

DOM

afsagt den 13. maj 2015 af Vestre Landsrets 9. afdeling (dommerne Lars Christensen, Hanne Aagaard og Katrine Wittrup-Jensen (kst.) med domsmænd) i ankesag

V.L. S-2132-14

Anklagemyndigheden

mod

Tiltalte 1 ApS

CVR nr. 1

(advokat Jakob S. Arrevad, Hellerup)

Tiltalte 2

født Dato 1 1952

(advokat Jakob S. Arrevad, Hellerup)

Tiltalte 3 A/S

CVR nr. 2

(advokat Lotte Eskesen, Aarhus)

og

Tiltalte 4

født Dato 2 1960

(advokat Bo Holse, Aarhus)

Retten i Herning har den 17. oktober 2014 afsagt dom i 1. instans (rettens nr. 4-1722/2014).

Påstande

Anklagemyndigheden har påstået domfældelse i overensstemmelse med tiltalen i 1. instans i forhold til alle de tiltalte.

Anklagemyndigheden har i forhold til **Tiltalte 4** gentaget sin påstand om, at han indtil videre skal frakendes retten til erhvervsmæssigt at beskæftige sig med handel med værdipapirer noteret på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, jf. straffelovens § 79, stk. 2, 1. pkt., jf. stk. 1, jf. § 78, stk. 2.

De tiltalte har påstået byrettens dom stadfæstet.

Anklagemyndigheden har for landsretten præciseret, at tiltalen i forhold 2 og 3 – som også anført i anklageskriftet – retteligt angår værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 2, og ikke nr. 1, som angivet i byrettens gengivelse af tiltalen.

Supplerende oplysninger

Der har også for landsretten været afspillet optagelser af en række telefonsamtaler.

Forklaringer

De tiltalte, **Tiltalte 2** og **Tiltalte 4**, og **Vidne 3** har for landsretten i det væsentlige forklaret som i 1. instans. Der er endvidere afgivet forklaring af **Vidne 4**.

Tiltalte 2 har supplerende forklaret, at han første gang erhvervede **Obligation** i forbindelse med obligationens udstedelse. Han købte da for nominelt 25.000.000 kr. til kurs 98,5. I september 2011 erhvervede han yderligere obligationer for nominelt 20.000.000 kr. til kurs 2,5. Kursen blev fastsat efter forhandling mellem køber og sælger. Han var en del af bestyrelsen i **Virksomhed 2 AG** i to perioder. Han udtrådte senest den 14. december 2011, da han ikke var enig i de beslutninger, der blev truffet. **Virksomhed 2 AG** ville have, at det kun var obligationsejerne, der skulle "stå for skud". Han kendte ikke mange af de øvrige obligationsejere. I sin samtale med **Tiltalte 4** den 29. december 2011, kl. 14.42, ekstrakten side 545, startede han

med at spørge om, hvad man kan og ikke kan i forbindelse med handel med sig selv. Han ved ikke, hvad den kommercielle begrundelse skulle være for at handle med sig selv. Han fik at vide, at han ikke kunne købe obligationer af sit eget selskab, men i stedet kunne handle i det frie marked. Da han så fondsbørsmeddelelse **Nr. fra Virksomhed 2 AG**, blev han opmærksom på, at der blev lagt op til, at ejendommene skulle sælges. Der var i meddelelsen – i modsætning til tidligere – ikke længere trusler om konkurs, og det blev nu oplyst, at der var fin likviditet, hvilket var blevet holdt skjult for obligationsejerne tidligere. Han ville købe det mindst mulige antal obligationer. Værdien af obligationerne var ved tidligere handel blevet "hamret ned" til et alt for lavt niveau. Han kunne ikke være ligeglad med, hvad kursen var, da obligationsejerne var blevet fyldt med falske oplysninger undervejs. Han havde ikke lejlighed til at fremføre sine synspunkter på obligationsejermøder, da der efter hans seneste erhvervelse af obligationer den 6. september 2011 ikke blev holdt flere obligationsejermøder. Han havde lavet nogle beregninger over, hvad den reelle markedsværdi på obligationen var, bl.a. henset til, at **Virksomhed 1 A/S** havde forpligtet sig til at stille en garanti på 7,5 mio. EUR. Han betalte kontant for den obligation, han købte til kurs 30. Han har fortsat obligationen. Efter hans opfattelse bør ting stå opført til den reelle værdi, hvilket også er grunden til, at han i samtalen med **Tiltalte 4** den 30. december 2011, kl. 14.10, ekstrakten side 542, sagde, at han ret beset hellere ville have, at de ting, han havde i sin portefølje, var skrevet ned.

Han lever i dag af de penge, han tjente ved salget af aktiviteterne i **Tiltalte 1 ApS**. Han var nødt til at sælge i november 2005 på grund af sygdom. Han har en muskel- og nervesygdom, og han får 37-38 piller om dagen. Den opgørelse af værdierne i selskabet, som fremgår af ekstrakten side 595, er retvisende. Hverken selskabet eller han personligt havde gæld i den omhandlede periode.

Tiltalte 4 har supplerende forklaret, at han under telefonsamtalen med **Tiltalte 2** den 29. december 2011, kl. 14.42, ekstrakten side 545, gjorde **Tiltalte 2** opmærksom på, at det var ulovligt at handle med sig selv. Der skal være to uafhængige parter i en handel. Han fik dog heller ikke opfattelsen af, at **Tiltalte 2** ville handle med sig selv. Han husker ikke, om han kort forud for den pågældende samtale havde været i kontakt med **Tiltalte 2**. Ud fra den måde, **Tiltalte 2** præsenterede sig på, var han dog ikke i tvivl om, hvem han talte med. Han havde normalt kontakt med **Tiltalte 2** ca. en gang om måneden. Da han nævnte 100.000 til kurs 15 var det blot et forslag, der kom ud af den blå luft. Han går ud fra, at han i den forbindelse tænkte på obligationer og ikke på ak-

tier. Det var den meddelelse fra Finanstilsynet, der fremgår af ekstrakten side 716, som han henviste til under samtalen. Efter hans opfattelse var Tiltalte 2's ønske at få vist den rigtige kurs. De tidligere kurser, der var handlet til, var for lave i forhold til den reelle værdi. Han anser Tiltalte 2's handling som en almindelig handling på børsen. Han har mangeårig erfaring med handel på fondsbørsen, idet han siden 1983 kontinuerligt har beskæftiget sig med fondsbørshandel. Af skærmpointet af 19. december 2011, ekstrakten side 162, kan man bl.a. se, at der er et udbud til kurs 5,00. Hvis der i et sådant tilfælde kom en køber, der ville give kurs 30, ville pågældende være nødt til først at købe det, der var til salg til kurs 5,00.

Vidne 3 har supplerende forklaret, at handlen den 20. december 2011 til kurs 0,04 må være en OTC non-standardhandel, som ikke indgår i kursfastsættelsen på børsen. Med hensyn til OTC-handler skelner man mellem non-standardhandler og standardhandler. Hvis en handel indberettes som en standardhandel, indgår den i kursfastsættelsen. Det er korrekt, at man af de rådata, som fremgår af ekstrakten side 176, kan se, at der på flere datoer i november 2011 er 5 udbud til kurs 5 og med samme skjulte mængder. Det er ikke muligt ud fra skemaet at se, om det er den samme udbyder, men det er det samme medlem, der har lagt udbuddene ud. Han har hørt om begrebet vedhængende renter, og det lyder korrekt, at man ved afregningen i forbindelse med køb af en obligation ikke kun skal betale kursen, men også vedhængende renter. Han kan ikke svare på, om et tvangssalg kan udgøre kursmanipulation. Af ekstrakten side 192, række 112-114, fremgår, at Danske Bank lagde to udbud ind til kurs 0,04, hvorefter det ene af udbuddene blev slettet igen. I den handel, som fremgår af ekstrakten side 193, række 271-274, er Sydbank sælger og E-trade køber. I den efterfølgende handel, række 275-276, er Sydbank både køber og sælger. Når der på ekstrakten side 179, række 277, er anført "OF", betyder det, at der er tale om en handel "off market", dvs. uden om systemet, men som er blevet indberettet. Handlen i række 280 er en OTC-handel. Hvor der fremgår flere handler hurtigt efter hinanden, kan dette godt være udtryk for, at de er en del af den samme handel. Han er ikke under politiets efterforskning af nærværende sag blevet bedt om at analysere det fremlagte materiale om handlen med Obligationen. Hvis man ønsker at købe til kurs 30, og der ligger et udbud til kurs 5, vil man være nødt til først at købe det, der er udbudt til kurs 5. På det tidspunkt, hvor budet på 30 blev lagt ind den 30. december 2011, var det bedste udbud på kurs 30. Efter hans opfattelse kan der ske manipulation af alle markeder, herunder også markedet for illikvide obligationer.

Vidne 4 har forklaret, at han arbejder i **Afdeling** i Finanstilsynet, hvor han bl.a. beskæftiger sig med markedsovervågning. Han har arbejdet i Finanstilsynet i 7 år. Tidligere arbejdede han i 10-11 år i SKAT med økonomisk kriminalitet. Det er en studentermedhjælper, der er angivet som sagsbehandler på Finanstilsynets anmeldelse i sagen, men den pågældende studentermedhjælper har ikke behandlet sagen alene, og anmeldelsen er godkendt på chefniveau og har – i overensstemmelse med daværende praksis – været forelagt Fondsrådet. Grundlæggende fungerer markederne vedrørende aktier og obligationer ens. Aktier handles dog primært på børsen, hvorimod realkreditobligationer primært handles uden for børsen som OTC-handler. Størstedelen af handler med virksomhedsobligationer foregår efter hans skøn på børsen. Mange virksomhedsobligationer er illikvide, og der er et begrænset marked for dem. Det kan være svært at vurdere markedsværdien af en obligation, når der ikke har været nogen handler i et par måneder. Finanstilsynet kigger på, om der er modsatrettede interesser mellem køber og sælger. Udgangspunktet er, at sælger vil have mest muligt for obligationen, og køber vil give mindst muligt. Hvis en sælger vil sælge til kurs 73,1, og en køber vil købe til kurs 1 er spreadet voldsomt stort. Finanstilsynet vil ikke reagere herpå. På illikvide obligationer kan der godt være store kursændringer. Finanstilsynet går ikke ind og beregner værdien på en specifik obligation, men man vil kigge på købers og sælgers motiver for en handel, ligesom man vil kigge på tidligere handler med den pågældende obligation.

Landsrettens begrundelse og resultat

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 **Tiltalte 1 ApS** 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 **Tiltalte 3 A/S** og **Tiltalte 4** tillige for den subsidiære tiltale i forhold 3 og 4.

Landsretten stadfæster derfor byrettens dom.

Th i k e n d e s f o r r e t:

Byrettens dom stadfæstes.

Statskassen skal betale sagens omkostninger for landsretten.

Lars Christensen

Hanne Aagaard

Katrine Wittrup-Jensen
(kst.)