

DOM

afsagt den 8. august 2014 i sag

SS 1-17052/2013

Anklagemyndigheden

mod

T A/S

cvr.nr. ...

...

og

A

cpr.nr....

...

Sagens baggrund og parternes påstande

Der har medvirket domsmænd ved behandlingen af denne sag.

Anklageskrift er modtaget den 16. juli 2013.

T A/S og A er tiltalt for overtrædelse af

1.

T A/S

kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed, jf. værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, jf. § 94, stk. 1, 2. pkt., jf. § 94, stk. 2, jf. 93, stk. 6, nu kursmanipulation under særligt skærpende omstændigheder, jf. værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, jf. § 93, stk. 6, jf. 94, stk. 2, jf. straffelovens § 299d, stk. 1, nr. 1,

ved som juridisk person at være ansvarlig for, at der i selskabsmeddelelse (01-10) af 3. februar 2010 blev udsendt urigtige og vildledende signaler af betydning for kursdannelsen på aktien i T A/S, idet det blev oplyst, at lægemidlet [lægemiddel] opfyldte det prædefinerede primære endpoint (primary endpoint) i et klinisk medicinstudie (...), hvilket ikke var sandt.

Endvidere blev det ikke i meddelelsen oplyst, at det offentliggjorte resultat reelt var resultatet af en supplerende sensitivitetsanalyse (CAGn-justering), og ikke – således som det fremstod i meddelelsen – resultatet af studiets primære analyse.

Som følge af meddelelsen steg selskabets børsnoterede lukkekurs i tiden frem til den 5. februar med 164 % (fra kurs 85 den 2. februar 2010 til kurs 224 den 5. februar 2010), hvorved selskabets børsnoterede markedsværdi steg tilsvarende. Markedsværdien steg således fra 2.072.258.180 kr. den 2. februar 2010 (lukkekurs 85 kr. pr. aktie) til 5.461.009.792 kr. den 5. februar 2010 (lukkekurs 224 kr. pr. aktie).

2.

A

kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed, jf. værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, jf. § 94, stk. 1, 2. pkt., nu kursmanipulation under særligt skærpende omstændigheder, jf. værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, jf. straffelovens § 299d, stk. 1, nr. 1 ,

ved som administrerende direktør i T A/S at have udsendt urigtige og vildledende signaler af betydning for kursdannelsen på aktien i selskabet således som beskrevet i forhold 1.

Tiltalte udnyttede efterfølgende en tegningsoption (warrant program), hvorved han kunne tegne aktier i T A/S til kurs 156,04. Den 16. marts 2010 tegnede tiltalte således 10.765 aktier til kurs 156,04, hvorefter han den 18. marts 2010 solgte dem til markedskursen (kurs 176), hvorved han opnåede en fortjeneste på 214.869,40 kr.

Anklagemyndigheden har nedlagt påstand om bøde for så vidt angår T A/S og fængselsstraf for så vidt angår A.

Anklagemyndigheden har endvidere nedlagt påstand om, at der hos tiltalte A i medfør af straffelovens § 75, stk. 1, konfiskeres 214.869,40 kr.

Anklagemyndigheden har endvidere nedlagt påstand om, at tiltalte A indtil videre frakendes retten til at være stifter af eller direktør eller medlem af bestyrelsen i et selskab med begrænset ansvar, et selskab eller forening, som kræver offentlig godkendelse, eller en fond i medfør af straffelovens § 79, stk. 2, 2. pkt., jf. stk. 1, jf. § 78, stk. 2.

De tiltalte har nedlagt påstand om frifindelse.

Tiltalte A har protesteret mod konfiskationspåstanden og påstået frifindelse for frakendelsespåstanden.

Indledning

Medicinalvirksomheden T A/S beskæftiger sig udelukkende med forskning i lægemidler. Selskabet har bestået i en længere årrække. Selskabets datterselskab i Sverige, T AB, begyndte i 1990'erne ... -studiet, hvor man forskede i medicin mod Huntingtons sygdom, som er en alvorlig hjernesygdom. Dette projekt blev omkring 2007 overflyttet til tiltalte T A/S.

Ved studiets opstart var der i overensstemmelse med reglerne for medicinsk forskning, opstillet en "Clinical trial Protocol" og en "Statistical Analysis Plan" (SAP) for studiet, som blev godkendt af forskningsmyndighederne.

Ifølge disse er det "primary objective" defineret således:

"The primary objective is to assess the effects of ACR16 [lægemiddel] on voluntary motor function in HD patients, defined as the sum score of items 4-10 and 13-15 of the UHDRS motor assessment (a modified motor score mMS) at 26 weeks of treatment"

Studiets primary endpoint er i protokollens pkt. 8.7.1 (Primary Efficacy Variable) beskrevet således, at der skal være et signifikansniveau med en p-værdi på under 0,025, hvilket betyder, at der er under 2,5% sandsynlighed for, at studiets resultater beror på tilfældigheder. I SAP'en er en tilsvarende definition.

Studiet, som er et såkaldt fase III studie, bestod i, at patienterne blev opdelt i 3 grupper, hvoraf den ene gruppe fik 45 mg. ACR16 dagligt, den anden gruppe 2 x 45 mg. ACR16 dagligt, og den sidste gruppe placebomedicin.

Studiet sluttede i overensstemmelse med protokollen i december 2009, og derefter blev dataene låst, således at studiet kunne overgå til statistisk analyse i overensstemmelse med retningslinierne i SAP'en.

I løbet af januar 2010 foretog først statistiker P og derefter statistiker U statistiske analyser af projektet. Analyserne kom frem til p-værdier på 0,042 og 0,0456 for de to grupper, som ikke fik placebo. P-værdien var således for ingen af de to grupper under 0,025 og primary endpoint var derfor ikke nået.

Herefter foretoges nogle yderligere statistiske analyser, hvor der blev foretaget justeringer af resultatet med blandt andet en CAG analyse, hvor patienternes hidtidige sygdomshistorie indgik i beregningerne. Denne analyse skulle ifølge studieprotokollen ikke indgå i de statistiske beregninger for primary endpoint. Efter denne CAG justering var projektets p-værdi 0,020, og således lavere end primary endpoint, hvorfor dette efter denne justering var nået.

Den 3. februar 2010 offentliggjorde T A/S følgende fondsbørsmeddelelse:

" ...

T A/S offentliggør positive "top-line"-resultater fra fase III-studie med [lægemiddel] til behandling af Huntingtons sygdom (... -studiet)

- [lægemiddel] viser signifikant forbedring af Huntington-patienters motoriske formåen
- Positiv effekt observeret på både frivillige og ufrivillige bevægelser
- [lægemiddel] var meget veltolereret og med en sikkerhedsprofil som for placebo

København, den 3. februar 2010 – T A/S (...) offentliggjorde i dag positive "top-line"-resultater fra ... -studiet, det europæiske fase III-studie med [lægemiddel] (lægemiddel) til behandling af Huntingtons sygdom.

... -studiet mødte det **primære endpoint** (rettens fremhævelse) om at vise effekt på frivillig motorisk formåen. Herudover viser data fra studiet, der omfattede 437 Huntington-patienter (= ITT-population), at seks måneders (26 ugers) behandling med [lægemiddel] giver signifikante forbedringer af flere af de bevægelsessymptomer, der er forbundet med sygdommen (såvel ufrivillige bevægelser som tab af frivillig bevægelsesformåen). Studiet er udført på 32 centre i Europa og viste en meget høj gennemførelsesrate, idet 92% af patienterne fuldførte studiet og heraf 82% i fuld overensstemmelse med studieprotokollen.

Behandling med 45 mg [lægemiddel] to gange dagligt viste i ITT-populationen statistisk og klinisk signifikante forbedringer i forhold til placebo på følgende mål (symptomskalaer) for motoriske symptomer i Huntingtons sygdom:

...

Den modificerede motorskala, mMS (modified Motor Score) ITT: $p < 0,02$ mMS er et mål for frivillig bevægelsesformåen og det primære endpoint i ... -studiet. mMS indgår som en del af TMS

...

Behandling med 45 mg [lægemiddel] én gang dagligt viste nogen forbedring på ovennævnte mål for motoriske symptomer men uden at nå statistisk signifikans.

De motoriske forbedringer, der er observeret med 45 mg [lægemiddel] to gange dagligt i ...

-studiet, fremstår som meget robuste, idet de (1) er konsistente på tværs af bedømmelser og analyser, (2) viser en øget afvigelse fra placebo over tid og (3) er konsistente for studiets to prædefinerede populationer af patienter hhv. i behandling/ikke i behandling med antipsykotisk medicin: ca. 40% af patienterne var i behandling med antipsykotika. Eksperter og regulatoriske myndigheder har understreget vigtigheden af at undersøge begge patientpopulationer for derved at påvise, at [lægemiddel] forbedrer selve symptomerne ved Huntingtons sygdom men samtidig også har god sikkerhedsprofil for de patienter, der er i behandling med antipsykotika. Brugen af antipsykotisk medicin viste ingen betydning for [lægemiddel]s positive behandlingseffekt.

I studiet har [lægemiddel] generelt vist sig meget veltolereret med en sikkerhedsprofil som for placebo, og resultaterne giver ingen indikation af, at behandling med [lægemiddel] vil kunne medføre forværring af andre sygdomstegn eller symptomer.

I forlængelse af studieresultaterne indleder T A/S nu en dialog med videnskabelige rådgivere og regulatoriske myndigheder (EMA og FDA) med henblik på at drøfte udfaldet af ... -studiet samt planerne for indsendelse af en ansøgning om markedsføringstilladelse for [lægemiddel] som en ny behandling af Huntingtons sygdom.

Primærinvestigator, Prof. ..., Hospital Ramon y Cajal, Madrid, Spanien udtalte:
"Huntingtons sygdom er en progressiv sygdom med motoriske, kognitive og adfærdsmæssige symptomer. [lægemiddel] er det første lægemiddel, der har vist en samlet forbedring af Huntington-patienters motoriske formåen uden af forværre andre sygdomstegn og -symptomer og uden at kompromittere patienternes sikkerhed. I det hele taget viser resultaterne fra ... -studiet, at [lægemiddel] har en attraktiv "risk/benefit"-profil, og jeg mener, at lægemidlet vil kunne gavne mange af mine patienter."

Formanden for the European Huntington's Disease Network, EHDN, Prof. ..., udtalte:
"EHDN er meget stolt af at have medvirket til at gøre ... -studiet til en succes, både hvad angår kvalitet og hastighed i udførelsen. med deltagelse af mere end 400 patienter er studiet et af de største, der hidtil er blevet udført inden for Huntingtons sygdom i Europa, og rekrutteringen blev udført på ét år. Jeg vil gerne takke alle studiedeltagerne og deres pårørende, alle investigatore og deres personale samt ansatte på EHDN for deres dedikerede medvirken til at realisere dette mål.

A, adm. direktør i T A/S, udtalte:

Fase III-resultaterne fra ... -studiet er særdeles positive og vidner om, at [lægemiddel] kan give signifikante fordele for Huntington-patienter uden samtidig at kompromittere deres sikkerhed eller føre til forværring af andre sygdomssymptomer. Vi er fortsat fast besluttet på at sikre patienter med Huntingtons sygdom adgang til [lægemiddel], og vi ser frem til at arbejde tæt sammen med læger og regulatoriske myndigheder i vores bestræbelser på at nå dette mål så hurtigt som muligt.

T A/S evaluerer også [lægemiddel] i et andet randomiseret og placebokontrolleret studie, [X]-studiet, der udføres i USA og Canada med deltagelse af ca. 220 patienter med Huntingtons sygdom. Patientrekrutteringen til [X] pågår fortsat, og resultaterne fra studiet forventes i anden halvdel af 2010.

Endvidere følges ... -studiet op af åben behandlingsperiode, som fortsat pågår. De patienter, der har afsluttet den første seks måneders behandling, er blevet tilbudt at fortsætte behandling

med 45 mg [lægemiddel] to gange dagligt i en yderligere behandlingsperiode på seks måneder. Næsten 90% af patienterne har valgt at fortsætte deres behandling i den åbne fase, og den første patient forventes at afslutte den fulde 12 måneder lange behandlingsperiode i maj 2010. Resultaterne fra det åbne behandlingsforløb forventes også at være tilgængelige i andet halvår 2010.

T A/S vil offentliggøre sine finansielle forventninger til 2010 i forbindelse med udsendelse af årsrapporten for 2009, som udsendes den 10. marts 2010.

A
Adm. direktør
..."

I forhold til et tidligere udkast til meddelelse var ordene "primary objectives" blevet udskiftet med ordene "primary endpoint".

I den følgende tid fremkom der intern kritik af denne meddelelses anførsel af, at primary Endpoint var nået. Der blev foretaget en ekstern analyse af resultaterne, og den 28. april 2010 udsendte T A/S følgende selskabsmeddelelse:

"...

T A/S offentliggør resultaterne af yderligere evaluering og analyse af data fra ... fase III-studiet med [lægemiddel] til Huntingtons sygdom

- Yderligere evaluering af data fra studiet resulterer i en signifikansværdi for studiets primære endpoint, den modificerede Motor Score, mMS, på $p=0,042$, som ikke mødte det prædefinerede signifikansniveau på $p < 0,025$. Efter en klinisk relevant justering fra CAGn ses en p-værdi på $< 0,02$ som tidligere meddelt
- Denne reviderede statistiske konklusion relaterer sig alene til det primære endpoint, og der er således ingen ændringer til de offentliggjorte resultater for andre endpoints
- Overordnet bekræfter data, at [lægemiddel] har en unik og klinisk betydningsfuld effekt på Huntington-patienters globale motoriske formåen og med en god sikkerhedsprofil
- Den regulatoriske strategi for [lægemiddel] er uændret, og T A/S vil indlede dialog med sundhedsmyndighederne baseret på resultaterne fra ... -studiet

København, 28. april 2010 – T A/S (T) har gennemført en yderligere evaluering og analyse af data fra ...-studiet, et europæisk fase III studie med [lægemiddel] til behandling af Huntingtons sygdom.

Overordnet bekræfter den yderligere vurdering og analyse de første kliniske resultater, som blev meddelt den 3. februar 2010 i selskabsmeddelelse nr. 01-10:

[lægemiddel] fører til en signifikant forbedring af Huntington-patienters motoriske formåen

[lægemiddel] demonstrerer positiv effekt på både frivillige og ufrivillige bevægelser

[lægemiddel] var meget veltolereret og med sikkerhedsprofil som for placebo

Konklusion vedrørende det primære endpoint, mMS, med signifikansniveau på $p < 0,02$ blev meddelt som en del af top-line-resultaterne. Denne konklusion var baseret på en klinisk relevant baseline justering for forskelle i patienternes genetiske disponering for Huntingtons sygdom; det vil sige antallet af CAG gentagelser (CAGn) i den sygdomsfremkaldende gense-

kvens. Denne justering anses for at være klinisk vigtig og nødvendig for at sikre en mere præcis og meningsfyldt repræsentation af data. Baseret på denne vurdering, blev det konkluderet at det primære endpoint i ...-studiet var mødt ($p < 0.0025$).

Justeringen for individuelle forskelle i patienternes behandlingskorrigerede CAGn var beskrevet i studieprotokollen på forhånd, men som en sensitivitetsanalyse og ikke som en del af den primæreanalyse. I lyset heraf er den statistiske konklusion blevet revurderet, hvilket viser en formel p-værdi på 0,042 for det primære endpoint, mMS med indikation af, at det prædefinerede 0,025 signifikanskrav (Bonferroni-justering), som anført i protokollen ikke blev mødt. Eftersom justeringer for CAGn anbefales som udgangspunkt for analyse af kliniske resultater inden for Huntingtons sygdom, vil T A/S inkludere den CAGn baserede analyse i de ... resultater, der vil blive præsenteret for regulatoriske sundhedsmyndigheder.

Samlet set førte 26 ugers behandling med [lægemiddel] (45 mg to gange dagligt) i ...-studiet til signifikante forbedringer af patienternes motoriske formåen målt både på mMS og Total Motor Score (TMS), når der sammenlignes med placebo. De statistiske signifikansudfald er angivet i skemaet nedenfor for både ITT (Intention to Treat) populationen og PP (Per Protocol) population (de 82% af patienterne, som udførte studiet i overensstemmelse med protokollen):

Den yderligere dataanalyse og-evaluering bekræfter generelt konsistensen i og soliditeten af resultaterne og understøtter det overordnet positive kliniske udkomme af ...-studiet, inklusive følgende positive resultater:

- [lægemiddel] viser større behandlingseffekt i patienter med et højere CAGn-score (anses generelt som surrogatmarkør for progressionshastighed og sygdomsprognose)

- De signifikante forbedringer, der er observeret på mMS kan primært tilskrives en positiv effekt på patienternes finmotorik, gang og balance

- Positive effekter blev også observeret i visse kognitive og funktionelle domæner

- Hos patienter med en høj CAGn-score kunne måles signifikant forbedringer på skalaen for uafhængighed

I studiet udviste [lægemiddel] også en meget god sikkerhedsprofil og uden behandlingsmæssige ulemper i form af at forværre andre sygdomstegn og -symptomer. Den yderligere dataanalyse viser endvidere, at der ikke var nogen signifikante ændringer i patienternes kardiovaskulære parametre på tværs af grupperne.

Konklusioner og videre tiltag

Den reviderede statistiske konklusion ændrer ikke på det overordnede kliniske resultat af ...-studiet, der viser at [lægemiddel] giver Huntington-patienter en klinisk relevant forbedring over en række vigtige motoriske symptomer og dette uden at forværre andre sygdomstegn og -symptomer. Således vurderes [lægemiddel] at udvise potentiale som et unikt virkende og veltolereret lægemiddel. T A/S planlægger nu dialog med regulatoriske sundhedsmyndigheder på basis af resultaterne fra ...-studiet.

A

Adm. direktør

..."

Kursen for T A/S' aktier var den 2. februar 2010 85,00. Kursen steg til 168,00 den 3. februar og yderligere til 224 den 5. februar 2010. Den 27. april 2010 var kursen 170,50, og den 28. april 2010 var kursen 120,00.

Navnlig vedrørende A:

Den 10. marts 2010 afholdtes ordinær generalforsamling i T A/S. I forbindelse hermed valgte A at udnytte en option på aktier i selskabet for køb af aktier til kurs 156,04 og solgte dem efterfølgende til kurs 176, hvorved han opnåede den i anklageskriftets pkt. 2 anførte fortjeneste.

Det er ubestridt, at A udover denne option ejede aktier i T A/S for ca. 2 mio. kr.

Forklaringer

Der er afgivet forklaring af dir. B, T A/S, A og af vidnerne C, D, E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q og R. S' indenretlige forklaring, afgivet i Østrig, er dokumenteret i uddrag.

[FORKLARINGER UDELADET]

Rettens begrundelse og afgørelse

Indledningsvis finder retten, at anklageskriftet opfylder de i retsplejelovens § 834 nævnte krav til et anklageskrift.

Det er ikke bestridt, at resultaterne fra ...-studiet var intern viden, som ikke tidligere har været offentliggjort, og at der er tale om specifikke oplysninger, måtte antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på selskabets aktier. Disse oplysninger skulle derfor offentliggøres hurtigst muligt, jf. værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, jf. § 34, stk. 2.

Efter bevisførelsen lægges det til grund, at resultatet af ...-studiet var, at man så en vis forbedring af patienternes frivillige motoriske formåen, hvilket var første gang, man havde et produkt, som kunne forbedre situationen for patienter med Huntingtons sygdom, men i øvrigt, at det i studieprotokollen og i analyseplanen (SAP) anførte primary endpoint ikke var nået, idet den laveste p-værdi var 0,042 og derved større end primary endpoint, hvor p-værdien skulle være under 0,025 for at der var en statistisk signifikant forskel på behandlingerne med det aktive stof og placebo.

Der blev efterfølgende foretaget nye beregninger, hvor der blev foretaget en såkaldt CAG regulering. Efter denne regulering var p-værdien 0,020, og værdien var således lavere end primary endpoint.

CAG justeringen var ifølge den godkendte studieprotokol ikke en del af de statistiske justeringer, som skulle eller kunne foretages i forbindelse med beregningen af den p-værdi, som skulle sammenlignes med primary endpoint.

Efter forklaringerne, navnlig H og Ps forklaringer var disse resultater kendt i virksomheden, og navnlig kendt for S, hvilket han også selv har forklaret, og A, som i hvert fald senest fik dem præsenteret den 2. februar 2010.

I forbindelse med de efterfølgende udarbejdelser af børsmeddelelsen, deltog S og A begge aktivt i udformningen. Der blev udfærdiget to udkast til meddelelsen, hvoraf den ene, "the full monty version", dannede grundlag for den endelige børsmeddelelse. Denne udgave var lidt kortere og mindre teknisk end den anden. Det er anført i teksten, at studiet mødte "the primary objective". Under de senere redigeringer blev dette i meddelelsen udskiftet med, at "det primære endpoint" var mødt.

På baggrund af ovenstående, hvorefter p-værdien for primary endpoint ikke var opnået forinden CAG-reguleringen, lægges det til grund, at selskabets meddelelse til Fondsbørsen den 3. februar 2010 ikke var korrekt i sine oplysninger, men at den ved at angive, at studiet havde mødt det primære endpoint, uagtet dette ikke var tilfældet, gav urigtige signaler, jf. værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 1.

Uanset meddelelsen indeholder en række andre oplysninger om studiet og dets resultater, som tillige er egnede til at påvirke kursen på selskabets aktier, findes oplysningen om, at primary endpoint er mødt at være en oplysning, som mærkbart har betydning for kursdannelsen, jf. værdipapirlovens § 34, stk. 3, nr. 2. Meddelelsen findes derfor at give urigtige signaler, som var egnede til at påvirke kursen, jf. værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1.

Det findes som anført ovenfor at kunne lægges til grund, at A var bekendt med, at primary endpoint ikke var mødt. Det lægges endvidere efter forklaringerne til grund, at A på trods heraf medvirkede til at ændre formuleringen som anført og udsende børsmeddelelsen med dette ukorrekte indhold.

Det er herefter bevist, at A, og følgelig også T A/S, jf. straffelovens § 27 og værdipapirhandelslovens § 93, stk. 6, har gjort sig skyldige i overtrædelse af værdipapirlovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1.

Det lægges til grund, at A erhvervede de aktieoptioner, som han solgte den 16. marts 2010 adskillige år i forvejen. Det lægges endvidere til grund, at han i forbindelse med den ordinære generalforsamling den 10. marts 2010 havde mulighed for at udnytte disse optioner, hvilket han gjorde og efterfølgende solgte aktierne til markedskursen og opnåede en fortjeneste som anført i tiltalen.

Under hensyn til ovenstående forløb og til, at køb og salg af disse aktier/optioner ikke fandt sted i umiddelbar tilslutning til meddelelsens offentliggørelse og til, at han alene modtog et i forhold til sin løn i T A/S beskedent udbytte, findes det ikke bevist, at dette aktie køb og salg var motiverende for udfærdigelsen af den ukorrekte børsmeddelelse.

Da en børsmeddelelse med et korrekt indhold om ...-studiets resultat som ovenfor anført måtte antages tillige at have medført en stigning i selskabets aktiekurs, findes det ikke under de ovenfor anførte omstændigheder bevist, forholdene er begået under sådanne særligt skærpende omstændigheder som anført i straffelovens § 299 d, hvorfor de tiltalte frifindes for overtrædelse af denne bestemmelse. Under hensyn hertil findes der ikke grundlag for at idømme A en fængselsstraf.

Straffen fastsættes for tiltalte T A/S til en bøde på 5 mio. kr., jf. værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, jf. § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, jf. § 93, stk. 6, jf. 94, stk. 2,

Straffen fastsættes for tiltalte A til en bøde på 1 mio. kr. jf. værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, jf. § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1.

Der er ved bødefastsættelsen lagt vægt på As stilling i virksomheden, til hans årsløn, ca. 7 mio. kr., og i øvrigt til den skønnede værdi, som ...-studiet måtte have haft på det tidspunkt for virksomheden.

Konfiskationspåstanden og rettighedsfrakendelsespåstanden tages ikke til følge.

Thi kendes for ret:

T A/S straffes med en bøde på 5 mio. kr.

A straffes med en bøde på 1 mio. kr.

Forvandlingsstraffen er fængsel i 60 dage.

De tiltalte skal in solidum betale sagens omkostninger. De tiltalte har selv sørget for deres forsvar.

D O M

Afsagt den 14. oktober 2015 af Østre Landsrets 22. afdeling
(landsdommerne Arne Brandt, Lene Jensen og Gerd Sinding (kst.) med domsmænd).

22. afd. nr. S-2303-14:

Anklagemyndigheden

mod

1) T A/S

(advokat Christian Lundgren
ved advokat Hans Jakob Folker)

2) A

(cpr.nr. ...)

(advokat Mikael Bernhoft, besk.)

Københavns Byrets dom af 8. august 2014 (SS 1-17052/2013) er anket af T A/S og A med påstand om frifindelse, subsidiært formildelse.

Anklagemyndigheden har påstået domfældelse efter anklageskriftet samt skærpe.

Forklaringer

Der er i landsretten afgivet supplerende forklaring af de tiltalte T A/S ved direktør B og A samt af vidnerne M, H, Q, J, K, P, C, L, I og N, der alle har forklaret i det væsentlige som i byretten.

De i byretten af vidnerne E, G, R, D, F og O afgivne forklaringer samt S' afgivne forklaring til brug for sagen i byretten er dokumenteret i medfør af retsplejelovens § 923.

[FORKLARINGER UDELADT]

Landsrettens begrundelse og resultat

Forhold 1

T A/S er et børsnoteret biotekselskab, som forsker i medicin. Selskabet afsluttede i 2010 et fase III studie, der skulle danne baggrund for en markedsføringstilladelse af lægemidlet [lægemiddel] mod Huntingtons sygdom (Studie).

Det kan efter bevisførelsen, herunder de fremviste videoklip og Sydbanks aktiekommentar af 22. januar 2010 lægges til grund, at markedet havde store forventninger til ...-studiet. Ifølge aktiekommentaren fra Sydbank forventede man mindst en fordobling af aktiekursen ved positive [lægemiddel]-data og vurderede, at markedet ville reagere negativt, hvis T A/S ikke formåede at få et produkt på markedet efter meget lang tid som biotekselskab.

Ved selskabsmeddelelse nr. 01-10 af 3. februar 2010 oplyste T A/S, at ...-studiet havde mødt primary endpoint om at vise effekt på frivillig motorisk formåen.

Det er som anført af byretten uomtvistet, at resultatet af ...-studiet var intern viden, som selskabet var forpligtet til at offentliggøre, og at selskabsmeddelelsen var egnet til at påvirke aktiekursen, jf. værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, jf. § 34, stk. 2, og § 38, stk. 1, nr. 1.

Selskabsmeddelelsen fik aktiekursen til at stige fra 85 kr. den 2. februar 2010 til 168 kr. den 3. februar 2010 og til 224 kr. den 5. februar 2010. Det fremgår af Finanstilsynets skrivelse af 28. august 2013, at selskabets markedsværdi fra den 2. februar 2010 til den 3. februar 2010 steg med over 2 mia. kr. (fra 2.072.258.180 kr. til 4.095.757.344 kr.).

Det tiltrædes som nærmere anført af byretten, at det i studieprotokollen prædefinerede primary endpoint ikke var nået, og at de efterfølgende beregninger, der efter justering for CAGn (forskelle i patienternes genetiske disponering for Huntingtons sygdom) resulterede i, at primary endpoint var mødt, ikke var en del af den primære analyse, men indgik i protokollen som en sensitivitetsanalyse.

Det fremgår af Sundhedsstyrelsens brev af 26. marts 2013 vedrørende svar på spørgsmål stillet af Bagmandspolitiet, at "Signifikansniveau og P-værdi er statistiske termer som anvendes i kliniske forsøg.... Det er tilladt at ændre de statistiske analyser i et planlagt forsøg, hvis der opnås godkendelser fra den etiske komite og lægemiddelmyndigheden. Der bør ikke foretages ændringer i de primære analyser efter data er afblindet og statistisk bearbejdet.... Det er tilladt at udføre såkaldte post hoc analyser, dvs. analyser som ikke var planlagt i studieprotokollen, men viser sig relevante, når data foreligger (sensitivitetsanalyser og analyser af sub-populationer falder i denne kategori). Ved sådanne analyser kan man opnå en P-værdi som er forskellig fra den oprindelige, da der er anvendt en ny statistisk model til at beregne p-værdien. Det skal fremgå transparant af offentliggørelser, at der er tale om post-hoc analyser."

Da det af selskabsmeddelelse nr. 01-10 ikke fremgik, at primary endpoint kun var mødt, hvis man justerede for CAGn som en sensitivitetsanalyse, og da der er tale om offentliggørelse af et forskningsresultat i et medicinalfirma, var oplysningerne i selskabsmeddelelsen egnet til at give urigtige eller vildledende signaler, jf. værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 1.

Også efter bevisførelsen for landsretten, herunder S' forklaring om, at han advarede A mod risikoen ved at vælge denne selskabsmeddelelse frem for den selskabsmeddelelse, som oplyste, at primary endpoint kun var mødt, hvis der blev justeret for CAGn, og af de grunde, som er anført af byretten, er det bevist, at A havde kendskab til, at studiets primære analyse var fejlet, at oplysningerne i meddelelsen var ukorrekte og vildledende, og at oplysningen om, at primary endpoint var mødt, kunne få mærkbar betydning for kursdannelsen. Det kan efter bevisførelsen endvidere lægges til grund, at A ikke inden udsendelsen af selskabsmeddelelse nr. 01-10 sørgede for, at selskabets bestyrelse blev korrekt informeret. A var derfor i kraft af sin stilling som administrerende direktør den, der reelt på selskabets vegne traf afgørelse om at udsende selskabsmeddelelse nr. 01-10.

På denne baggrund tiltrædes det, at T A/S er fundet skyldig i kursmanipulation, jf. værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1.

Det tiltrædes ligeledes af de grunde, som er anført af byretten, at der ikke er tale om kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed efter den dagældende værdipapirhandelslovs § 94, stk. 1, 2. pkt.

Bøden, der fastsættes efter værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, 1. pkt. (nu § 94, stk. 1), og stk. 2, jf. § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, og § 93, stk. 6, findes passende udmålt til 5 mio. kr.

Der er ved udmålingen lagt vægt på blandt andet, at selskabsmeddelelsen havde særdeles stor påvirkning på selskabets markedsværdi, at overtrædelsen af forbuddet havde en varighed af 57 børsdage, at der var tale om et forskningsresultat af T A/S' primære aktivitet, og at selskabets egenkapital i 2010 var på 994,1 mio. kr., men i dag er på under 100 mio. kr. Der er endvidere lagt vægt på, at landsretten ikke har fundet, at forholdet skal henføres under værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, 2. pkt., om kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed.

Forhold 2

A udnyttede efter udsendelse af selskabsmeddelelse nr. 01-10 den 3. februar 2010 en tegningsoption (warrant program), idet han den 16. marts 2010 tegnede aktier, som han solgte den 18. marts 2010.

Købet og salget af aktierne fandt således ikke sted umiddelbart efter udsendelse af selskabsmeddelelse nr. 01-10, og der findes ikke i øvrigt grundlag for at fastslå, at baggrunden for As dispositioner, der endte med udsendelse af selskabsmeddelelse nr. 01-10, var at berige sig selv som beskrevet i forhold 2.

Det findes heller ikke godtgjort, at As dispositioner havde et andet sigte end at varetage selskabets interesser.

På denne baggrund, og således som tiltalen er rejst, finder landsretten ikke tilstrækkeligt grundlag for at dømme A for aktiesalget eller fastslå, at A som administrerende direktør i T A/S er selvstændig strafferetlig ansvarlig for sine dispositioner i forhold 1.

A frifindes derfor.

T h i k e n d e s f o r r e t :

Byrettens dom i sagen mod T A/S stadfæstes.

A frifindes.

T A/S skal betale sagens omkostninger for landsretten.

Statskassen skal vedrørende A betale sagens omkostninger for begge retter.

HØJESTERETS DOM

afsagt mandag den 14. november 2016

Sag 54/2016

(2. afdeling)

Anklagemyndigheden

mod

T A/S

(advokat Claus Juel Hansen)

I tidligere instanser er afsagt dom af Københavns Byret den 8. august 2014 og af Østre Landsrets 22. afdeling den 14. oktober 2015.

I pådømmelsen har deltaget fem dommere: Marianne Højgaard Pedersen, Vibeke Rønne, Henrik Waaben, Oliver Talevski og Jan Schans Christensen.

Påstande

Dommen er anket af T A/S med påstand om frifindelse, subsidiært formildelse.

Anklagemyndigheden har nedlagt påstand om skærkelse.

Anbringender

T A/S har til støtte for påstanden om frifindelse anført navnlig, at selskabet som udsteder ikke har begået kursmanipulation, idet oplysningerne i selskabsmeddelelsen af 3. februar 2010 vedrørende ...-studiet ikke blev givet med det formål at påvirke kursen på selskabets aktier i en bestemt retning. Selskabet havde dermed efter landsrettens bevisresultat ikke den fornødne subjektive tilregnelser til at foretage kursmanipulation.

Sagen skal i medfør af straffelovens § 3 afgøres efter de nye bestemmelser i værdipapirhandelsloven og markedsmisbrugsforordningen, dog således at afgørelsen ikke derved må blive strengere end efter den ældre lov.

Der er ikke med reglerne i markedsmisbrugsforordningen sket eller tilsigtet at skulle ske nogen ændring i kravene til, hvornår en udsteder kan ifalde straf for overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation.

Det fremgår af forarbejderne til værdipapirhandelslovens § 38, at der gælder et skærpet krav til subjektiv tilregnelser, hvis det er udstederen selv, der påstås at have gjort sig skyldig i kursmanipulation. Der stilles således krav om, at udstederen har haft til formål at påvirke kursdannelsen. Baggrunden herfor er, at samme forhold som oftest vil udgøre en overtrædelse af oplysningsforpligtelsen i værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1 og 2, som udgør udstederens primærforpligtelse, og som er særskilt strafsanktioneret.

Forarbejderne må forstås således, at det skærpede krav om subjektiv tilregnelser til kursmanipulation for udstedere ikke kun gælder, når udstederen helt har undladt at udsende selskabsmeddelelse, men tillige når udstederen har udsendt en mangelfuld selskabsmeddelelse med urigtige eller vildledende oplysninger, der er egnet til at påvirke kursen på udstederens værdipapirer.

Selv hvis Højesteret måtte finde, at det skærpede tilregnelserkrav alene gælder ved en udsteders undladelse af at offentliggøre intern viden, vil det skærpede tilregnelserkrav også gælde i denne sag. Det skyldes, at tiltalen mod T angår, at selskabet undlod at oplyse om, at det offentliggjorte resultat reelt var resultatet af en supplerende sensitivitetsanalyse.

Der foreligger under alle omstændigheder en sådan tvivl om forståelsen af forbuddet mod kursmanipulation i værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, at der savnes den fornødne klare lovhjemmel til, at T har overtrådt dette forbud.

Til støtte for den subsidiære påstand om formildelse har T anført navnlig, at en eventuel bøde skal fastsættes væsentligt lavere end 5 mio. kr. Sagen ligger uden for det normale område for kursmanipulation, som består i, at en eller flere personer med retsstridigt sigte forsøger at påvirke kursen på et værdipapir. Ts interne regler forbød kursmanipulation. Efter den første selskabsmeddelelse iværksatte T selv fortsatte undersøgelser og udsendte den 28. april 2010 af egen drift en korrigerende selskabsmeddelelse. Kursen på Ts aktier ville også være blevet påvirket positivt, hvis oplysningerne i den korrigerende selskabsmeddelelse var blevet ud-

sendt i den oprindelige selskabsmeddelelse. For selskabets vedkommende har overtrædelsen ikke været forbundet med nogen fordel eller gevinst. T har allerede fået en påtale fra Nasdaq OMX Copenhagen A/S, og der er reelt ikke behov for yderligere sanktioner. Sagen har været under behandling siden medio 2010, og hverken sagsbehandlingen i Finanstilsynet eller hos politiet ses at have tilført sagen væsentligt nyt.

Anklagemyndigheden har anført navnlig, at T med rette er fundet skyldig i kursmanipulation, idet der i selskabsmeddelelsen fra den 3. februar 2010 blev udsendt urigtige og vildledende signaler af betydning for kursdannelsen på selskabets aktier.

Afsnittet i de specielle bemærkninger til § 38, stk. 1, nr. 1, (Folketingstidende 2004-05, 1. saml., tillæg A, lovforslag nr. L 13, s. 334 ff.), kan godt ud fra en umiddelbar betragtning forstås således, at der stilles krav om, at der skal have været forsæt til at påvirke kursdannelsen, for at en udsteder skal kunne straffes for overtrædelse af § 38, stk. 1, nr. 1, men det kan ikke have været hensigten.

En sådan forståelse vil være i strid med ordlyden af bestemmelsen og med det, der i øvrigt er anført i bemærkningerne til § 38. Det fremgår heraf, at det ikke er afgørende for, om et forhold udgør kursmanipulation, om formålet eller hensigten med adfærden er at manipulere med kursen. Et krav om forsæt til kurspåvirkning vil endvidere stride imod bestemmelsen i straffelovens § 19.

De nævnte bemærkninger må forstås som en tilkendegivelse af, at der efter bestemmelsen i § 38, stk. 1, nr. 1, gælder et dobbelt krav om tilregnelse som betingelse for at pålægge et strafansvar for kursmanipulation. Der skal således være tilregnelse – i form af forsæt eller uagtsomhed – til, at udbredelse af oplysningerne er egnet til dels at give urigtige eller vildledende signaler om bl.a. kursen på værdipapiret, dels at påvirke kursen på værdipapiret i en retning, der afviger fra dettes værdi i markedet. Landsretten har fundet det bevist, at den daværende administrerende direktør i T havde den fornødne tilregnelse, ovenikøbet i form af forsæt.

Der foreligger særligt skærpende omstændigheder, og forholdet bør derfor henføres til værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, 2. pkt., nu straffelovens § 299 d. Som særligt skærpende omstændigheder anses ifølge § 299 d, stk. 2, navnlig tilfælde, hvor forbrydelsen er begået af flere i forening, hvor der er opnået eller tilsigtet betydelig vinding, eller hvor et større antal forbry-

delser er begået. Det fremgår af forarbejderne til lovændringen i 2013, hvor bestemmelsen blev flyttet fra værdipapirhandelsloven til straffeloven, at formålet med ændringen navnlig var at markere, at særligt grove overtrædelser af den dagældende bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, om kursmanipulation, anses som alvorlig kriminalitet, der kan have betydelige skadevirkninger både samfundsøkonomisk og for de involverede virksomheder. De forhold, som landsretten har fremhævet i dommen – den ganske betydelige påvirkning af selskabets markedsværdi, den tidsmæssige udstrækning af overtrædelsen samt den omstændighed, at der var tale om offentliggørelse af forskningsresultater i en medicinalvirksomhed vedrørende et potentielt banebrydende lægemiddel – udgør særligt skærpende omstændigheder. I alle tilfælde taler disse forhold for at skærpe straffen.

Retsgrundlaget

Bestemmelser om udsteders oplysningsforpligtelser og kursmanipulation blev indsat i værdipapirhandelsloven ved lov nr. 1072 af 20. december 1995. Af lovens § 27, stk. 1, fremgik:

”En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs, skal straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne.”

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,
...”

I lovforslagets bemærkninger til § 34 var anført bl.a. (Folketingstidende 1995-96, tillæg A, lovforslag nr. L 71, s. 1939 ff.):

” Kursmanipulation er defineret i stk. 3.

Efter stk. 3, nr. 1, er offentliggørelse eller udbredelse af urigtige, vildledende, overdrevne eller tendentiøse oplysninger om en udsteder, dens ledelse, dens forhold til konkurrenter, markeder eller myndigheder omfattet. Kursmanipulation i denne form kan

bl.a. forekomme i forbindelse med omtale i nyhedsmedier, aktieanalyser og lignende samt ved udspredelse af rygter i børsmarkedet.

Urigtige oplysninger m.v. fra en udsteder eller en udsteders undladelse af at offentliggøre væsentlige, kursrelevante oplysninger kan ligeledes være kursmanipulation, men i disse tilfælde vil der dog normalt tillige foreligge en overtrædelse af udstederens oplysningsforpligtelse som fastlagt i lovforslagets kapitel 7. Stk. 1, vil især finde anvendelse ved grovere eller gentagne overtrædelser af oplysningsforpligtelsen.”

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 (markedsmisbrugsdirektivet), blev § 27 ændret, og § 34, stk. 3, blev ophævet og erstattet med § 38.

Af §§ 27, 38 og 39, stk. 1, som var gældende på gerningstidspunktet, fremgik bl.a. (lovbekendtgørelse nr. 795 af 20. august 2009):

”§ 27. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til handel på et sådant marked, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed. Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret. Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information.

...

Stk. 4. En udsteder skal sikre, at offentliggørelsen af intern viden sker på en sådan måde, at offentligheden hurtigt kan få adgang til denne viden, og at de offentliggjorte oplysninger er tilstrækkelige til, at der kan foretages en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden. Udstederen må ikke på vildledende måde kombinere offentliggørelse af intern viden med markedsføringsvirksomhed. En udsteder skal så vidt muligt sikre, at offentliggørelse sker samtidig over for alle kategorier af investorer i alle lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederen har anmodet om eller har fået godkendt en optagelse af værdipapirer.

...

§ 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,
...

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,
...

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

I lovforslagets bemærkninger til § 38 er anført bl.a. (Folketingstidende 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. ...

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 indvirk-

ning 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 bestemmelsen i *stk. 1, nr. 1*, vedrører udbredelse af oplysninger, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbud, efterspørgsel eller kursen på værdipapirer. Bestemmelsen omfatter både urigtige eller vildledende oplysninger, der direkte vedrører værdipapirer, og urigtige eller vildledende oplysninger om udstedere af værdipapirer, der indirekte har betydning for kursdannelsen på værdipapirer. Det er efter bestemmelsen uden betydning, om udbredelsen af de urigtige eller vildledende oplysninger sker via de traditionelle medier (aviser, radio, tv etc.) eller på anden måde, f.eks. gennem omtale på en hjemmeside, der er tilgængelig via Internettet. Bestemmelsen svarer indholdsmæssigt til den tilsvarende bestemmelse i den gældende lovs § 34, stk. 3, nr. 1. Bestemmelsen suppleres i grovere tilfælde af reglen i straffelovens § 296 om udspredelse af løgnagtige meddelelser, hvorved prisen på værdipapirer kan påvirkes.

Ligesom det er tilfældet efter den gældende lov, kan en udsteders undladelse eller mangelfulde offentliggørelse af kursfølsomme oplysninger efter § 27, stk. 1, i princippet falde ind under bestemmelsen om kursmanipulation. En udsteders undladelse af at offentliggøre intern viden vil dog alene udgøre kursmanipulation i grovere tilfælde, hvor det kan lægges til grund, at udsteders undladelse havde til formål at påvirke kursen i en bestemt retning.

...”

Værdipapirhandelslovens §§ 27, 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 artiklerne 12, 15 og 17 i markedsmisbrugsforordningen hedder det bl.a.:

”Artikel 12

Markedsmanipulation

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

...

c) udbredelse af oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet

af, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument, en relateret spotkontrakt vedrørende råvarer eller et auktionsprodukt baseret på emissionskvoter, eller som 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 højt niveau, herunder spredning af rygter, når den person, der har spredt dem, var eller burde have været klar over, at oplysningerne var urigtige eller vildledende

d) videregivelse af urigtige eller vildledende oplysninger eller indberetning af urigtigt eller vildledende input vedrørende et benchmark, når personen, der stod for videregivelsen eller indberettede inputtet, var eller burde have været klar over, at det var urigtigt eller vildledende, eller enhver anden tilsvarende aktivitet, som manipulerer beregningen af et benchmark.

2. Følgende adfærd anses blandt andet for at være markedsmanipulation:

...

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

...

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.

...

Artikel 17

Offentliggørelse af intern viden

1. En udsteder offentliggør hurtigst muligt intern viden, der direkte vedrører denne udsteder.

Udstederen sikrer, at den interne viden offentliggøres på en måde, som muliggør hurtig adgang til og en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af denne viden i offentligheden og, hvor det er relevant, i den officielt udpegede mekanisme, der er omhandlet i artikel 21 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF. Udstederen må ikke kombinere videregivelse af intern viden til offentligheden med markedsføring af sine aktiviteter. En udsteder skal i en periode på mindst fem år lægge al intern viden, som den pågældende er forpligtet til at offentliggøre, ud på sit websted og løbende ajourføre den.”

I 2016-lovforslagets almindelige bemærkninger hedder det bl.a. (Folketingstidende 2015-16, tillæg A, lovforslag nr. L 159, s. 9 ff.):

”3. Lovforslagets hovedpunkter

...

Til nr. 29

...

Artikel 17, stk. 1, 1. afsnit, indeholder krav om, at en udsteder hurtigst muligt skal offentliggøre intern viden, der direkte vedrører denne udsteder. Artikel 17, stk. 1, 2. afsnit, 1. pkt., indeholder et krav om, at udstederen skal sikre, at den interne viden offentliggøres på en måde, som muliggør hurtig adgang til og en fuldstændig korrekt og rettidig vurdering af denne viden i offentligheden. Artikel 17, stk. 1, 2. afsnit, 2. pkt., indeholder et krav om, at udstederen ikke må kombinere videregivelse til offentligheden med markedsføring af sine aktiviteter. Artikel 17, stk. 1, 2. afsnit, 3. pkt., indeholder et krav om, at udstederen i en periode på mindst fem år skal lægge al intern viden, som den pågældende er forpligtet til at offentliggøre, ud på sit websted og løbende ajourføre den. En virksomhed kan således idømmes en bøde, såfremt udstederen ikke hurtigst muligt offentliggør intern viden. Intern viden skal forstås i overensstemmelse med definitionen af intern viden i artikel 7 i markedsmisbrugsforordningen. Længerevarende overtrædelser af artikel 17, stk. 1, kan endvidere under visse nærmere omstændigheder betragtes som overtrædelse af forbuddet mod markedsmanipulation i henhold til markedsmisbrugsforordningens artikel 15.

Til nr. 32

...

Med forordningen videreføres det nuværende strafbare område for kursmanipulation, der i dag er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v., i ændret form og med bl.a. nedsættende ændring i betingelserne for, hvornår der foreligger strafbar manipulation. Der vil også fremover kunne straffes for adfærd, der efter den gældende lov om værdipapirhandel m.v. er omfattet af forbuddet mod kursmanipulation.

Den nuværende definition af kursmanipulation findes i § 38 i lov om værdipapirhandel m.v., hvoraf fremgår, at der ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af be-

stemmelsens 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., Folketingstidende 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”.

...

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.

...

Ved overtrædelse af markedsmisbrugsforordningens artikel 15 om markedsmanipulation bør der sondres mellem en overtrædelse af kortere varighed (enkelte eller få dage), af mellemlang varighed (op til 2 måneder) og af lang varighed (over 2 måneder), hvor størrelsen af bøden stiger i takt med overtrædelsens varighed.

For en nærmere beskrivelse af indholdet af forbuddet mod markedsmanipulation i artikel 15 i markedsmisbrugsforordningen henvises til de almindelige bemærkninger pkt. 3.4.2.5.

Ansvarssubjektet i henhold til artikel 14 og 15 er den fysiske eller juridiske person, som udfører de strafbare handlinger, jf. § 94, stk. 1. ...”

Højesterets begrundelse og resultat

Frifindelsespåstanden

T A/S blev ved landsrettens dom idømt en bøde på 5 mio. kr. for kursmanipulation i forbindelse med udsendelse den 3. februar 2010 af en selskabsmeddelelse om resultatet af et klinisk studie af selskabets lægemiddel [lægemiddel], jf. den dagældende værdipapirhandelslovs § 94, stk. 1, 1. pkt., jf. § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1.

T har til støtte for sin frifindelsespåstand anført navnlig, at det efter forarbejderne til værdipapirhandelslovens § 38 er en betingelse for at straffe selskabet for kursmanipulation, at selskabet ved offentliggørelsen af oplysningerne i selskabsmeddelelsen havde til formål at påvirke kursen på sine aktier. T har henvist til, at det særligt skærpede krav om subjektiv tilregnelser til kursmanipulation for udstedere ifølge forarbejderne ikke kun gælder, når udstederen helt har undladt at udsende selskabsmeddelelse, men tillige når udstederen har udsendt en mangelfuld meddelelse med urigtige eller vildledende oplysninger.

Højesteret bemærker, at kursmanipulation efter værdipapirhandelslovens § 38, stk. 1, nr. 1, omfatter handlinger, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ved udbredelse af oplysninger, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om bl.a. kursen på værdipapirer. Bestemmelsen gælder også for udstedere og stiller efter sin ordlyd ikke særlige krav til tilregnelsen. Der kan derfor også dømmes for kursmanipulation, når bestemmelsen overtrædes ved uagtsomhed, jf. straffelovens § 19. Det, som er anført i forarbejderne om, at der ved en udsteders undladelse af at offentliggøre intern viden alene kan dømmes for kursmanipulation i grovere tilfælde, hvor formålet har været at påvirke kursen, kan efter Højesterets opfattelse ikke antages at sigte på tilfælde, hvor udstederen ved en handling udbreder urigtige eller vildledende oplysninger i strid med bestemmelsen.

Landsretten har lagt til grund, at T udbredte urigtige og vildledende oplysninger ved offentliggørelse af selskabsmeddelelsen af 3. februar 2010. Landsretten har endvidere lagt til grund, at selskabets administrerende direktør, A, havde kendskab til, at ...-studiets primære analyse var fejlet, at oplysningerne i meddelelsen var ukorrekte og vildledende, og at oplysningen om, at "primary endpoint" var mødt, kunne få mærkbar betydning for kursdannelsen på selskabets aktier. Landsretten har således lagt til grund, at der var forsæt til kursmanipulation.

På denne baggrund finder Højesteret, at landsretten med rette har fundet selskabet skyldig i overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, om kursmanipulation, jf. nu artikel 15, jf. artikel 12, stk. 1, c) i markedsmisbrugsforordningen (Europa-Parlamentets og Rådets forordning 596/2014/EU af 16. april 2014) og straffelovens § 3.

Strafudmålingen

Højesteret tiltræder, at forholdet ikke er henført under værdipapirhandelslovens § 94, stk. 1, 2. pkt., jf. nu straffelovens § 299 d, stk. 1, nr. 1. Højesteret har herved navnlig lagt vægt på, at selskabet efter de foreliggende oplysninger ikke har tilstræbt eller opnået økonomisk vinding ved udbredelsen af de urigtige og vildledende oplysninger, ligesom de øvrige forhold nævnt i straffelovens § 299 d, stk. 2, ikke foreligger i sagen.

Højesteret finder ikke grundlag for at nedsætte den idømte bødestraf og heller ikke tilstrækkeligt grundlag for at skærpe straffen.

Konklusion

Landsrettens dom stadfæstes.

Thi kendes for ret:

Landsrettens dom stadfæstes.

T A/S skal betale sagens omkostninger for Højesteret.