

HØJESTERETS DOM

afsagt onsdag den 24. august 2016

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

Sag 221/2015

(2. afdeling)

Anklagemyndigheden

mod

T1 ApS

og

T2

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

T3

(advokat Jakob Lund Poulsen, beskikket)

samt

T4 A/S

(advokat Lotte Eskesen)

I tidligere instanser er afsagt dom af Retten i Herning den 17. oktober 2014 og af Vestre Landsrets 9. afdeling den 13. maj 2015.

I pådømmelsen har deltaget fem dommere: Lene Pagter Kristensen, Marianne Højgaard Pedersen, Jon Stokholm, Vibeke Rønne og Oliver Talevski.

Påstande

Dommen er anket af anklagemyndigheden med påstand om ophævelse af landsrettens dom og hjemvisning af sagen til landsretten til fornyet behandling.

De tiltalte, T1 ApS, T2, T3 og T4 A/S, har påstået stadfæstelse.

Sagsfremstilling

Straffesagen drejer sig om, hvorvidt T1 ApS og T2 har overtrådt værdipapirhandelslovens forbud mod kursmanipulation, og om T4 A/S og bankens finanschef T3 har medvirket til kursmanipulation, subsidiært har overtrådt værdipapirhandelslovens bestemmelser om pligt til at underrette Finanstilsynet.

Den 29. december 2011 rettede T2, der er hovedanpartshaver og direktør i T1 Aps, telefonisk henvendelse til T3. T1 ApS havde på tidspunktet for henvendelsen en obligationsbeholdning på nominelt 45,1 mio. kr. i den børsnoterede obligation ”7% Kristensen Germany AG 2015” (obligationen).

Af en udskrift fra telefonsamtalen den 29. december 2011, kl. 14.42, fremgår bl.a.:

T3: T3

T2: T2

Udfald i lyden: ???

”T2: Goddavn. T3, hvad gør Finanstilsynet, havde jeg nær sagt, hvis man hamrer sådan en obligation deroppe der handler med sig selv til en høj pris i forhold til det, det sidst er handlet?

T3: Så ryger du i spjældet.

T2: Ja.

T3: For jeg har et brev her foran mig fra Finanstilsynet, at de kører en skærpet overvågning for fondskoder, der laver noget mærkeligt.

T2: Ja.

T3: Det har de simpelthen sendt ud til banker.

T2: Ja.

T3: Så det risikerer man at blive fanget i ihvertfald.

T2: Ja. Men nu må du ikke bruge det, jeg siger, til noget.

T3: Nej nej, ha ha.

T2: Men nu, ik’, fordi nu har jeg siddet i bestyrelsen, ik’, for jeg har jo set, og jeg ved, der kommer nogle ting nu her ik’.

T3: Ja.

T2: Og derfor er det jo helt galt, de mennesker som nu eventuelt sælger deres papirer af her på et lummer intetniveau ik’.

T3: Ja.

T2: Og så – bang, så kommer offentliggørelsen ud, at der er sket nogle ting ik’?.

T3: Ja ja ja, ja. Men det du kan gøre, eller man kan gøre, det er jo at lægge et bud og ud og se, om der kommer en og sælger, hvis man gerne vil ha’ flyttet prisen op. Det er jo ikke ulovligt at byde. Du kan overhovedet ikke komme til at handle

- med dig selv. Det kan du godt se. Det er da ikke ulovligt at lægge et bud ud, og lægge et bud ud i papir og sige, jeg vil gerne købe så og så mange på den pris.
- T2: Ja.
- T3: Hvis du siger, jeg vil gerne købe 100.000 til kurs 15.
- T2: Det var jo nok 50.000, jeg bare ville købe til kurs 40.
- T3: Nå men så 50.000, nå okay. Ja men det...
- T2: Ja. Skal vi...
- T3: Det er der jo ikke nogen, der kan forhindre dig i at gøre.
- ...
- T2: Men øhm hvis jeg vil gi' kurs eller mit Holding vil give kurs 40, så vil de det. Det er der ingen, der kan...
- T3: Nej, men hvad er, hvad fondskode den har? Kan du huske det? Så er vi sikker på, at det er den rigtige.
- ...
- T3: Hm. Og du vil byde for 50.000?
- T2: Ja.
- T3: Kurs?
- T2: 40, nej vi kan bare ta' kurs 35. Det er kun fordi, der er en, der vil sælge til 73,1, og der sælgere for 600.000 på 1,0 ik', det er 74, det er 37, det er så 35 i snit ik', det er ikke så galt.
- T3: Nej, vi skal byde kurs 35, men hvad siger du, der er udbud på?
- T2: Der er kun udbud på 73,1.
- T3: Nå nå, det er det billigste udbud, der er?
- T2: Jep.
- T3: Okay.
- T2: Og den er handlet i går til kurs 1.
- T3: Til 1?
- T2: Ja. Det er helt galt. Den anden dag var der en, der blev handlet 2,8 millioner igennem.
- T3: Hvorfor fanden lægger du ikke sådan et bud ud?
- T2: Hva'?
- T3: Hvorfor lægger du ikke sådan et bud ud? Så får du da dem.
- T2: Jamen det, neeej, Jeg har nok af dem til at styre det her. Så vil jeg hellere ha' i den proces, jeg skal i gang med her nu, med, op mod Kristensen Properties der, at jeg ligesom får, fordi de skulle sende en ordentlig information ud.
- T3: Hm hm.
- T2: Jeg har siddet i bestyrelsen her og siddet og været med til at sidde og få nogle helt andre informationer, end det de har haft kørende deroppe, altså oppe hos Kristensen Properties end for selskabet som sådan ik'?
- ...
- T3: Vi prøver T2. Og det er både i dag og i morgen?
- T2: Ja. Fordi vi skulle jo gerne ha' dem med i år, sådan så det bliver...
- T3: Ja vi kan jo ikke garantere for, at de bliver handlet, men gør de, så får du...
- T2: Nej nej, men så viser vi jo at pludselig så et eller andet.
- T3: Ja ja.
- T2: Så kan vi se, om der er nogle, der vil sælge.
- T3: Vi lægger et bud ud der."

T3 forsøgte at lægge et bud på køb af nominelt 50.000 kr. af obligationen ud på Nasdaq OMX København (Børsen), men budet blev ikke registreret. I en telefonsamtale senere på dagen, kl. 16.21, drøftede T2 og T3, hvad det kunne skyldes, og hvordan T3 skulle forholde sig, hvis der viste sig at være et udbud til kurs 35. Af en udskrift af samtalen fremgår bl.a.:

- ”T3: Hej T2.
T2: Har du ikke lagt den ud?
T3: Nej, jeg kan ikke komme til det. Jeg har prøvet at være ved en anden bank også, de kan heller ikke komme til at lægge den ud.
...
T2: Du prøver lige igen ellers prøver du i morgen tidlig, så ringer du lige til mig.
T3: Nej, ja ja, det skal jeg nok prøve, kan jeg ikke komme ud, så kan jeg jo ikke bøvl med det altså.
T2: Jamen det skal da kunne komme ind.
T3: Men, hvor mange vil du købe på kurs 35, hvis jeg finder nogen her?
T2: 50.000.
T3: Nej nej, prøv, hvor mange?
T2: Hva’?
T3: Hvis det er nu jeg kan finde flere millioner til dig, hvis det er så god en handel? Vil du så ha’ dem?
T2: Nej nej, det vil jeg ikke, jeg har sagt til dig, at svinehunden der ik’, de skal jo ikke ha’ nogen, der sidder og fedter med kurs en halv der, og kurs 1 og 4 øre og sådan nogle ting der, dem der ved noget om tingene, jeg skal nok ta’ det skrald, det giver der, jeg er pisse ligeglad.
T3: Ja.
T2: Det er simpelthen så røvhul-agtigt det hele, det der foregår i den butik deroppe, så de skal bare ha’ hammeren, altså ved du hvad, man, jeg har jo liggende her fra jer af, at vi får renter den 2. januar på alle de her mange obligationer.
T3: Tror du det?
T2: Nej. Det gør jeg da ikke.
...
T3: Vi prøver igen i morgen, jeg skal nok prøve, det er ikke fordi, vi ikke vil.
T2: Ja.
T3: Så øh, men der må være et eller andet på den fondskode, siden at også de andre ikke kan komme ud på den.
...
T3: Eller om der, et eller andet, eller de har bremsset den eller hvad fanden, om der er en fondsbørsmeddelelse på vej, eller hvad fanden det er, det ved jeg jo ikke, hvad det kan være.
T2: Nej. Nej, der ligger en fra den 22/12, at de ikke betaler rente.”

Den fondsbørsmeddelelse, som T2 og T3 omtalte i telefonsamtalen, er meddelelse nr. 77 af 22. december 2011 fra udstederselskabet Kristensen Germany AG. Heraf fremgår bl.a.:

”Ingen renteudbetaling på obligationslånet

Der betales beklageligvis ikke renter på selskabets obligationslån den 2. januar 2012.

Baggrund

Der har på to obligationsejermøder været søgt om obligationsejernes tilslutning til en aftale om refinansiering af selskabet. Der er orienteret herom i bl.a. fondsbørsmeddelelserne nr. 67-74.

Som oplyst i fondsbørsmeddelelse nr. 73 blev der på seneste obligationsejermøde ikke sikret tilstrækkelig tilslutning til de fornødne ændringer i obligationsvilkårene som grundlag for en aftale om refinansiering med selskabets bankforbindelser. En del af den foreslåede refinansieringsaftale var, at renten på obligationslånet blev nedsat til 0,5 % p.a. og ikke blev udbetalt løbende.

Selv om den indstillede aftale ikke blev vedtaget, er det fortsat et krav fra både seniorbanken og juniorbankerne for videreførelse af finansieringen, at der ikke udbetales renter på obligationslånet.”

Den 30. december 2011, kl. 9.48, indlagde T3 på vegne T1 ApS et bud på køb af obligationen på nominelt 100.000 kr. til kurs 35, og budet førte til en handel.

Handlen blev annulleret af Børsen. I en telefonsamtale samme dag, kl. 11.18, drøftede T2 og T3, hvad det kunne skyldes. T3 foreslog, at T2 ringede til Børsen og klagede over, at handlen var blevet annulleret.

Drøftelserne fortsatte en time senere, kl. 12.17. Af en udskrift af denne samtale fremgår bl.a.:

”T2: Og det her jeg går efter, det er noget, de selv har lagt op frem for os på 2 obligationsmøder, at de er i gang med at sælge det, det står der også noget i den fondsbørsmeddelelse.

T3: Ja ja, ja.

T2: Ik’?

T3: Ja. Hvad siger ???

T2: Jamen det ved jeg ikke. Altså jeg ville lige snakke med dig, jeg skulle lige ha’ mit øhh ... ha’ mine ting øhh som ...

T3: Jamen de må jo ha’ en begrundelse for, at hvis man vil ha’ lov at byde og sige jeg vil gerne købe for den pris, og der er nogle, der vil sælge derude, så hvorfor vil de ikke tillade det.

...

T2: Jeg ringer derover, altså det er sgu ikke sådan, at tingene de stopper her.

T3: Nej.

...

T2: Hvis nu det skulle gå hen og falde positivt ud på et tidspunkt, ik’? og så det går i opfyldelse, og hvem ved om i det marked her, ik’, altså tysk ejendom de sælger jo godt, ik’?

T3: Jo de går fint i øjeblikket.

- T2: Ja, og kan man få finansieringen på plads der, og det er jo det, der altid er det store problem ik', men altså alle har jo interesse i det i sidste ende der, at få fundet ud af, at få fundet nogle løsninger, så det hele går op i en enhed, i stedet for i skraldespanden.
- T3: Ja ja. Men altså der vil de jo nok sige, at jamen hvis du har obligation, så kan du være ligeglad, altså så kan du bare vente på, at pengene kommer.
- T2: Ja ja, men altså det er også i orden, men jeg har bare villet vise det, som Kristensen Properties de har stået og fortalt om på talerstolen, ik', og jeg har ikke kunnet få de ting frem der, det er derfor, jeg har gået ud af bestyrelsen.
- T3: Ja ja ja.
- ...
- T3: Nej, men prøv da at ringe til dem og så skal jeg gerne ligge den ind en gang til i hvert fald, det er der ingen problemer i.
- T2: Ja ja. Nu kan jeg se, nu er én, der byder ud til 30.
- T3: Nå én der byder ud til 30?
- T2: Ja.
- T3: Nå men dem kan du så ta' og se, hvad de gør ved det.
- ???
- T2: Ja.
- T3: Ik'?
- T2: Ja. Men jeg tror lige, jeg vil snakke med dem først.
- T3: Jamen det kan du da gøre. Ja, fordi så kan du bare ta' dem.
- T2: Nu er der, alle dem der med de billige, ja nu er der 1 million tilbage, der vil købe til 1,0, ellers er der 300.000 på 30, 200 på 35 og 100.000 på 73,1.
- ...
- T2: Ja men jeg ta'r lige og ...
- T3: Ja men det er da det eneste, man kan gøre og så sige nu må I da ha' belæg, hvis jeg vil købe til den pris, fordi der er fremlagt sådan og sådan, så må jeg da ha' lyst til det, ik' også?
- ..."

Kl. 12.32 ringede T2 igen til T3. Af en udskrift af samtalen fremgår bl.a., at T2 havde talt med Børsen, der oplyste, at kontakt skulle ske via T2s bank. T3 lovede herefter at ringe til Børsen.

Kl. 12.42 ringede T2 på ny til T3. Af en udskrift af samtalen fremgår bl.a.:

- "T3: T3.
- T2: T2 igen.
- T3: Hej T2.
- T2: Vi kan godt prøve den der til kurs de 30, og så se hvad der så sker?
- T3: Ja ja. Jamen jeg ved ikke, om vi har fået fat på dem derovre endnu, jeg har lige sat en til ringe derover.
- T2: Ja.
- T3: Jamen vi prøver.
- T2: Ja.

T3: Det er i orden.
T2: Bare 100 igen?
T3: Ja det er i orden. Hej.”

Kl. 12.43 indlagde T3 et bud på køb af obligationen på nominelt 100.000 kr. til kurs 30. Bud-
det førte til en handel med det udbud til kurs 30, som var lagt på Børsen kl. 11.30. Af en ud-
skrift fra en efterfølgende telefonsamtale, kl. 14.10, fremgår bl.a.:

”T2: Jeg var da bare lige nysgerrig, hvad de så sagde.
T3: Jamen, jeg går, jamen de har haft ringet derover igen.
T2: Nå.
T3: Og jeg har sagt, at vi har en kunde, der insisterer på at det skal være sådan og så-
dan, og der har lige været et noget møde deroppe, og der har været orienteret
om, hvad de her de er værd, så eller hvad man kan regne ud, de er værd. Så jeg
ved ikke, om jeg får lov at beholde den her.
T2: Nej.
T3: Så, ha, så om de godtager den forklaring over på Fondsbørsen, det ved jeg ikke,
om de gør.
T2: Nej.
T3: Men øh, nu må vi se. Den er ikke slettet endnu.
...
T2: Nej men altså, jeg er nødt til i det her, i det overordnede der, i det skodfirma der,
og gøre det ...
T3: Holde dem i hånden. Ja.
T2: Ja ja. Nej det er sgu ikke og holde dem i hånden, det er ...
T3: Altså den står stadigvæk inde også, kan jeg se, den er ikke slettet, det står stadig
som den obligation, der stiger mest, hvis du går ind og kigger.
T2: Ja.
T3: Til kurs 30.
T2: Ja det er det også.
T3: Den er ikke slettet endnu.
...
T3: Nej. Men den står der endnu. Det gør den.
T2: Nej nej, jeg er sådan set, altså personligt er jeg fuldstændig lige glad. Ret beset
ik’ der vil jeg hellere ha’, at de der ting jeg har i min portefølje der, de er skrevet
ned.
T3: Ja.
T2: Men der ligger 400 millioner ude omkring. Jeg vil fandme ikke ha’, at der er no-
gen her, der kender til tingene, der sidder og plukker dem for 4 øre eller 1 krone
eller 1 krone og 10.
T3: Nej.”

Denne handel blev ikke annulleret af Børsen, og der blev ikke gennemført yderligere handler
den dag. Den højeste købspris i markedet på obligationen steg derefter fra kurs 1,1 til kurs 30,

som blev årets lukkekurs. T1 ApS' beholdning af obligationen steg herefter i værdi fra 495.000 kr. til 13,5 mio. kr.

Den 9. januar 2012 indgav Børsen underretning til Finanstilsynet om mulig kursmanipulation. Det fremgår af underretningen bl.a.:

”Mulig kursmanipulation i 7% Kristensen Germany AG 2015

...

Børsen er via overvågningssystemet SMARTS blevet bekendt med, at kursen i obligationen 7% Kristensen Germany AG 2015... den 30. december 2011 (kl. 12:43), blev handlet op i kurs 30, efter i en periode på tre måneder, at have været handlet på kurser i intervallet 1-5 ... Kursstigningen skete på baggrund af en enkelt handel, foretaget af kunder hos Saxo Privatbank (DIF).

Forud for handlen på kurs 30, valgte børsen at tvangsannullere en handel på kurs 35 (kl. 10:30), ligeledes foretaget af to kunder hos Saxo Privatbank. Baggrunden for tvangsannulleringen var, at børsen vurderede, at handlen baseret på de historiske priser, samt at selskabet ikke havde offentliggjort positivt nyt om selskabets økonomiske situation ..., var en klar fejl jf. Nasdaq OMX Nordic Member Rules 6.7.3. Årsagen til, at handlen blev foretaget på kurs 30 *ikke* blev annulleret var, at Saxo Privatbank i perioden mellem de to handler, havde været i kontakt med køber og sælger, som fastholdt, at kursen var korrekt. Børsen fandt på denne baggrund ikke grundlag for at annullere handlen.

Børsen finder det dog bemærkelsesværdigt, at kursen den sidste handelsdag på året stiger betydeligt, hvilket også skal ses i lyset af tidligere omtalte historiske priser og selskabets økonomiske situation.

Af notaer fra Saxo Privatbank fremgår det, at køber i begge tilfælde er:

T4 A/S

...

Det fremgår endvidere at sælger i første handel, som blev tvangsannulleret, er:

Fundamental Fondsmæglerselskab A/S

...

Samt at sælger i den handel der blev stående er:

P

...

Eftersom T4 A/S ikke er medlem af NASDAQ OMX, skal vi anmode Finanstilsynet undersøge hvem der står bag købet.”

Den 19. juni 2012 anmeldte Finanstilsynet forholdet til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet. Af anmeldelsen fremgår bl.a.:

"T1 ApS – anmeldelse af kursmanipulation i 7% Kristensen Germany AG 2015

Finanstilsynet anmoder hermed Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet om at efterforske, om der foreligger en overtrædelse af kursmanipulationsforbuddet ... foretaget af

T1 ApS

...

i forbindelse med selskabets opkøb af obligationer i 7% Kristensen Germany AG 2015 (7% Kristensen) den 30. december 2011, hvilket fik lukkekursen til at stige med over 2.500 procent.

Sagsfremstilling

...

Den 30. december 2011 blev 7% Kristensen handlet op i kurs 30, efter i en periode på tre måneder at være blevet handlet på kurser i intervallet 0,04-5. Senest handlede kurs var 1,1, hvilket relaterede sig til en transaktion den 28. december 2011. Kursstigningen den 30. december 2011 skete på baggrund af en enkelt handel foretaget af en kunde hos Saxo privatbank.

Forud for denne handel, valgte børsen at tvangsannullere en handel på 100.000 stk. til kurs 35,0 ligeledes foretaget af en kunde fra Saxo Privatbank. Baggrunden var, at børsen vurderede, buddet måtte være en fejl.

Grunden til at børsen ikke annullerede den anden handel var, at Saxo Privatbank i perioden mellem de to handler havde været i kontakt med køber og sælger der fastholdt, at kursen var korrekt. Børsen rettede efterfølgende henvendelse til Saxo Privatbank for at identificere køber og sælger. Køber var i begge handler T4 A/S. I den første handel, som blev tvangsannulleret, var sælger Fundamental Fondsmæglerselskab A/S. I den anden handel, som blev stående, var sælger P.

På baggrund af denne underretning har Finanstilsynet foretaget en undersøgelse af sagens nærmere omstændigheder.

Finanstilsynet har rettet henvendelse til T4 A/S for at identificere køber. Det viste sig at køberen i begge tilfælde var T1 ApS (i det følgende benævnte T1 ApS). Finanstilsynet har efterfølgende indhentet handelsnota fra T4 A/S (...). Herefter undersøgte Finanstilsynet, om der var en forbindelse mellem køber, T1 ApS, og sælger, som var henholdsvis Fundamental Fondsmæglerselskab A/S og P. Det er ikke fundet en forbindelse.

Finanstilsynet har modtaget data fra VP Securities over handler foretaget af T1 ApS i perioden fra 1. august 2011-9. februar 2012 (...). Det viste sig at T1 ApS havde en tilgang på 20 stk. mio. obligationer i 7% Kristensen den 7. september 2011. T1 ApS betalte 500.000 kr. svarende til kurs 2,5 til Saxo Privatbank for obligationerne (...).

Finanstilsynet finder det bemærkelsesværdigt, at T1 ApS købte 100.000 stk. obligationer til kurs 30,0 i 7% Kristensen på årets sidste handelsdag taget i betragtning af, at 7% Kristensen den 22. december 2011 havde udsendt en negativ selskabsmeddelelse, hvor det fremgik at selskabet ikke kunne udbetale renter på selskabets obligationslån (...). Den seneste handel var den 28. december 2011 til kurs 1,1. 7% Kristensen er en meget illikvid obligation og blev først handlet igen den 27. januar 2012. Denne gang til kurs 1,4 (...).

Ifølge de data som Finanstilsynet har modtaget fra VP Securities A/S, har T1 ApS ikke foretaget andre handler end tilgangen den 7. september 2011 og købet den 30. december 2011 i perioden fra den 1. august 2011 til den 9. februar 2012.

Udtræk fra VP Securities A/S over T1 ApS' beholdning af obligationer i 7% Kristensen pr. 31. december 2010 viser, at selskabet havde en beholdning af obligationer i 7% Kristensen på 45,1 mio. stk. inklusiv handlerne den 30. december 2011 (...). Opkøbene den 30. december 2011 indgår i udtrækket på beholdningsdatoen den 13. februar 2012, da VP Securities A/S baserer beholdningen på afviklingsdatoen, hvilket er den 4. januar 2012 for handler gennemført den 30. december 2011. T1 ApS' beholdning svarer til 9 % af obligationsudstedelsen i 7% Kristensen jf. nedenstående tabel 1.

Tabel 1					
	T1 ApS				Hele serien
	Antal	kursværdi	Kurs	Beholdning i procent	Antal
Tidligere opkøb	10.000.000			2,00%	500.000.000,00
Tidligere opkøb	15.000.000			3,00%	500.000.000,00
6. september 2011	20.000.000	500.000	2,50	4,00%	500.000.000,00
30. december 2011	100.000	30.000	30,00	0,02%	500.000.000,00
	45.100.000			9,02%	

Ved at foretage opkøb i lukkeauktionen på årets sidste handelsdag fik T1 ApS lukkekursen til at stige fra kurs 1,1 til kurs 30,0. Hermed opnåede T1 ApS en værdiforøgelse på obligationsbeholdningen i 7% Kristensen på 13 mio. kr. Da T1 ApS har regnskabsår fra 1. januar til 31. december, ville den forhøjede værdi af obligationsposten indgå i årsregnskabet for 2011 (...). T1 ApS undgik desuden at skulle nedskrive sin ny erhvervede tilgang af 20. mio. obligationer fra den 7. september 2011 fra 500.000 kr. 220.000 kr., hvilket ville svare til en nedskrivning på 280.000 kr.”

Der er i sagen fremlagt rådata fra Børsen vedrørende handlen med obligationen i perioden 1. november 2011 til 16. februar 2012. Det fremgår heraf, at den højeste udbudskurs i perioden 1. november 2011 til 30. december 2011 var 73,1. Dette udbud blev lagt ud hver børsdag i denne periode. I øvrigt varierede udbuds- og budkurserne i perioden mellem kurs 0,02 og 5. Indtil den annullerede handel den 30. december 2011 var obligationen i perioden fra den 1. november 2011 blevet handlet ni gange til højst kurs 5. De senest registrerede handler fandt sted den 27. december 2011 til kurs 1,0 og den 28. december 2011 til kurs 1,1.

Højesteret har ved kendelse af 30. juni 2016 afslået de tiltaltes anmodning om, at der stilles præjudicielle spørgsmål til EU-Domstolen om fortolkningen af artikel 1, nr. 2, i direktiv 2003/6/EF om markedsmissbrug.

Retsgrundlaget

Dansk ret

Bestemmelser om kursmanipulation blev indsat i værdipapirhandelsloven ved lov nr. 1072 af 20. december 1995. Af lovens § 34, stk. 3, fremgik:

”Stk. 3. Ved kursmanipulation forstås handlinger som nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer eller unoterede instrumenter efter stk. 1 i en retning, der afviger væsentligt fra disses værdi i markedet, ved

- 1) offentliggørelse eller udspredelse af urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer,
- 2) indberetning af handel med egne værdipapirer, herunder handel med et koncernforbundet selskabs værdipapirer, uden at det er markedet bekendt,
- 3) indberetning af handel med sig selv, herunder handel med koncernforbundne selskaber, uden at det er markedet bekendt, eller
- 4) indberetning af handel, når det mellem køber og sælger er aftalt, at tab dækkes på anden måde, uden at det er markedet bekendt.”

Ved lov nr. 414 af 26. juni 1998 udgik kravet om væsentlighed i værdipapirhandelslovens § 34, stk. 3.

Ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, der bl.a. gennemførte Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrugsdirektivet), blev § 34, stk. 3, ophævet og erstattet med § 38. Af § 38 og § 39, stk. 1, som var gældende på gerningstidspunktet, fremgik bl.a. (lovbekendtgørelse nr. 1530 af 2. december 2015):

”§ 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

...

2) transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,

...

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

...

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. 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.

...

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

I lovforslagets bemærkninger til § 38 er anført bl.a. (FT 2004-05, 1. saml., tillæg A, lovforslag nr. L 13, s. 334 ff.):

”Med de foreslåede bestemmelser i § 38 gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, der definerer, hvad der forstås ved kursmanipulation. 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.

Den foreslåede definition i § 38, *stk. 1*, erstatter den gældende definition i lovens § 34, *stk. 3*. Den gældende lovs § 34, *stk. 3*, indeholder en udtømmende opregning af hvilke former for adfærd, der udgør kursmanipulation. I forhold til de gældende regler medfører den foreslåede definition en noget bredere afgrænsning af begrebet kursmanipulation, jf. nærmere nedenfor. Kursmanipulation vil derfor fremover kunne bestå i andre former for adfærd, end de der er omfattet af den gældende lovs § 34, *stk. 3*. Denne udvidelse af bestemmelsen er nødvendig for at bringe de danske regler i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivet. Den bredere afgrænsning af begrebet kursmanipula-

tion må i øvrigt ses i sammenhæng med den i stk. 4 foreslåede undtagelse, hvorefter transaktioner og handelsordrer, der er legitime og i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, ikke omfattes af begrebet kursmanipulation.

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, ...

...

Forslaget til bestemmelserne i *stk. 1, nr. 2- 4*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, litra a, første led, og artikel 1, nr. 2, litra b, og fastlægger hvilke transaktioner og handelsordrer, der udgør kursmanipulation. Information om gennemførte transaktioner og afgivne handelsordrer udgør et vigtigt grundlag for prisdannelsen på værdipapirmarkedene. 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 gennemskuelig 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.

Med bestemmelsen i *stk. 2* gennemføres eksemplerne på kursmanipulation i markedsmissbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, sidste led. Eksemplerne udgør ikke en udtømmende liste.

...

Eksemplet i *stk. 2, nr. 2*, vedrører en form for kursmanipulation, der normalt kendes under betegnelsen "marking the close". Transaktioner som nævnt i eksemplet vil kunne falde ind under den foreslåede regel i stk. 1, nr. 2. Det karakteristiske for denne form for kursmanipulation er, at der bevidst handles med værdipapirer umiddelbart før markedets lukketid med henblik på at ændre markedets slutkurs. Sådant form for kursmanipulation vil særligt kunne finde sted, hvor den handlende har en særlig interesse i slutkursen, f.eks. i forbindelse med udløb af optioner eller futures eller en periodevis opgørelse af den handlendes portefølje.

Eksemplet i *stk. 2, nr. 3*, vedrører en form for kursmanipulation, der normalt kendes under betegnelsen "abusive squeeze". Adfærd som nævnt i eksemplet vil kunne falde ind under den foreslåede regel i stk. 1, nr. 4. Det karakteristiske for denne form for kursmanipulation er, at en person eller flere personer i fællesskab misbruger en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen på værdipapiret med henblik på at fastsætte prisen på et niveau, der afviger fra markedskursen.

...

Forslaget til bestemmelsen i stk. 4 gennemfører markedsmissbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, litra a, andet led, og bestemmer, at transaktioner eller handelsordrer omfattende 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.”

Værdipapirhandelslovens § 38 og § 39, stk. 1, er ophævet ved lov nr. 632 af 8. juni 2016 med virkning fra den 3. juli 2016. Ophævelsen af disse bestemmelser er en konsekvens af, at markedsmisbrugsdirektivet er blevet afløst af Europa-Parlamentets og Rådets forordning 596/2014/EU af 16. april 2014 om markedsmisbrug (markedsmisbrugsforordningen).

I lovforslagets almindelige bemærkninger hedder det bl.a. (FT 2015-16, tillæg A, lovforslag nr. L 159, s. 47-48):

”Den nuværende definition af kursmanipulation findes i § 38 i lov om værdipapirhandel m.v., hvoraf fremgår, at der ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af bestemmelsens stk. 1, 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. Denne betingelse om, at handlinger skal være egnede til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, var gældende også før implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet. Af bemærkningerne til den gældende bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, jf. de specielle bemærkninger til bestemmelsen i lovforslag nr. L 13 af 6. oktober 2004 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., Folketings-tidende 2004-2005, Tillæg A, s. 380, fremgår det således, at »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«.

Udgangspunktet ved fastsættelse af et værdipapirs værdi i markedet er børskursen på værdipapiret. Værdien fastsættes på en markedsplads af en sælger og en køber, der ved prisfastsættelsen har modsatrettede interesser. Et værdipapirs værdi i markedet vil være den senest noterede kurs mellem uafhængige parter, jf. U 2001.578 H. For god ordens skyld bemærkes det, at Vestre Landsret i en dom fra 13. maj 2015 synes at have anlagt et andet synspunkt. Det bemærkes, at Procesbevillingsnævnet har givet tilladelse til, at Vestre Landsrets dom indbringes for Højesteret.

Forordningens artikel 12, stk. 1, fastsætter, hvilke aktiviteter der efter forordningen omfatter markedsmanipulation. Artikel 12, stk. 2, fastsætter, hvilken adfærd der bl.a. anses for at være markedsmanipulation.

Forordningens beskrivelse i artikel 12 af det strafbare område for markedsmanipulation indeholder ikke en betingelse om, at de handlinger, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer, skal påvirke kursen i en retning, der afviger fra værdipapirets værdi i

markedet. Betingelsen i § 38, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. om, at handlinger skal være egnede til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, videreføres således ikke i forordningen og vil således ikke fremover være en betingelse for strafbar markedsmanipulation efter forordningen.”

EU-ret

Lov nr. 1460 af 22. december 2004, der gennemførte § 38 og § 39, stk. 1, i den dagældende værdipapirhandelslov i dansk ret, bygger på markedsmisbrugsdirektivet. Direktivet havde 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.”

Direktivets artikel 5 har følgende ordlyd:

”Medlemsstaterne forbyder enhver at foretage kursmanipulation.”

Med hjemmel i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, in fine, udstedte Kommissionen direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (gennemførelsesdirektivet).

Af dette direktivs artikel 4, der har overskriften ”Manipulerende adfærd i tilknytning til urigtige eller vildledende signaler og kurssikring”, fremgår bl.a.:

”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

...

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

...

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 og gennemførelsesdirektivet er som nævnt ophævet og med virkning fra den 3. juli 2016 erstattet af markedsmisbrugsforordningen.

I artikel 12 og 15 i markedsmisbrugsforordningen hedder det bl.a.:

”Artikel 12

Markedsmanipulation

1. Ved anvendelsen af denne forordning omfatter markedsmanipulation følgende aktiviteter:

a) indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre eller anden adfærd, som:

i) giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, eller

ii) 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 niveau medmindre den person, som indgik en transaktion, udstedte en handelsordre eller deltog i enhver anden adfærd, godtgør, at en sådan transaktion, ordre eller adfærd er foretaget af lovlige årsager og er i overensstemmelse med en accepteret markedspraksis fastlagt i overensstemmelse med artikel 13

...

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

b) køb eller salg af finansielle instrumenter ved markedets åbnings- eller lukketid med den virkning eller antagelige virkning, at investorer, der handler på grundlag af de offentliggjorte kurser, herunder åbnings- og slutkurserne, vildledes

c) afgivelse af handelsordrer til en markedsplads, herunder en eventuel annullering eller ændring heraf, ved hjælp af ethvert tilgængeligt handelsmiddel, herunder elektroniske midler som f.eks. algoritmiske handelsstrategier og højfrekvenshandelsstrategier, og som har en af de i stk. 1, litra a) eller b), omhandlede effekter ved:

...

iii) at sende eller antages at ville sende et urigtigt eller vildledende signal om udbuddet af eller efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument, navnlig ved at afgive ordrer for at igangsætte eller forstærke en tendens

...

4. Hvis en person som omhandlet i denne artikel er en juridisk person, finder denne artikel i overensstemmelse med national ret også anvendelse på fysiske personer, som deltager i beslutningen om at gennemføre aktiviteter for den pågældende juridiske persons regning.

...

Artikel 15

Forbud mod markedsmanipulation

Det er forbudt personer at deltage eller at forsøge at deltage i markedsmanipulation.”

Anbringender

Rigsadvokaten har anført bl.a., at landsretten har anvendt § 38, stk. 1, i den dagældende værdipapirhandelslov forkert i sin vurdering af, om handlingen har været egnet til at påvirke kursen i en retning, der afviger fra værdien i markedet. Det er anklagemyndighedens opfattelse, at der ved denne vurdering skal tages udgangspunkt i den senest noterede børskurs. Et værdipapirs værdi i markedet må således som udgangspunkt være afspejlet i den pris (kurs), der fremkommer ved køb og salg mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser. Ved denne vurdering er kursspændet – dvs. afvigelsen mellem bud- og udbudskurser (spreadet) – uden betydning. Det afgørende må være den pris/kurs, som værdipapiret rent faktisk er handlet til, mens bud/udbud, som ikke har ført til indgåede handler, er uden betydning. I modsat fald ville det være muligt at påvirke værdifastsættelsen ved at indlægge urealistisk høje eller lave handelsordrer og på den måde omgå værdipapirhandelslovens forbud mod kursmanipulation.

Anklagemyndigheden gør ikke gældende, at den senest noterede børskurs er det eneste afgørende ved vurderingen af, om der er handlet i strid med forbuddet mod kursmanipulation.

Synspunktet er alene, at der skal tages udgangspunkt i den seneste børskurs, når det skal vurderes, om en handling i givet fald har været egnet til at påvirke kursdannelsen.

T2 og T1 ApS har anført bl.a., at landsretten har anvendt reglerne i den dagældende værdipapirhandelslov korrekt. Der er enighed om, at der ved vurderingen af, om en handling i givet fald har været egnet til at påvirke kursdannelsen, skal tages udgangspunkt i den seneste børskurs. Dette var baggrunden for, at sagen for både byretten og landsretten blev forelagt med omfattende gennemgang af forholdene omkring ikke alene den sidste forudgående handel på Børsen, men de seneste handler og budhistorien omkring værdipapiret.

Der er enighed om, at børskursen ikke er det eneste afgørende, og der blev for byretten og landsretten forelagt et omfattende materiale til belysning af baggrunden for de registrerede handler på Børsen, obligationens likviditet og de modstridende forhold mellem udbyderen, udbyderens moderselskab, senior- og juniorbanker og obligationsejerne. Der blev gennemført bevisførelse, herunder afgivet forklaring om, at visse af de oplysninger, der offentligt fremkom fra udbyderselskabet, ikke var i overensstemmelse med de oplysninger, der var givet til obligationsejernes repræsentant i ledelsen og de regnskabsoplysninger, der knyttede sig til det samlede låneforhold.

På baggrund af samtlige forelagte forhold fandt byretten og landsretten det bevist, at der var tale om en illikvid obligation, hvor der reelt ikke var noget marked, men højst divergerende opfattelser af obligationens værdi. Hele denne bevisførelse og landsrettens bevisvurdering, der ikke indgår i bedømmelsen for Højesteret, fører til, at et moment i vurderingen af obligationens værdi i markedet er de interesser, der har været og konkret er for køb og salg (spreadet). Forudsætningen for en kursændring er fortsat, at køber og sælger mødes. Deres bud og udbud, der danner spreadet, er en indikation af parternes forskellige opfattelse af værdien – som også anført af landsretten – og ikke andet. Dette gælder navnlig ved illikvide værdipapirer. Det er imidlertid det felt, som køber og sælger må bevæge sig ind i, hvis der skal laves en handel, og det må som udgangspunkt være legitimt at bevæge sig ind i det felt.

T4 A/S og T3 har supplerende anført bl.a., at sagen grundlæggende angår, hvorvidt der foreligger kursmanipulation, blot fordi en værdipapirinvestor udtrykkeligt ønsker at påvirke markedskursen, eller om kursmanipulation forudsætter, at denne påvirkning af kursen sker gen-

nem utilbørlige, retsstridige handlinger. De gennemførte handlinger var baseret på konkrete overvejelser om ejendomsporteføljens værdi og dermed kursen på det lån, som obligations-ejerne har ydet til udstederselskabet, og var på ingen måde i strid med forbuddet mod kursmanipulation.

Begrebet ”værdi i markedet”, jf. § 38, stk. 1, 1. pkt., i den dagældende værdipapirhandelslov, er ikke synonymt med den senest noterede børskurs for et værdipapir. Tværtimod fremgår det udtrykkeligt af forarbejderne til den oprindelige værdipapirhandelslov, at det er særdeles vanskeligt at vurdere markedsprisen på illikvide værdipapirer, og at en sammenligning med den senest registrerede børskurs ikke nødvendigvis er relevant, jf. Børsudvalgets betænkning 1290/1995, bind I, s. 20, og s. 41 i udvalgets lovudkast med bemærkninger. Det fremgår også af ordlyden af § 4 i udvalgets lovudkast, at det ikke var udvalgets hensigt, at det afgørende kriterium skulle være, hvorvidt der handles til en kurs, der er anderledes end den senest noterede børskurs. Udvalget anvender betegnelsen ”kursdannelsen”, og den afgørende faktor er, hvorvidt denne påvirkes uredeligt. Det skal således vurderes, om en handling bevirker, at der dannes en anden kurs, end der ville være blevet dannet, såfremt den utilbørlige påvirkning ikke havde fundet sted. Som led i denne vurdering må alle relevante forhold tages i betragtning, herunder efterspørgslen, udbuddet, eksterne forhold såsom renteændringer og en debitors tilbagebetalingsevne.

Såfremt det skal give mening at lægge vægt på et værdipapirs noterede børskurs, er det en forudsætning, at der er et reelt marked for værdipapiret, dvs. at der er en ikke ubetydelig mængde aktører på både køber- og sælgersiden, og at der således er tale om et likvidt papir. Dette er ikke tilfældet i den konkrete sag. I perioden fra den 22. november til 27. december 2011 var der kun to sælgere, der dagligt lagde udbud, og ingen købere. I perioden fra 1. november 2011 til 10. februar 2012 blev formentlig alene gennemført fire handler, der kan siges at være udslag af normal kursdannelse.

Højesterets begrundelse og resultat

Sagens problemstilling

Ved anklageskrift modtaget i byretten den 16. juni 2014 blev der rejst tiltale mod T1 ApS, T2, T3 og T4 A/S bl.a. for overtrædelse af og medvirken til overtrædelse af den dagældende vær-

dipapirhandelslovs § 38 om forbud mod kursmanipulation i forbindelse med, at T1 ApS den 30. december 2011 afgav købsordre på først kurs 35 og dernæst kurs 30 for ejendomsobligationen 7% Kristensen Germany AG på nominelt 100.000 kr. på det regulerede marked, hvorved senest noterede kurs på obligationen steg fra kurs 1,1 til først kurs 35 og efter Nasdaq OMX' (Børsens) annullation af denne handel til kurs 30 ved indgåelse af handlen til denne kurs. Landsretten frifandt de tiltalte, fordi retten fandt, at det ikke var godtgjort, at afgivelsen af de to købsordrer har været egnet til at påvirke kursen på obligationen i en retning, der afveg fra dens værdi i markedet, og at der derfor ikke forelå en overtrædelse af den dagældende værdipapirhandelslovs § 38, stk. 1, nr. 2 eller 4.

Værdipapirhandelslovens bestemmelser om kursmanipulation, der gennemførte bl.a. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), er ophævet med virkning fra den 3. juli 2016 ved lov nr. 632 af 8. juni 2016, og § 38, stk. 1, nr. 2 og 4, er erstattet af artikel 12, stk. 1, a) i) og ii) i markedsmisbrugsforordningen (Europa-Parlamentets og Rådets forordning 596/2014/EU af 16. april 2014). Hverken direktivet eller forordningen indeholder en bestemmelse, der svarer til indledningen til § 38, stk. 1, hvorefter der ved "kursmanipulation forstås handlinger omfattet af nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer ... i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet". Betingelserne i indledningen til § 38, stk. 1, skal dog være opfyldt, for at de tiltalte kan straffes, jf. straffelovens § 3.

For Højesteret er spørgsmålet, om der er grundlag for at ophæve landsrettens dom og hjemvise sagen, fordi landsretten ved vurderingen af, om de to købsordrer afveg fra obligationens "værdi i markedet", har anvendt værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, urigtigt, jf. retsplejelovens § 933, stk. 2, jf. § 912, stk. 1, nr. 3.

Kursmanipulation

Af § 34, stk. 3, i lov om værdipapirhandel fra 1995 fremgik, at der ved kursmanipulation forstås nærmere angivne handlinger, der er "egnet til at påvirke kursen på værdipapirer ... i en retning, der afviger væsentligt fra disses værdi i markedet".

Højesteret fastslog i dom af 14. december 2000 (UfR 2001.578), der drejede sig om illikvide værdipapirer, at der med udtrykket ”disses værdi i markedet” i § 34, stk. 3, forstås den børs-noterede kurs.

På gerningstidspunktet i den foreliggende sag fremgik forbuddet mod kursmanipulation af § 38 i værdipapirhandelsloven fra 2004. § 38, stk. 1, videreførte den nævnte bestemmelse i § 34, stk. 3, idet kravet om væsentlighed dog var ophævet ved en lovændring i 1998. Af forarbejderne til § 38 i loven fra 2004 fremgår bl.a., at bestemmelsen har til formål at sikre investorerens tillid til de regulerede markeder. Det anføres, at det er af væsentlig betydning, at kursdannelsen på de handlede værdipapirer sker på grundlag af korrekte og pålidelige oplysninger. Adfærd fra markedsdeltageres side, der har til formål eller som resultat at påvirke kursdannelsen i en retning, som denne ellers ikke ville have taget under normale markedsforhold, er skadelig for tilliden til markedet. Det fremgår endvidere, at information om gennemførte transaktioner og afgivne handelsordrer udgør et vigtigt grundlag for prisdannelsen på værdipapirmarkederne, og at gennemførelse af transaktioner og afgivelse af handelsordrer under omstændigheder, der kan give et misvisende billede af udbud af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapiret, er skadelig for tilliden til, at prisdannelsen på markedet sker på en redelig og gennemskuelig måde.

Højesteret finder, at lovændringen i 2004 ikke ændrer den forståelse af udtrykket ”værdi i markedet”, der følger af ovennævnte højesteretsdom. Dette understøttes også af de almindelige bemærkninger til loven fra 2016, hvoraf fremgår, at et ”værdipapirs værdi i markedet vil være den senest noterede kurs mellem uafhængige parter, jf. U 2001.578 H.”

På den anførte baggrund finder Højesteret, at udtrykket ”værdi i markedet” i den dagældende værdipapirhandelslovs § 38, stk. 1 – også når det gælder illikvide værdipapirer – må forstås som den senest noterede børskurs, hvor kursen er resultat af en handel mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser, det vil sige en handel, hvor sælger ønsker at opnå højst mulig kurs, mens køber ønsker at købe billigst muligt.

Børskursen må dog fraviges, hvis den ikke kan anses for et retvisende udtryk for værdipapirets værdi i markedet. Noget sådant vil efter omstændighederne kunne være tilfældet, hvis der efter den senest noterede børskurs er indtrådt generelle ændringer i markedet, f.eks. rente-

ændringer, eller hvis udstederen af værdipapiret i en selskabsmeddelelse eller på lignende måde har givet oplysninger, der har betydning for værdien af papiret. Den kurs, som er angivet f.eks. i en salgsordre, men som ikke fører til en handel, viser derimod ikke i sig selv, at den senest noterede børskurs ikke kan anses for retvisende.

Højesteret finder, at landsrettens præmisser må forstås således, at landsretten ikke har anvendt den senest noterede børskurs fra den 28. december 2011 ved vurderingen af obligationens værdi i markedet den 30. december 2011, da købsordrerne blev afgivet. Landsretten har henvist til, at der er tale om en illikvid obligation, og at der var en meget betydelig afvigelse (spread) mellem bud- og udbudskurser.

Højesteret finder efter det foran anførte, at landsretten har lagt en forkert forståelse af udtrykket ”værdi i markedet” til grund. Højesteret ophæver derfor landsrettens dom og hjemviser sagen til fornyet behandling ved landsretten.

Sagsomkostninger

Statskassen skal betale sagens omkostninger for Højesteret. T4 A/S har selv draget omsorg for sit forsvar.

Thi kendes for ret:

Landsrettens dom ophæves, og sagen hjemvises til fornyet behandling ved landsretten.

Sagens omkostninger for Højesteret betales af statskassen.