattede handlinger skal være egnet til at påvirke kursen på værdipapiret i en retning, der afviger fra kursen i markedet. I lighed med hvad der er tilfældet efter den gældende lov, stilles der ikke noget krav om, at handlingen rent faktisk medfører en kurspåvirkning eller, at kurspåvirkningen er væsentlig.

Egnethedskravet 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, om formålet eller hensigten med adfærden er at manipulere med kursen. Dette er i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets definition af kursmanipulation, som bygger på aktørernes adfærd og ikke deres hensigt eller formål med adfærden, ...

Information om gennemførte transaktioner og afgivne handelsordrer udgør et vigtigt grundlag for prisdannelsen på værdipapirmarkederne. Gennemførelse af transaktioner og afgivelse af handelsordrer under omstændigheder, der kan give et misvisende billede af udbud, efterspørgsel eller kursen på værdipapiret, er skadelig for tilliden til, at prisdannelsen på markedet sker på en redelig og gennemskelig måde. Formålet med de foreslåede bestemmelser er at forhindre, at en sådan adfærd kan finde sted.

...

En transaktion eller handelsordre vil normalt kun være egnet til at påvirke kursen på værdipapirer, hvis information om transaktionen eller handelsordren kommunikerer til



resten af markedet. En sådan kommunikation vil typisk finde sted gennem informationssystemer hos fondsbørsen eller den autoriserede markedsplads, ...

Bestemmelsen i stk. 1, nr. 2, omfatter alle former for transaktioner og handelsordrer, der er egnet til at give urigtige signaler til markedet om udbud, efterspørgsel eller kursen på et værdipapir. Det karakteristiske for de transaktioner og handelsordrer, der omfattes af bestemmelsen, er at de afviger fra normale transaktioner og handelsordrer, idet der er særlige omstændigheder omkring ordren eller transaktionen, der gør, at den ikke bør indgå i kursdannelsen på sædvanlig måde. Disse særlige omstændigheder kan være, at en handel ikke er indgået mellem uafhængige parter, der må formodes at have haft modsatte interesser ved fastsættelsen af vilkårene for handelen, eller at en handelsordre ikke er udtryk for et reelt udbud eller en reel efterspørgsel efter værdipapiret. Den foreslåede bestemmelse i stk. 1, nr. 2, skal i øvrigt læses i sammenhæng med forslaget til bestemmelsen om accepteret markedspraksis i stk. 4.

...

Bestemmelsen i stk. 1, nr. 4, medfører en udvidelse i forhold til den gældende definition af kursmanipulation, idet bestemmelsen omfatter transaktioner og handelsordrer, der sikrer at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau, uanset at der ikke med ordren eller transaktionen sendes et urigtigt eller vildledende signal. Under normale markedsforhold vil enkelte aktører på markedet ikke gennem afgivelse af handelsordrer eller gennemførelse af transaktioner have mulighed for at påvirke kursen på et værdipapir til et unormalt eller kunstigt niveau. ... Under markedsforhold, hvor udbuddet eller efterspørgslen på et værdipapir er koncentreret hos en enkelt eller enkelte samvirkende aktører, vil der derimod være risiko for, at kursdannelsen kan styres af enkelte dominerende aktører på markedet.

Den foreslåede bestemmelse har til formål at beskytte imod, at en dominerende aktør under sådanne markedsforhold misbruger sin stilling til at påvirke kursen til et unormalt eller kunstigt niveau. Det forhold, at markedsforholdene fører til, at en eller flere personer kommer til at besidde en væsentlig andel af udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir, medfører ikke i sig selv, at der foreligger en situation, der falder ind under bestemmelsen. Bestemmelsen omfatter alene tilfælde, hvor den dominerende stilling udnyttes til at fastsætte værdipapirets kurs på et unormalt eller kunstigt niveau. Den foreslåede bestemmelse i stk. 1, nr. 4, skal i øvrigt læses i sammenhæng med forslaget til bestemmelsen om accepteret markedspraksis i stk. 4.

...

Forslaget til bestemmelsen i stk. 4 gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, litra a, andet led, og bestemmer, at transaktioner eller handelsordrer omfattet af de foreslåede bestemmelser i stk. 1, nr. 2 og 4, ikke udgør kursmanipulation, såfremt to betingelser er opfyldt.

For det første skal transaktionen eller handelsordren være i overensstemmelse med accepteret markedspraksis. ...

For det andet følger det af den foreslåede bestemmelse, at der skal have været en legitim begrundelse for at indgå i transaktionen eller afgive handelsordren. ... Konsekvensen af

den foreslåede bestemmelse er således, at såfremt en handelsordre eller transaktion afgives eller gennemføres i overensstemmelse med en accepteret markedspraksis, vil der alene kunne pålægges ansvar for kursmanipulation, i de særlige tilfælde, hvor det fremgår, at formålet med handelsordren eller transaktionen var at manipulere med kursen.”

### **Anbringender**

T1, T2, T3 og T4 har anført bl.a., at sagen indeholder EU-retlige fortolkningsproblemer, som begrundet en forelæggelse for EU-Domstolen.

Det er væsentligt for afgørelsen af den konkrete sag at få fastslået, hvorvidt der i medfør af EU-retten skal foretages en helhedsvurdering af de konkrete forhold for det enkelte værdipapir (de tiltaltes synspunkt), eller hvorvidt den senest noterede bankkurs, er det eneste afgørende kriterium ved bedømmelsen af sagens faktiske forhold (anklagemyndighedens synspunkt).

Sætningen ”der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet” er en sætning, der blev indsat i 1995 i forbindelse med vedtagelsen af den danske værdipapirhandelslov, og inden indførelsen og implementeringen af markedsmissbrugsdirektivet i 2004. Ordene ”værdi i markedet”, der fortolkes forskelligt af henholdsvis Rigsadvokaten, forsvarerne og Vestre Landsret, synes således at være et levn fra tidligere dansk lovgivning, hvorfor der må være en særlig forpligtelse til at sikre, at den danske lovtekst efter implementeringen af markedsmissbrugsdirektivet fortolkes EU-konformt.

Egnethedskriteriet, herunder ordene ”værdi i markedet”, kan ikke umiddelbart genfindes hverken i direktivteksten eller i udenlandsk lovgivning om markedsmissbrug eller i den kommende markedsmissbrugsforordning.

I bemærkningerne til værdipapirhandelslovens § 38 anføres, at med de foreslåede bestemmelser i § 38 gennemføres markedsmissbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, der definerer, hvad der forstås ved kursmanipulation. I markedsmissbrugsdirektivet anvendes betegnelsen kursmanipulation som modstykket til insiderhandel, der fælles under ét betegnes markedsmissbrug. Sprogbrugen i den danske version afviger i forhold til de tilsvarende versioner på f.eks. engelsk, tysk, fransk, svensk og hollandsk. Hvor den danske version anvender ordet ”kursmanipulation”, anvender de øvrige versioner ordet ”market manipulation” og lignende. Det er så-

ledes kun den danske direktivtekst, der omtaler ”kursen” som genstanden for manipulation, mens de øvrige tekster omtaler markedspåvirkningen.

Det danske begreb ”kursmanipulation” – der skal fortolkes EU-konformt – er for snævert og giver anledning til misforståelse. Begrebet skal i henhold til værdipapirhandelsloven forstås som ”markedsmanipulation”, og børskursen eller den senest noterede børskurs er kun et af flere parametre, som skal tages i betragtning ved vurderingen af, hvorvidt en handling eller en adfærd har været markedsmanipulerende. Rigsadvokatens betragtning om, at det eneste væsentlige parameter for vurderingen af, hvorvidt der er handlet i strid med forbuddet mod markedsmanipulation, er en vurdering af den senest noterede børskurs, er et kategorisk, unuanceret og restriktivt standpunkt. Rigsadvokatens synspunkt indebærer, at bestemmelsen ikke skal læses efter sin ordlyd, ”værdi i markedet”, men skal læses som ”senest børsnoterede kurs”.

I modsætning til Rigsadvokaten gøres videre gældende, at spreadet har betydning for vurderingen af markedsprisen (værdien i markedet). Det er altså ikke nok at se på den senest noterede børskurs. I markedsprisen indgår også bedste udbud og bedste bud, dvs. spreadet.

Det følger af EU-traktatens artikel 267, stk. 1 og 2, at EU-Domstolen har kompetence til at afgøre præjudicielle spørgsmål om fortolkning af EU-retten. Det findes at være nødvendigt med en afklaring af spørgsmålene ved EU-Domstolen for en reel prøvelse af de tiltaltes retsstilling og effektive beskyttelse. Ikke alene er betingelserne for en forelæggelse til stede, men også tungtvejende hensyn til både de tiltalte og andre i en tilsvarende situation som de tiltalte taler for en forelæggelse for EU-Domstolen.

Der foreligger således ingen EU-retlig praksis om det spørgsmål, som Rigsadvokaten har rejst over for Procesbevillingsnævnet som værende principielt, ligesom retsstillingen ved de øverste domstole i de øvrige nordiske lande synes at afvige fra Rigsadvokatens opfattelse. I lyset heraf taler også hensynet til en ensartet retsanvendelse i forhold til de tiltalte for en forelæggelse.

Rigsadvokaten har anført bl.a., at der ikke efter ordlyden af markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, stk. 2, litra a, sammenholdt med direktivets formål, består en sådan tvivl om fortolkningen af EU-retten, at der er grundlag for en præjudiciel forelæggelse for EU-Domstolen.

Ved afgørelsen af, om der har fundet kursmanipulation sted, skal det først og fremmest vurderes, om der har fundet en bestemt handling sted som beskrevet i værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 1-4. Såfremt dette konstateres, skal der herefter foretages en vurdering af, om handlingen har været egnet til at påvirke kursen i en retning, der afviger fra værdien i markedet.

Ved denne vurdering skal der tages udgangspunkt i den senest noterede børskurs. Et værdipapirs værdi i markedet må således som udgangspunkt være afspejlet i den pris/kurs, som fremkommer ved køb og salg mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser. Det savner mening at tillægge spredet/kursspændet nogen som helst betydning ved vurderingen af, om en handling har været egnet til at påvirke værdien i markedet. Konsekvensen heraf vil være, at investorer i alt for høj grad får mulighed for at påvirke værdifastsættelsen ved at indlægge urealistisk høje eller lave handelsordrer.

Det er ikke anklagemyndighedens opfattelse, at der blot skal ses på den senest noterede børskurs, når det skal vurderes, om der er handlet i strid med forbuddet i værdipapirhandelslovens § 38, men alene, at den senest noterede børskurs skal lægges til grund, når det skal vurderes om en handling, som omfattet af værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 1-4, har været egnet til at påvirke markedet. Det er netop dette spørgsmål, som Højesteret skal tage stilling til.

Der findes ikke en originaltekst af et EU-direktiv. Direktivteksten er således den originale på hvert af de forskellige sprog i EU. Hvis oversættelserne ikke giver den samme mening i de enkelte EU-lande, må man ved fortolkningstvivel gå ud fra, hvad EU-Domstolen sandsynligvis ville komme frem til som den rigtige version ud fra formålet med bestemmelsen.

Formålet med markedsmissbrugsdirektivet er – som det fremgår af præamblen – at sikre tilliden til de europæiske markeder for handel med værdipapirer, hvilket forudsætter en høj grad af markedsgennemsigtighed. Det er således helt afgørende, at de priser, der fastsættes på værdipapirmarkederne, afspejler et reelt og konkurrencepræget samspil mellem udbud og efterspørgsel. Beskyttelseshensynet er herefter at beskytte markedet mod handlinger, der på utilbørlig vis påvirker markedets evne til at danne prisen/kursen.

Den adfærd, der er beskrevet som henholdsvis kurs- og markedsmanipulation i de to sprogligt forskellige versioner af direktivet dækker reelt over det samme – nemlig transaktioner eller handelsordrer, der er egnede til at manipulere med kursen/prisen på værdipapirer. Fortolkningen af direktivteksten på dette punkt rummer således ikke en sådan tvivl, at det er nødvendigt at forelægge spørgsmålet for EU-Domstolen.

Den første del af værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, hvorefter kursmanipulation defineres som handlinger, som er omfattet af bestemmelsens nr. 1-4, der er egnede til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, strider ikke mod markedsmisbrugsdirektivet. Det ligger således implicit i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, pkt. 2, at der skal være tale om handlinger, der er egnede til at skade markedet på en sådan måde, at der er tale om en adfærd/handling, der giver eller kan give vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, eller hvorved nogen sikrer, at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.

Direktivet angiver ikke, hvordan vurderingen af, om en handling har været egnet til at påvirke markedet, skal foretages. Det må således være overladt til de enkelte medlemsstaters domstole at vurdere, hvordan denne egnethedsvurdering skal foretages, så længe den foretages under skyldig hensyntagen til formålet med markedsmisbrugsdirektivet. Når henses til, at det overordnede formål med direktivet er at beskytte markedets evne til at danne den rigtige pris/kurs på værdipapirer og således sikre investorernes oplysningsgrundlag for beslutning om køb og salg af værdipapirer, findes den danske angivelse af, at de i § 38, stk. 1, nr. 1-4, nævnte handlinger skal være egnede til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ikke at være i strid med markedsmisbrugsdirektivet. Der er derfor heller ikke på dette punkt behov for en præjudiciel forelæggelse for EU-Domstolen.

### **Højesterets begrundelse og resultat**

Hovedspørgsmålet i sagen for Højesteret er, om landsretten har foretaget en forkert rets-anvendelse ved bedømmelsen af, om de tiltalte som anført i anklageskriftet har overtrådt værdipapirhandelslovens regler om kursmanipulation.

Værdipapirhandelslovens regler om kursmanipulation (§§ 38-39) har til formål at gennemføre Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug).

Det er Højesterets foreløbige opfattelse, at markedsmisbrugsdirektivets regler om kursmanipulation mv. efter deres ordlyd, formål og den foreliggende praksis fra EU-Domstolen, jf. bl.a. EU-Domstolens dom af 7. juli 2011 i sag C-445/09 (IMC Securities BV), ikke giver anledning til en sådan tvivl om fortolkningen af EU-retten, at der er grundlag for en præjudiciel forelæggelse for EU-Domstolen, inden Højesteret tager stilling til det foran nævnte hovedspørgsmål.

Højesteret tager derfor ikke anmodningen om præjudiciel forelæggelse til følge.

**Thi bestemmes:**

T1, T2, T3 og T4s anmodning om forelæggelse for EU-Domstolen tages ikke til følge.