Interessant dom om kurs- og markeds-manipulation

Markedsmisbrugsforordningen er trådt i kraft med virkning fra 3. juli 2016. Forordningen, der afløser markedsmisbrugsdirektivet og reglerne i værdipapirhandelsloven om markedsmisbrug, er relevant for alle advokater, der rådgiver børsnoterede selskaber. Højesteretsdommen vil få betydning for sager om kursmanipulation efter de hidtidige regler og for sager om markedsmanipulation efter forordningen.

AF HANS FOGTDAL, ADVOKAT (H) (M.C.J.), PLESNER

DER HAR I de senere år været betydeligt mediefokus og politisk bevågenhed omkring kriminalitet begået i forbindelse med børsforhold, og der har ved retterne været behandlet en række sager på området med forskellige resultater.

Højesteret har siden indførelsen af forbuddet mod insiderhandel i 1991 og efter vedtagelsen af børsreformen i 1995 (Børsreform II), hvor et egentligt forbud mod kursmanipulation blev indført, afsagt i alt otte domme om markedsmisbrug, heraf tre om insiderhandel, en dom om uberettiget videregivelse af intern viden og fire om kursmanipulation. Der er dermed afsagt et relativt stort antal højesteretsdomme inden for dette relativt begrænsede, men absolut ikke ukomplicerede retsområde.

Reglerne om markedsmisbrug har siden deres vedtagelse i dansk ret haft en noget omskiftelig historie, hvor reglerne fra alene at være baseret på dansk ret, fra 2004 har været baseret på et EU-direktiv – markedsmisbrugsdirektivet – og senest fra juli 2016 fremgår direkte af markedsmisbrugsforordningen. Forordningen får direkte virkning i Danmark og skal altså ikke implementeres nationalt.

Principiel dom om kursmanipulation

Efter forordningens ikrafttræden har Højesteret afsagt en principiel dom om kursmanipulation.

Et aktieselskab, der havde en portefølje bestående af værdipapirer, og dets ejer blev tiltalt for kursmanipulation efter den skærpede strafhjemmel i straffelovens § 299 d. Desuden blev en bank og dens finanschef principalt tiltalt for medvirken til overtrædelse efter samme bestemmelse og subsidiært tiltalt for manglende underretning til Finanstilsynet om mistænkeligt forhold.

Selskabsejeren og finanschefen havde telefonisk drøftet mulighederne for at handle en ejendomsobligation, som selskabsejeren i forvejen ejede en betydelig portefølje af. Efterfølgende afgav selskabsejeren på vegne af sit selskab og gennem banken en købsordre på obligationen på kurs 35 (som siden annulleredes) og senere en købsordre på kurs 30, selvom obligationen sidst var handlet til 1,1, hvilket efterfølgende blev matchet af en modsatrettet salgsordre, hvorved markedskursen på årets sidste handelsdag steg til en lukkekurs på 30.

Et flertal i byretten frifandt de tiltalte for alle tiltaler og henviste til, at obligationen var illikvid og dermed svær at prisfastsætte, hvorfor de tiltaltes forklaring om værdiansættelse ikke kunne tilsidesættes. Derudover henviste flertallet til, at de tiltaltes budafgivning lå inden for spreadet, det vil sige inden for intervallet mellem udbuds- og budkurs. Der blev i byretten afgivet dissens, idet én voterende fandt selskabsejeren og hans selskab skyldige i kursmanipulation, dog ikke efter straffelovens skærpede strafhjemmel i § 299 d, men efter den almindelige strafhjemmel i værdipapirhandelsloven. Denne dommer fandt endvidere banken og finanschefen skyldige efter den subsidiære tiltale om manglende opfyldelse af den almindelige pligt til indberetning af mistænkelige transaktioner til finanstilsynet.

Landsretten stadfæstede frifindelsen og anførte i præmisserne: "Det kan lægges til grund, at der på Nasdaq OMX (børsen) alene var be-

grænset 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 åbenlyst 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 handeler alene omfattede mindre antal. Det er herefter ikke blot ved disse forudgående handeler – eller i øvrigt på anden måde – godtgjort, at værdien i markedet afveg fra den kurs på først 35 og dernæst 30, som [...] tilbød at købe en obligation til den 30. december 2011. Landsretten har herved også lagt vægt på, at disse købstilbud lå inden for 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."

Landsretten tiltrådte også, at den tiltalte bank og finanschef blev frifundet for den subsidiære tiltale for overtrædelse af værdipapirhandelslovens bestemmelse om pligt til indberetning til finanstilsynet.

Efter anken til Højesteret anmodede forsvarerne i sagen om en præjudiciel afgørelse om fortolkningen af bestemmelserne om kursmanipulation. Forsvarerne gjorde gældende, at sagen indeholdt EU-retlige fortolkningsproblemer, som kunne begrunde en forelæggelse for EU-Domstolen, herunder at det var væsentligt for afgørelsen af den konkrete sag, om 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 kurs på værdipapiret er det eneste afgørende kriterium ved bedømmelsen af sagens faktiske forhold (anklagemyndighedens synspunkt).

Højesteret traf ved en kendelse af 30. juni 2016 afgørelse om ikke at tage forsvarernes anmodning om en præjudiciel afgørelse i sagen til følge. Højesteret anførte, at markedsmisbrugsdirektivets regler om kursmanipulation med videre efter deres ordlyd, formål og den foreliggende praksis fra EU-Domstolen, ikke gav anledning til en sådan tvivl om fortolkningen af EU-retten, at der var grundlag for en præjudiciel forelæggelse for EU-Domstolen, inden Højesteret skulle tage stilling til hovedspørgsmålet i sagen. Højesteret tog derfor ikke anmodningen om præjudiciel forelæggelse til følge.

Højesterets afgørelse af 24. august 2016

Højesteret traf afgørelse i selve sagen 24. august 2016 ved at ophæve landsrettens dom og hjemvise sagen til fornyet behandling ved landsretten. For Højesteret var spørgsmålet, om der var grundlag for at ophæve landsrettens dom og hjemvise sagen, fordi landsretten ved vurderingen af, om de to købsordrer afveg fra obligationens 'værdi i markedet', havde anvendt værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, urigtigt, jf. retsplejelovens § 933, stk. 2, jf. § 912, stk. 1, nr. 3.

Efter at have henvist til en tidligere dom om kursmanipulation UfR

> *Højesteretsdommen vil utvivlsomt få meget stor betydning for sager om kursmanipulation med et gerningstidspunkt før juli 2016, så længe der i retssystemet i en rum tid endnu verserer sådanne sager.*

2001.578H, der drejede sig om illikvide værdipapirer, hvor det blev afgjort, at der med udtrykket 'disses værdi i markedet', forstås den børsnoterede kurs, til forarbejderne til lovændringerne i 2004 og hensynene bag bestemmelserne, fandt Højesteret ikke, at lovændringen i 2004 gav anledning til en ændring i Højesterets tidligere forståelse af begrebet. Højesteret henviste herved også til de almindelige bemærkninger til lovændringerne i forbindelse med forordningen i 2016.

Højesteret fandt således ikke, at det forhold, at der er en meget betydelig afvigelse (spread) mellem bud- og udbudskurser til stede, er en relevant omstændighed at lægge vægt på ved vurderingen af, om en handling har været egnet til at påvirke værdien af et værdipapir i markedet.

Udgangspunktet ved handel med finansielle instrumenter må være, at en køber ønsker at købe til en så lav kurs som muligt, mens en sælger ønsker at sælge til en så høj kurs som muligt. Det forhold, at der er en betydelig afvigelse mellem bud og udbud, siger ikke i sig selv noget om værdien af det pågældende værdipapir. Det afgørende for værdien af et værdipapir i markedet må være den kurs, hvor en køber og en sælger har kunnet mødes i en handel.

Højesteret anførte, 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 højest mulig kurs, mens køber ønsker at købe billigst muligt.

Højesteret gav dog udtryk for en snæver modifikation hertil, idet børskursen må kunne fraviges, hvis den ikke kan anses for et retvisende udtryk for værdipapirets værdi i markedet. Noget sådant ville efter Højesterets opfattelse efter omstændighederne kunne være tilfældet, hvis der efter den senest noterede børskurs er indtrådt generelle ændringer i markedet, f.eks. renteændringer, eller hvis udstederen af værdipapiret i en selskabsmeddelelse eller på lignende måde har givet oplysninger, der har betydning for værdien af papiret.

Højesteret understregede, at den kurs, som er angivet for eksempel i en salgsordre, men som ikke fører til en handel, derimod ikke i sig selv viser, at den senest noterede børskurs ikke kan anses for retvisende. Højesteret fandt, at landsrettens præmisser måtte forstås således, at landsretten ikke havde anvendt den senest noterede børskurs fra 28. december 2011 ved vurderingen af obligationens værdi i markedet 30. december 2011, da købsordrerne blev afgivet. Landsretten havde henvist til, at der er tale om en illikvid obligation, og at der var en meget betydelig afvigelse (spread) mellem bud- og udbudskurser.

Højesteret fandt på den baggrund, at landsretten havde lagt en forkert forståelse af udtrykket 'værdi i markedet' til grund og ophævede derfor landsrettens dom og hjemviste sagen til fornyet behandling ved landsretten.

Betydningen af højesteretsdommen i sager om kursmanipulation eller markedsmanipulation

Højesteretsdommen vil utvivlsomt få meget stor betydning for sager om kursmanipulation med et gerningstidspunkt før juli 2016, så længe der i retssystemet i en rum tid endnu verserer sådanne sager.

For så vidt angår sager om markedsmanipulation med et gerningstidspunkt efter markedsmisbrugsforordningens ikrafttræden er det værd at bemærke, at det ikke længere er en betingelse for at kunne straffe for markedsmanipulation, at de foretagne handlinger har

været egnet til at påvirke kursen i en retning, der afviger fra værdipapirets værdi i markedet, og Højesterets afgørelse vil i hvert tilfælde ikke på dette punkt længere have konkret betydning.

Helt overordnet vil højesteretsdommen dog også efter markedsmisbrugsforordningen kunne få betydning, idet den adfærd, der efter den tidligere værdipapirhandelslov var omfattet af forbuddet mod kursmanipulation, også fremover – som udgangspunkt – vil være strafbar som markedsmanipulation. Det fremgår således direkte af forarbejderne til lov om ændring af værdipapirhandelsloven som følge af markedsmisbrugsforordningen, at det strafbare område for kursmanipulation efter de tidligere regler videreføres efter forordningen. ●

Hans Fogtdal

Advokat (H) (M.C.J.) hos Plesner, rådgiver om corporate compliance, myndighedshåndtering, økonomisk kriminalitet, strafferet, efterforskning og advokatundersøgelser.

Tidligere vicestatsadvokat hos Statsadvokaten for Særlig International og Økonomisk Kriminalitet, hvor han var fagleder i børs- og finanssager, og hos Rigsadvokaten.

Er forfatter til bogen 'Børskriminalitet' fra 2015 og medforfatter på bogen 'Politiklageordningen' 2012, begge fra Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Hans Fogtdal er endvidere ekstern lektor ved Københavns Universitet i faget Børskriminalitet.

Grant System

Et digitalt værktøj til fonde

- Enkel intern og ekstern brugerflade
- Automatisk journalisering
- Løbende overblik og indblik i ansøgerfelt
- Statistik på indkomne ansøgninger og bevillinger
- Individuelt og kollektivt notatsystem
- Transparent og enkelt voteringssystem
- Nem håndtering af kommunikation til ansøgere
- Arkivering & historik
- Søgesystem til ansøgningshistorik
- Automatisk kontraktprocedure
- Rapporteringsvarsel til bevillingsmodtagere
- Integrerbart med økonomisystem

GRANT designes til fondens individuelle behov, ligesom de enkelte moduler kan integreres i et allerede eksisterende ansøgningssystem.

Bestyrelsesformand og fhv. advokat Peter Preis:

"Papirmængde og arbejdsmængde i bestyrelsesarbejdet er nedbragt betragteligt, mens effektivitet og oveblik er øget væsentligt! Et enkelt og brugervenligt system, der absolut betaler sig"

Kontakt os for mere information og få eventuelt en uddybende præsentation af systemet.

Morten Bak. T: **4089 0665** E-mail: **morten@grant.nu**