

Udskriftsdato: mandag den 12. januar 2026

VEJ nr 9792 af 15/08/2025 (Gældende)

Vejledning om udførelse af kundeordrer og indberetning heraf i medfør af markedsmisbrugsforordningen

Ministerium: Erhvervsministeriet

Journalnummer: Erhvervsmin.,
Finanstilsynet, j.nr. 24-017113

Vejledning om udførelse af kundeordrer og indberetning heraf i medfør af markedsmisbrugsforordningen

Det hænder, at værdipapirhandleres ansatte, der har direkte kontakt til en kunde via telefon, e-mail, chat m.v., dvs. ikke via ”execution-only”-transaktioner, får begrundet mistanke eller sikker viden om, at kunden har til hensigt at handle på baggrund af intern viden eller at begå markedsmisbrug. Formålet med vejledningen er todelt. For det første tjener vejledningen som et værn mod handler, der kan være skadelige for kapitalmarkedet. For det andet tjener vejledningen som beskyttelse af værdipapirhandlere og disses ansatte ved at henlede opmærksomheden på værdipapirhandlerens henholdsvis disses ansattes, rolle og eventuelle ansvar.

I denne vejledning fremgår Finanstilsynets vurdering af dels, hvornår værdipapirhandleres ansatte bør afstå fra at udføre en mistænkelig kundeordre, idet det ikke kan udelukkes, at værdipapirhandleren og/eller evt. dennes ansatte kan blive ansvarlige for medvirken til insiderhandel eller markedsmisbrug, dels, hvornår værdipapirhandlere og disses ansatte er forpligtede til at underrette Finanstilsynet om mistænkelige kundeordrer.

1. Anvendelsesområdet og definitioner

Denne vejledning finder anvendelse på værdipapirhandleres ansatte, dvs. fysiske personer, der har direkte kundekontakt, samt værdipapirhandlere, dvs. den juridiske person, hvori de fysiske personer er ansat. Særligt afsnit 5 er relevant for værdipapirhandleren, dvs. den juridiske person.

Ved udførelse forstås i denne vejledning, at en værdipapirhandlers ansatte lægger ordren i markedet, handler på egen bog eller videreformidler til en anden broker.

Det skal bemærkes, at et evt. medvirkensansvar for insiderhandel eller markedsmisbrug i udgangspunktet vil ligge hos værdipapirhandleren, dvs. den juridiske person, og evt. i tillæg hertil hos den ansatte, dvs. den fysiske person, hvis denne har handlet forsætligt eller groft uagtsomt.

Det følger af Rigsadvokatmeddelelsen¹⁾ og af bemærkningerne til § 249, stk. 2, i lov om kapitalmarkeder, at ved valg af ansvarssubjekt, er det udgangspunktet, at tiltalen rejses mod den juridiske person. Der kan i en række tilfælde være anledning til – udover tiltalen mod den juridiske person – tillige at rejse tiltale mod en eller flere fysiske personer, hvis den eller de pågældende har handlet forsætligt eller groft uagtsomt.

Det følger videre af Rigsadvokatmeddelelsen at tiltale mod en underordnet ansat i almindelighed ikke rejses, medmindre der foreligger særlige omstændigheder. Ifølge Rigsadvokatmeddelelsen kan det f.eks. være tilfældet, hvis der er tale om en grov overtrædelse, som den underordnede ansatte har begået forsætligt og eventuelt tillige på eget initiativ.

2. Værdipapirhandleres og disse virksomheders ansattes ansvar og indberetningspligt ved udførelse af kundeordrer før MAR

I medfør af de dagældende § 35, stk. 3, og § 39, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., som var en undtagelse til henholdsvis forbuddene mod insiderhandel og kursmanipulation, havde ansatte mulighed for loyalt at udføre en mistænkelig kundeordre uden at blive straffet for medvirken, jf. § 23, stk. 1, 1. pkt., i straffeloven. Dette var muligt, uanset om værdipapirhandlerne og disse virksomheders ansatte havde kendskab til eller formodning om, at kunden derved overtrådte forbuddene mod insiderhandel eller kursmanipulation.²⁾



Bestemmelserne i værdipapirhandelsloven gav kun ansvarsfrihed, hvis der var tale om en loyal udførelse, dvs., hvis den ansatte udelukkende bistod kunden med selve udførelsen af ordren. Hvis den ansatte gik videre end blot at bistå kunden med at udføre ordren, f.eks. ved at tilskynde til handlen eller at rådgive kunden om insiderhandel eller kursmanipulation, kunne værdipapirhandlerne og virksomhedernes ansatte ifalde strafansvar for medvirken til insiderhandel eller kursmanipulation efter reglerne i § 23 i straffeloven.

Kunne værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte med rimelighed antage, at en gennemført transaktion udgjorde en overtrædelse af forbuddene mod insiderhandel og kursmanipulation, skulle værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte uden ugrundet ophold underrette Finanstilsynet herom, jf. § 37, stk. 6, i værdipapirhandelsloven. Pligten til at underrette gjaldt dog kun, hvis transaktionen var gennemført som led i en loyal udførelse af en kundes ordre. På grund af forbuddet mod selvinkriminering, gjaldt indberetningspligten ikke for værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte, hvis handlinger gik videre end loyal udførelse af en kundes ordre, da værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte netop kunne pålægges ansvar for medvirken til insiderhandel eller kursmanipulation.³⁾

3. Værdipapirhandlers og disse virksomheders ansattes ansvar og indberetningspligt ved udførelse af kundeordrer efter MAR

3.1. Medvirken efter MAR

Lov om værdipapirhandel mv. blev erstattet af Europa-Parlamentets og Rådets forordning om markeds-misbrug (MAR)⁴⁾.

Det er Finanstilsynets vurdering, at MAR ikke indeholder en udtrykkelig undtagelse til medvirken for markedsmanipulation, som det var tilfældet i værdipapirhandelsloven, når ansatte, der havde begrundet mistanke eller sikker viden om, at kunden ville begå insiderhandel eller markedsmanipulation, blot udførte kundens ordre. Dette er også blevet bekræftet af Østre Landsret i dom af 23. marts 2017⁵⁾, der er nærmere omtalt under afsnit 3.2.2.

Artikel 9 i MAR indeholder udtrykkelige bestemmelser, der vedrører lovlig adfærd. Artikel 9, stk. 2, litra b, regulerer f.eks. det tilfælde, hvor en juridisk person er i besiddelse af intern viden, men hvor den kunde, der ønsker en transaktion udført, ikke er i besiddelse af intern viden. Denne situation betragtes ikke som tilfælde, hvor den juridiske person har deltaget i eller medvirket til insiderhandel.

Derudover fremgår det af betragtning 39 i præamblen til MAR, at forbuddet mod markedsmisbrug også bør omfatte personer, der agerer i fællesskab for at begå markedsmisbrug. Det omfatter, men er ikke begrænset til, bl.a. mæglere, der udtænker og anbefaler en handelsstrategi, som er udformet med sigte på at føre til markedsmisbrug.

Da et af eksemplerne i betragtningen går på mæglere, der udtænker og anbefaler en handelsstrategi, er det Finanstilsynets vurdering, at der vil kunne ske domfældelse for medvirken, hvis en værdipapirhandlers ansatte aktivt tilskynder eller rådgiver om markedsmisbrug. Listen over eksempler på at handle i fællesskab i betragtning 39 er ikke udtømmende, hvorfor det må lægges til grund, at reglen om medvirken i § 23 i straffeloven stadig finder anvendelse på forbuddet mod insiderhandel og markedsmanipulation i medfør af henholdsvis artikel 14 og 15 i MAR, der er strafbelagte, jf. § 249, stk. 2, i lov om kapitalmarkeder.

Betragtning 30 i præamblen til MAR omhandler situationen, hvor en værdipapirhandler eller dennes ansatte gennemfører en handelsordre på vegne af en tredjepart som har intern viden. Betragtningen angiver, at en pligtskyldig gennemførelse i en sådan situation, ikke betragtes som brug af sådan intern viden.

I den engelske udgave fremgår det, at *"persons authorised to execute orders on behalf of third parties with inside information confine themselves to carrying out, cancelling or amending an order dutifully, should not be deemed to constitute use of such inside information"*.

Den danske udgave stemmer ikke overens med den engelske, idet der fremgår følgende: *"personer, der er bemyndiget til at udføre handelsordrer på vegne af tredjeparter med intern viden, blot pligtskyldigt gennemfører annulleringer eller ændringer af handelsordrer, bør ikke betragtes som brug af sådan intern viden."*

Det vil sige, at det fremstår som om, at det kun er annullering eller ændring af en ordre, der ikke bør betragtes som brug af intern viden, altså tager den danske version ikke stilling til *gennemførelse* af ordren.

De omtalte personer er dog ikke beskyttet mod aktiviteter, der er klart forbudt i MAR, herunder f.eks. front running, hvor intern viden om en kundes påtænkte handel udnyttes af værdipapirhandleren selv til at opnå en gevinst eller undgå et tab.

Finanstilsynet har også gennemgået en række yderligere oversættelser. Den svenske, hollandske, franske og italienske oversættelse dækker, i lighed med den engelske oversættelse, både over at gennemføre,

annullere eller ændre en ordre. Den tyske dækker, i lighed med den danske, kun over at annullere eller ændre en ordre. Den spanske dækker derimod kun over at gennemføre eller ændre en ordre.

Da alle de omtalte sprogversioner, med undtagelse af den tyske, også dækker over at gennemføre ordrer, finder Finanstilsynet, at det har formodningen for sig, at det har været lovgivers hensigt, at den danske oversættelse også skulle omfatte gennemførelse af ordrer.

Uanset om det har været hensigten, at betragtning 30 også skulle omfatte gennemførelse af ordrer, fremgår det ikke nærmere, hvorvidt de i betragtningen omtalte personer er vidende om, at kunden besidder intern viden. Desuden er der kun tale om en betragtning og ikke en egentlig undtagelsesbestemmelse i forordningen ligesom artikel 9, stk. 2, litra b, som er nævnt ovenfor. Det er derfor Finanstilsynets vurdering, at betragtning 30 ikke kan anses for en klar undtagelse til medvirken til insiderhandel, i det tilfælde hvor en værdipapirhandlers ansatte med begrundet mistanke eller sikker viden om, at en kunde vil begå insiderhandel, blot udfører ordren.

På baggrund af ovenstående må det lægges til grund, at et evt. medvirkensansvar ikke kan afvises i en situation, hvor der sker udførelse af mistænkelige handelsordrer eller transaktioner på vegne af en kunde.

3.2. Indberetningspligten efter MAR

Pligten til at underrette Finanstilsynet om mistænkelige ordrer eller transaktioner er fastsat i artikel 16, stk. 2, 2. pkt., i MAR. Det fremgår af bestemmelsen, at når værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte har begrundet mistanke om, at en handelsordre eller en transaktion vedrørende et finansielt instrument, hvad enten denne placeres eller afvikles på eller udenfor en markedsplads, kan udgøre insiderhandel, markedsmanipulation eller forsøg herpå, skal værdipapirhandleren og dennes eders ansatte straks underrette Finanstilsynet.

I forhold til den tidligere bestemmelse i § 37, stk. 6, i værdipapirhandelsloven, hvorefter der kun gjaldt en indberetningspligt ved en mistænkelig gennemført transaktion, er det vigtigt at bemærke, at indberetningspligten i medfør af MAR ikke kun gælder mistænkelige transaktioner, men også mistænkelige ordrer. Der er dermed tale om en udvidelse af anvendelsesområdet. Det er også vigtigt at bemærke, at indberetningspligten efter værdipapirhandelsloven kun gjaldt, hvis værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt havde udført en kundes ordre, og altså ikke hvis værdipapirhandleren og dens ansatte var gået ud over den loyale udførelse af kundeordrer. Dette var en følge af hensynet til selvinkriminering, jf. ovenfor under afsnit 2. Da artikel 14 og 15 i MAR om forbuddet mod henholdsvis insiderhandel og markedsmisbrug er sanktioneret med straf, jf. § 249, stk. 2, i lov om kapitalmarkeder, skal Finanstilsynet i sin vurdering af, hvornår der skal ske underretning i medfør af MAR, også tage hensyn til forbuddet mod selvinkriminering i retssikkerhedsloven.⁶⁾

3.2.1. Retssikkerhedslovens regler om selvinkriminering

Det følger af § 10, stk. 1, i retssikkerhedsloven, at hvis der er konkret mistanke om, at en enkeltperson eller juridisk person har begået en lovovertrædelse, der kan medføre straf, gælder bestemmelser i lovgivningen m.v. om pligt til at meddele oplysninger til myndigheden ikke i forhold til den mistænkte, medmindre det kan udelukkes, at de oplysninger, som søges tilvejebragt, kan have betydning for bedømmelsen af den formodede lovovertrædelse.

Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen⁷⁾, at i forhold til kravet om en konkret mistanke, må det som udgangspunkt være afgørende, om myndighedens mistanke er så stærk, at der ville være grundlag for indenfor strafferetsplejen at rejse en sigtelse. Det forudsættes, at det er den myndighed, der i givet fald skal benytte sig af oplysningspligten, som i almindelighed foretager vurderingen af, om der er grundlag for en konkret mistanke.

Artikel 16, stk. 2, 2. pkt., i MAR pålægger værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte en pligt til at underrette Finanstilsynet, hvis værdipapirhandleren og dens ansatte har en begrundet mistanke om, at en handelsordre eller transaktion kunne udgøre insiderhandel eller markedsmanipulation eller forsøg herpå. Finanstilsynet vil derfor ikke på forhånd have mulighed for at vurdere, hvorvidt der foreligger en konkret mistanke om, at værdipapirhandleren og dens ansatte i forbindelse med en mistænkelig ordreudførelse har begået en strafbar handling og derfor er omfattet af forbuddet mod selvinkriminering.

I Østre Landsrets dom af 23. marts 2017 blev en fysisk person hos værdipapirhandleren dømt for medvirken til markedsmanipulation for gentagne gange i et løbende kontraktforhold at have ydet bistand til sin kunde ved eksempelvis at fremkomme med konkrete forslag til afgivelsen af bud for at få aktien til at lukke i et givent niveau. Derudover fandtes den pågældende fysiske person også blot loyalt at have udført en række ordrer. I den nævnte sag fandt udførelsen af kundeordrer sted i 2007 og 2008, hvor MAR endnu ikke var trådt i kraft. Da skyldsspørgsmålet ikke måtte blive strengere end efter de tidligere gældende regler, jf. § 3, stk. 1, i straffeloven⁸⁾, blev den pågældende frifundet i de tilfælde, hvor denne blot loyalt havde udført kundens ordrer, jf. § 39, stk. 2, i værdipapirhandelsloven. I sagen blev den pågældende fysiske person også tiltalt for ikke at have indberettet de transaktioner, som denne blot loyalt havde udført. Landsretten nåede dog frem til, at den pågældende fysiske person ikke havde været forpligtet hertil. Landsretten udtalte, at en indberetning af disse transaktioner sædvanligvis ville have givet myndighederne anledning til at indlede undersøgelser eller efterforskning af, om der havde været tale om en adfærd omfattet af det strafsanktionerede forbud. Da der samtidig var tale om et løbende kontraktforhold, ville der, hvis den pågældende fysiske person havde opfyldt indberetningspligten, have været nærliggende risiko for, at den fysiske person ville have pådraget sig straf for de ordrer, hvor vedkommende allerede havde medvirket til kursmanipulation. Retten mente derfor med henvisning til forbuddet mod selvinkriminering, jf. artikel 6 i Den Europæiske Menneskerettighedskonvention, at det ville være betænkeligt at fortolke indberetningspligten således, at der er tale om en strafsanktioneret indberetningspligt i en situation, hvor en værdipapirhandlers ansatte risikerer at foretage selvinkriminering.

Ud fra ovennævnte dom er det derfor Finanstilsynets vurdering, at værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte som udgangspunkt ikke er forpligtet til at underrette Finanstilsynet om ordrer i medfør af artikel 16, stk. 2, 2. pkt., som værdipapirhandleren og dens ansatte har udført med begrundet mistanke eller sikker viden om, at ordren udgjorde insiderhandel eller markedsmanipulation, da dette vil føre til selvinkriminering. Er værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte ikke forpligtet til at indberette pga. selvinkriminering, vil en værdipapirhandler og dens ansatte ikke kunne blive straffet for manglende indberetning efter artikel 16, stk. 2, 2. pkt., jf. § 249, stk. 1, i lov om kapitalmarkeder. En manglende indberetning beskytter derimod ikke mod et evt. ansvar for medvirken.

4. Finanstilsynets anbefalinger i forhold til udførelse af ordrer og underretningspligten efter MAR

På baggrund af samspillet mellem reglerne om strafansvar for medvirken, herunder uagtsom medvirken, indberetningspligten i MAR og selvinkriminering, har Finanstilsynet i fire forskellige tilfælde vurderet,

hvordan en værdipapirhandlers ansatte bør agere i forhold til udførelse af en kundeordre, hvor en kunde har til hensigt at begå insiderhandel eller markedsmanipulation, og hvornår der foreligger en indberetningspligt. Det drejer sig om følgende tilfælde, hvor en ansat har enten

- 1) ingen viden,
- 2) begrundet mistanke,
- 3) sikker viden eller
- 4) efterfølgende begrundet mistanke eller sikker viden.

De fire situationer vil blive behandlet hver for sig i afsnittene 4.1-4.4.

Selvom det altid vil bero på en konkret vurdering, hvornår en ansat befinder sig i en af de nævnte situationer, har Finanstilsynet sidst i vejledningen under afsnit 6 forsøgt at give eksempler på begrundet mistanke, sikker viden og efterfølgende begrundet mistanke eller sikker viden. Der er tale om eksempler fra Finanstilsynets egen praksis, fiktive eksempler med inspiration fra praksis og eksempler fra retspraksis.

4.1. Ingen viden

Er en ansat ikke vidende om, at en kundeordre udgør enten insiderhandel eller markedsmanipulation, kan den ansatte ikke blive pålagt et medvirkensansvar for at udføre ordren. Da den ansatte ikke er vidende om, at ordren udgør markedsmisbrug, kan hverken den ansatte eller værdipapirhandleren heller ikke være forpligtet til at underrette Finanstilsynet herom.

Under ingen viden hører også det tilfælde, hvor en ansat først efter at have udført en ordre indser, at omstændighederne omkring ordren kunne tyde på, at kunden havde til hensigt at begå markedsmanipulation eller insiderhandel. Det vil sige, at den ansatte på handlingstidspunktet havde "ingen viden", og at den ansatte ikke har medvirket på en strafbar måde. Værdipapirhandleren og dennes ansatte vil derfor i medfør af indberetningspligten i MAR, straks efter det tidspunkt, hvor den ansatte får begrundet mistanke om markedsmisbrug, være forpligtet til at indberette ordren til Finanstilsynet.

4.2. Begrundet mistanke

Har en ansat begrundet mistanke om, at en kunde vil begå insiderhandel eller markedsmanipulation, kan et evt. medvirkensansvar ikke afvises. Den ansatte bør derfor afstå fra at udføre ordren. Da forsøg på insiderhandel eller markedsmanipulation også skal indberettes i medfør af artikel 16, stk. 2, 2. pkt., i MAR, bør værdipapirhandleren og dennes ansatte, straks efter at have afvist ordren, underrette Finanstilsynet herom.

Udfører den ansatte derimod ordren, kan der være risiko for et medvirkensansvar. Det er derfor Finanstilsynets vurdering, at værdipapirhandelen og dennes ansatte som udgangspunkt ikke behøver at foretage indberetning til Finanstilsynet, da en sådan indberetning vil føre til selvinkriminering.

For så vidt angår tilfælde, hvor den ansatte, først efter ordren er udført, indser, at omstændighederne omkring ordren kunne tyde på, at kunden havde til hensigt at begå markedsmanipulation eller insiderhandel, henvises til afsnit 4.1 om ingen viden.

4.3. Sikker viden

Har en ansat sikker viden om, at en kunde vil begå markedsmisbrug, kan et evt. medvirkensansvar ikke afvises. Den ansatte bør derfor afstå fra at udføre ordren. Da forsøg på insiderhandel eller markedsmanipulation også skal indberettes i medfør af artikel 16, stk. 2, 2. pkt., i MAR, bør værdipapirhandleren og dennes ansatte, straks efter at have afvist ordren, underrette Finanstilsynet herom.

Har en ansat med sikker viden om, at en kundes ordre udgør markedsmisbrug, alligevel udført ordren, vurderer Finanstilsynet, at der vil kunne ske domsfældelse heraf efter MAR. Finanstilsynet vil derfor også forfølge spørgsmålet om straf i et sådant tilfælde. Derfor er det også Finanstilsynets vurdering, at værdipapirhandleren og dennes ansatte ikke behøver at foretage indberetning til Finanstilsynet, da en sådan indberetning vil føre til selvinkriminering.

4.4. Efterfølgende begrundet mistanke eller sikker viden

Får en ansat først begrundet mistanke eller sikker viden om at en kundes ordre udgjorde insiderhandel eller markedsmanipulation, efter at ordren er udført, på grund af forhold, som den ansatte først bliver bekendt med herefter, kan der ikke blive tale om et evt. medvirkensansvar for insiderhandel eller markedsmanipulation. Værdipapirhandleren og dennes ansatte er dog i dette tilfælde underlagt en indberetningspligt efter MAR straks efter det tidspunkt, hvor den begrundede mistanke eller sikre viden er opstået.

5. Forretningsgange m.v.

Som det fremgår ovenfor af Finanstilsynets vurdering af indberetningspligten og ansvar for medvirken, er det et samspil mellem flere forskellige regelsæt, der afgør, hvordan en ansat skal agere, når denne får begrundet mistanke eller sikker viden om, at en kunde ønsker at handle på baggrund af intern viden eller begå markedsmanipulation.

For på bedst mulig vis at imødegå den situation, hvor en ansat har begrundet mistanke eller sikker viden om, at en kunde har til hensigt at begå insiderhandel eller markedsmanipulation, og da det kan være svært for den ansatte at vide, hvordan denne skal agere i en sådan situation, anbefaler Finanstilsynet følgende:

1) Værdipapirhandleren, dvs. den juridiske person, hvori den fysiske person er ansat, udarbejder forretningsgange på området.

2) Den ansatte spørger nærmere ind til en given ordre, der virker mistænkelig.

Det er vigtigt, at den ansatte forsøger at skabe klarhed over, hvorvidt en ordre udgør forsøg på insiderhandel eller markedsmanipulation, og at en ansat spørger nærmere ind til en ordre, hvis den ansatte får mistanke om, at der er tale om markedsmisbrug. Et spørgsmål kan eksempelvis være, om kunden er i

besiddelse af intern viden, eller, hvis der er mistanke om markedsmanipulation, hvad det er, der gør, at en kunde mener, at kursen på en aktie skal afvige så meget fra den sidst offentliggjorte kursværdi.

3) Værdipapirhandleren, dvs. den juridiske person, har taget stilling til, hvem der kan tages kontakt til i tvivlstilfælde.

Finanstilsynet anbefaler, at den juridiske person, hvori den fysiske person er ansat, tager stilling til, hvem den ansatte kan kontakte for at søge råd til håndtering af en mistænkelig ordre. Det kan eksempelvis være en kollega, en overordnet eller compliance-afdelingen.

4) Værdipapirhandleren, dvs. den juridiske person, hvori den fysiske person er ansat, indsætter et forbehold i ordreudførelsespolitikken om ikke at udføre ordrer, hvor der er begrundet mistanke om insiderhandel eller markedsmanipulation.

For at forebygge, at en kunde rejser et eventuelt erstatningskrav mod f.eks. en ansat, i tilfælde af, at denne ikke har udført en ordre, hvor den ansatte har haft mistanke om markedsmisbrug, anbefaler Finanstilsynet, at værdipapirhandleren, dvs. den juridiske person, hvori den fysiske person er ansat, i sin ordreudførelsespolitik indsætter et forbehold om ikke at udføre ordrer, hvis der er mistanke om insiderhandel eller markedsmanipulation.

6. Eksempler

Begrundet mistanke

Insiderhandel

Eksempel 1

En ansat hos en værdipapirhandler spørger nærmere ind til baggrunden for en handel, hvortil kunden svarer:

”Jamen jeg fik bare nogle oplysninger, og så fik jeg at vide, at jeg ikke skulle spørge mere.”

Markedsmanipulation

Eksempel 2

I UfR2016. 3756H er citeret en telefonsamtale mellem to af de tiltalte, en kunde og værdipapirhandlerens ansatte, der lyder som følger:

”[kunden]; Goddag. [den ansatte hos værdipapirhandleren], 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?”

Kunden bliver senere dømt for markedsmanipulation ved Vestre Landsrets dom af 9. november 2017⁹⁾. Værdipapirhandleren og dennes ansatte bliver i sagen dømt for manglende indberetning til Finanstilsynet, jf. artikel 16, stk. 2, i markedsmisbrugsforordningen. Følgende fremgår af dommen:

”[Værdipapirhandlerens ansatte] burde i betragtning af [kundens] angivelse af et ønske om at opnå en stor kursstigning have haft mistanke om, at [kundens] købsordrer kunne udgøre kursmanipulation”.

Eksempel 3

En kunde ønsker at sælge sine aktier og kommer til at fortælle, at de skal møde hans egen købsordre i et andet institut (formodentlig for at hæve prisen på aktien). Kunden vil ikke fortælle hvorfor, idet det er en privat sag, som ikke kommer rådgiveren ved.

Eksempel 4

En kunde har gentagne gange ønsket at lægge en limitordre, der ligger markant højere end markedet, og kunden beder et par timer senere værdipapirhandlerens ansatte om at få ordren annulleret. Mønstret gentager sig, og da værdipapirhandlerens ansatte til sidst spørger ind til kundens ”strategi”, svarer kunden undvigende og usammenhængende.

Sikker viden

Insiderhandel

Eksempel 5

En kunde, der er administrerende direktør i et børsnoteret selskab, ringer med en ordre om at sælge alle sine aktier i selskabet hurtigst muligt uden at sætte en nedre limit på kursen. Kunden fortæller, at det vigtigste er, at det skal gå stærkt, da kunden er vidende om, at selskabet offentliggør intern viden snart, og kunden derfor vil af med aktierne, inden nyheden kommer ud til markedet.

Markedsmanipulation

Eksempel 6

En kunde siger til værdipapirhandlerens ansatte:

”X-aktie skal da ikke ligge dernede og rode, hvor mange skal vi lægge ind for at få den op på kurs 43? Så ser depoterne lidt bedre ud her op til nytår.”

Eksempel 7

Op til års ultimo ringer en kunde med et ønske om at handle en specifik aktie, som hans holdingselskab ligger inde med en stor beholdning af. Kunden ønsker at købe aktierne til så høj en kurs som muligt og

beder derfor værdipapirhandlerens ansatte om at rydde højre siden opad, så kursen stiger. Kunden giver udtryk for, at antallet af aktier, der bliver købt, er underordnet, så længe der bliver købt nok til at rykke kursen opad.

Eksempel 8

En kunde ringer til værdipapirhandlerens ansatte og drøfter prisen på et finansielt instrument. Instrumentet er illikvidt. Kunden oplyser, at kunden har en pæn post af det pågældende instrument i sin portefølje. Samtidig oplyser kunden, at denne mener, at markedet tager helt fejl, og at prisen skal være et andet sted. Instrumentet er senest blevet handlet til kurs 10. Med kommentaren: ”Prisen skal op”, vil kunden nu gerne købe til kurs 80. Værdipapirhandlerens ansatte foreslår, at man skal prøve med et mindre bud, men kunden fastholder, at buddet skal være på kurs 80. Værdipapirhandlerens ansatte spørger ind til baggrunden herfor, hvor kunden svarer undvigende. Der er på tidspunktet ingen salgsordrer i markedet.

Efterfølgende begrundet mistanke eller sikker viden

Insiderhandel

Eksempel 9

En kunde ringer med en ordre om at købe aktier i et specifikt selskab hurtigst muligt uden at sætte en limit på kursen. Kunden fortæller, at det vigtigste er, at det skal gå stærkt, da kunden har en formodning om, at aktiekursen vil stige. Værdipapirhandlerens ansatte udfører handlen. Efterfølgende bliver værdipapirhandlerens ansatte bekendt med, at kunden omgås privat med selskabets CFO. To dage senere fremsættes et overtagelsestilbud, som får kursen til at stige 30 pct.

Markedsmanipulation

Eksempel 10

En kunde ønsker at sælge en større post aktier i en illikvid aktie op til en helligdag, hvor markedet er præget af lav omsætning. Kunden insisterer på, at salget skal ske straks, selvom medarbejderen anbefaler at vente, da et hurtigt salg kan presse kursen unaturligt. Kunden afviser at oplyse baggrunden for hastværket. Efterfølgende opdager medarbejderen, at kunden tidligere har gennemført tilsvarende salgsmønstre, som kortvarigt har presset kursen og muliggjort opkøb til lavere pris gennem andre konti. Der opstår dermed efterfølgende begrundet mistanke om markedsmanipulation.

Finanstilsynet, den 15. august 2025

LOUISE MOGENSEN

/ Anne Bruun

- 1) CIR1H nr. 11550 af 17. april 2015 (Rigsadvokatmeddelelsen, afsnittet: Strafansvar for juridiske personer).
- 2) Specielle bemærkninger til nr. 16, § 35, stk. 3, 1. pkt., og § 39, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. (lovforslag nr. L 13 af 6. oktober 2004).
- 3) Specielle bemærkninger til nr. 16, § 37, stk. 6, 2. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v. (lovforslag nr. L 13 af 6. oktober 2004).
- 4) Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug.
- 5) Landsretten udtaler i dommen på side 62: "Endelig indeholder markedsmisbrugsforordningen ikke en bestemmelse svarende til værdipapirhandelslovens § 39, stk. 2, om værdipapirhandleres og disse virksomheders ansattes straffrihed, når medvirken til kursmanipulation alene er sket ved loyalt at udføre en kundes ordre."
- 6) Bekendtgørelse nr. 1121 af 12. november 2019 af lov om retssikkerhed ved forvaltningens anvendelse af tvangsindgreb og oplysningspligter.
- 7) Specielle bemærkninger til § 10, stk. 1, i retssikkerhedsloven (lovforslag nr. L 96 af 26. november 2003).
- 8) § 3, stk. 1, i straffeloven: "Er den ved en handlings påkendelse gældende straffelovgivning forskellig fra den, der gjaldt ved handlingens foretagelse, afgøres spørgsmålet om strafbarhed og straf efter den senere lov, dog at afgørelsen ikke derved må blive strengere end efter den ældre lov. Beror ophøret af lovens gyldighed på ydre, strafskylden uvedkommende forhold, bliver handlingen at bedømme efter den ældre lov."
- 9) Vestre Landsrets dom af 13. maj 2015 blev anket til Højesteret, som hjemviste sagen til fornyet behandling i Vestre Landsret den 24. august 2016.