

**NOTAT**

**Finanstilsynet**

4. februar 2025

J.nr. 24-017113

/JUCA

## **Udkast til ny vejledning om en værdipapirhandlers ansvar ved udførelse af kundeordrer**

### **Vejledning om en værdipapirhandlers ansvar ved udførelse af kundeordrer og indberetning heraf i medfør af markedsmisbrugsforordningen**

Det hænder, at en værdipapirhandler, 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 markedsmanipulation. Formålet med denne vejledning er at beskytte værdipapirhandlere, som udfører kundeordrer, ved at henlede opmærksomheden på værdipapirhandlernes rolle og deres eventuelle ansvar.

I denne vejledning fremgår Finanstilsynets vurdering af, hvornår en værdipapirhandler kan blive stillet til ansvar for medvirken til insiderhandel eller markedsmanipulation og derfor bør afstå fra at udføre en mistænkelig kundeordre. Det fremgår også, hvornår en værdipapirhandler er forpligtet til at underrette Finanstilsynet om mistænkelige kundeordrer. Endelig indeholder vejledningen en række anbefalinger til, hvordan en værdipapirhandler kan undgå at pådrage sig et medvirkensansvar.

#### **1. Anvendelsesområdet og definitioner**

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

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

I det følgende omtales værdipapirhandleren som den fysiske person, idet det er værdipapirhandleren, der har den direkte kundekontakt og indberetningspligt ved udførelse af kundeordrer.

Det skal bemærkes, at et evt. medvirkensansvar til insiderhandel eller markedsmanipulation i udgangspunktet vil ligge hos den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, og evt. i tillæg hertil hos værdipapirhandleren som fysisk person, hvis denne har handlet forsætligt eller groft uagtsomt.

Det følger af Rigsadvokatens meddelelse<sup>1</sup> 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, såfremt den eller de pågældende har handlet forsætligt eller udvist grov uagtsomhed.

## **2. En værdipapirhandlers ansvar og indberetningspligt ved udførelse af kundeordrer før MAR**

Indtil den 3. juli 2016, hvor Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (MAR) trådte i kraft, havde en værdipapirhandler mulighed for loyalt at udføre en mistænkelig kundeordre i medfør af henholdsvis § 35, stk. 3, og § 39, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., som var en undtagelse til henholdsvis insiderhandel og kursmanipulation, uden at blive straffet for medvirken, jf. § 23, stk. 1, 1. pkt., i straffeloven. Dette var muligt, uanset om værdipapirhandleren havde kendskab til eller formodning om, at kunden derved overtrådte forbuddene mod insiderhandel eller kursmanipulation.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> CIR1H nr. 11550 af 17. april 2015

<sup>2</sup> 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).



Bestemmelserne i værdipapirhandelsloven gav kun ansvarsfrihed, hvis der var tale om en loyal udførelse, dvs. hvis værdipapirhandleren udelukkende bistod kunden med selve udførelsen af ordren. Hvis værdipapirhandleren 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 værdipapirhandleren blive ramt af strafansvar for medvirken til insiderhandel eller kursmanipulation efter reglerne i § 23 i straffeloven. Det var ikke afgørende, om værdipapirhandlerens medvirken skete uagtsomt eller forsætligt, jf. § 19, 2. pkt., i straffeloven, hvoraf fremgår, at lovovertrædelser i særlovgivningen straffes ved uagtsomhed, medmindre det modsatte har særlig hjemmel. Det vil sige, at værdipapirhandleren kunne blive straffet for medvirken, hvis denne vidste eller burde have vidst, at kundens ordre udgjorde markedsmissbrug.

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

### 3. En værdipapirhandlers ansvar og indberetningspligt ved udførelse af kundeordrer efter MAR

#### 3.1. Medvirken efter MAR

<sup>3</sup> Specielle bemærkninger til nr. 16, § 37, stk. 6, 2. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v. (lovforslag nr. L 13 af 6. oktober 2004).

Betragtning 39 i præamblen til MAR omhandler ageren i fællesskab for at begå markedsmisbrug. Det fremgår heraf, at forbuddet mod markedsmisbrug også bør omfatte personer, der agerer i fællesskab for at begå markedsmisbrug. Videre fremgår det, at eksempler herpå kan omfatte, men ikke er begrænset til:

- Mæglere, der udtænker og anbefaler en handelsstrategi, som er udformet med sigte på at føre til markedsmisbrug.
- Personer, der tilskynder en person med intern viden til uretmæssigt at videregive denne viden.
- Personer, der udvikler software i samarbejde med en handlende med det formål at gøre markedsmisbrug lettere.

Da et af eksemplerne i betragtningen går på mæglere, der udtænker og anbefaler en handelsstrategi, er det Finanstilsynets vurdering, at der, ligesom i værdipapirhandelsloven, vil kunne ske domfældelse for medvirken, hvis en værdipapirhandler 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 reglerne om medvirken i § 23 i straffeloven stadig finder anvendelse på forbuddet mod insiderhandel og markedsmisbrug i medfør af henholdsvis artikel 14 og 15 i MAR, der er straffelagte, jf. § 249, stk. 2, i lov om kapitalmarkeder.

Det er Finanstilsynets vurdering, at MAR ikke indeholder en udtrykkelig undtagelse til medvirken for markedsmisbrug, som det var tilfældet i værdipapirhandelsloven, når en værdipapirhandler, der havde sikker viden eller begrundet mistanke om, at kunden ville begå insiderhandel eller markedsmisbrug, blot udførte kundens ordre. Dette er også blevet bekræftet af Østre Landsret i dom af 23. marts 2017<sup>4</sup>, der er nærmere omtalt under afsnit 3.2.2.

For så vidt angår insiderhandel fremgår det af artikel 9, stk. 2, litra b, i MAR, at det tilfælde, hvor en værdipapirhandler er i besiddelse af intern viden, men hvor den kunde, der ønsker en transaktion udført, ikke er i besiddelse af intern viden, ikke betragtes som tilfælde, hvor værdipapirhandleren har deltaget i eller medvirket til insiderhandel.

I betragtning 30 i præamblen til MAR står der i den engelske udgave, at selve det forhold, at f.eks. værdipapirhandlere blot pligtskyldigt gennemfører, annullerer eller ændrer en ordre, hvor kunden er i besiddelse af

<sup>4</sup> Landretten udtaler i dommen på side 62: "Endelig indeholder markedsmisbrugsforordningen ikke en bestemmelse svarende til værdipapirhandelslovens § 39, stk. 2, om værdipapirhandlers og disse virksomheders ansattes straffrihed, når medvirken til kursmanipulation alene er sket ved loyalt at udføre en kundes ordre."

intern viden, ikke bør betragtes som brug af intern viden. Den danske udgave stemmer ikke overens med den engelske. I denne fremstår det, som om betragtningen kun gælder, hvis der gennemføres annulleringer eller ændringer af en ordre – men ikke for selve gennemførelsen af ordren.

Værdipapirhandleren er dog ikke beskyttet for 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.

Ud over den engelske oversættelse har Finanstilsynet set på den svenske, hollandske, franske og italienske oversættelse, der ligesom den engelske både dækker over at gennemføre, annullere eller ændre en ordre. Finanstilsynet har også set på den tyske og spanske oversættelse. Den tyske dækker ligesom den danske kun over at gennemføre annulleringer eller ændringer af ordrer. Den spanske dækker derimod kun over at gennemføre eller ændre en ordre. Da de øvrige sprogversioner bortset fra den tyske også dækker over at gennemføre ordrer, har det 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 have omfattet gennemførelse af ordrer, fremgår det ikke nærmere, hvorvidt værdipapirhandleren er vidende om en kundes interne viden og dermed heller ikke om værdipapirhandlerens eventuelle medvirken til insiderhandel. 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 værdipapirhandler med begrundet mistanke eller sikker viden om, at en kunde vil begå insiderhandel, blot udfører ordren.

På baggrund af ovennævnte må det lægges til grund, at en værdipapirhandler, i medfør af § 23 i straffeloven, risikerer at blive straffet for medvirken til insiderhandel eller markedsmanipulation ved udførelse af mistænkelige handelsordrer eller transaktioner på vegne af en kunde.

Som nævnt i indledningen, vil et medvirkensansvar til insiderhandel eller markedsmanipulation i udgangspunktet ligge hos den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, og evt. i tillæg hertil hos værdipapirhandleren som fysisk person, hvis denne har handlet forsætligt eller groft uagtsomt.

### **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 en værdipapirhandler 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 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 en værdipapirhandler loyalt havde udført en kundes ordre, og altså ikke hvis værdipapirhandleren 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.<sup>5</sup>

### **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.

I medfør af bemærkningerne til bestemmelsen<sup>6</sup> fremgår det, 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 værdipapirhandleren en pligt til at underrette Finanstilsynet, hvis værdipapirhandleren har en begrundet mistanke om, at en handelsordre eller transaktion kunne udgøre insider-

<sup>5</sup> Lov nr. 442 af 9. juni 2004 om retssikkerhed ved forvaltningens anvendelse af tvangsindgreb og oplysningsforpligtelser.

<sup>6</sup> Specielle bemærkninger til § 10, stk. 1, i retssikkerhedsloven (lovforslag nr. L 96 af 26. november 2003).



handel 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 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 værdipapirhandler 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 værdipapirhandleren 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 straffeloven<sup>7</sup>, blev værdipapirhandleren frifundet i de tilfælde, hvor denne blot loyalt havde udført kundens ordrer, jf. § 39, stk. 2, i værdipapirhandelsloven. I sagen blev værdipapirhandleren også tiltalt for ikke at have indberettet de transaktioner, som denne blot loyalt havde udført. Landsretten nåede dog frem til, at værdipapirhandleren 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 værdipapirhandleren havde opfyldt indberetningspligten, have været nærliggende risiko for, at værdipapirhandleren 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 værdipapirhandler risikerer at foretage selvinkriminering.

Ud fra ovennævnte dom er det derfor Finanstilsynets vurdering, at en værdipapirhandler som udgangspunkt ikke er forpligtet til at underrette Finanstilsynet om ordrer i medfør af artikel 16, stk. 2, 2. pkt., som værdipapirhandleren har udført med begrundet mistanke eller sikker viden om, at ordren udgjorde insiderhandel eller markedsmanipulation, da dette vil føre til selvinkriminering. Er en værdipapirhandler ikke forpligtet til at indberette pga. selvinkriminering, vil værdipapirhandleren ikke kunne blive straffet for manglende indberetning efter artikel 16, stk. 2, 2.

<sup>7</sup> § 3, stk. 1, i straffeloven: "Er den ved en handling 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."

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 værdipapirhandler 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, jf. MAR. Det drejer sig om følgende tilfælde, hvor en værdipapirhandler 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 værdipapirhandler 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 værdipapirhandler ikke vidende om, at en kundeordre udgør enten insiderhandel eller markedsmanipulation, kan værdipapirhandleren ikke blive pålagt et medvirkensansvar for at udføre denne. Da værdipapirhandleren ikke er vidende om, at ordren udgør markedsmisbrug, kan værdipapirhandleren heller ikke være forpligtet til at underrette Finanstilsynet herom.

Under ingen viden hører også det tilfælde, hvor en værdipapirhandler 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 værdipapirhandleren på handlingstidspunktet havde "ingen viden", og at værdipapirhandleren ikke har medvirket på en strafbar måde. Værdipapirhandleren vil derfor i medfør af indberetningspligten i MAR, straks efter det tidspunkt, hvor



værdipapirhandleren får begrundet mistanke om markedsmisbrug, være forpligtet til at indberette ordren til Finanstilsynet.

#### **4.2. Begrundet mistanke**

Da der ikke længere er en klar undtagelse til medvirken, i det tilfælde hvor en værdipapirhandler blot udfører en kundeordre, hvor denne har begrundet mistanke om, at en kunde vil begå insiderhandel eller markedsmanipulation, kan det ikke afvises, at værdipapirhandleren kan ifalde ansvar, da uagtsom medvirken netop også kan straffes. Et evt. medvirkensansvar for insiderhandel eller markedsmanipulation vil ligge hos den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, og evt. i tillæg hertil hos værdipapirhandleren som fysisk person, hvis denne har handlet forsætligt eller groft uagtsomt. Værdipapirhandleren 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 straks efter at have afvist ordren underrette Finanstilsynet herom.

Udfører værdipapirhandleren derimod ordren, er der risiko for, at værdipapirhandleren kan blive straffet for medvirken. Det er derfor Finanstilsynets vurdering, at værdipapirhandleren som udgangspunkt ikke behøver at foretage indberetning til Finanstilsynet, da en sådan indberetning vil føre til selvinkriminering.

For så vidt angår tilfælde, hvor værdipapirhandleren, 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**

Da der som ved begrundet mistanke ikke længere er en klar undtagelse til medvirken i MAR i det tilfælde, hvor en værdipapirhandler blot udfører en kundeordre, hvor denne har sikker viden om, at en kunde vil begå markedsmisbrug, kan det ikke afvises, at værdipapirhandleren i dette tilfælde kan risikere at pådrage sig et ansvar for medvirken. Et evt. medvirkensansvar for insiderhandel eller markedsmanipulation vil ligge hos den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, og evt. i tillæg hertil hos værdipapirhandleren som fysisk person, hvis denne har handlet forsætligt eller groft uagtsomt. Værdipapirhandleren bør derfor ligesom ved begrundet mistanke afstå fra at udføre ordren og straks herefter underrette Finanstilsynet herom.

Har en værdipapirhandler 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 sådan tilfælde. Derfor er det også

Finanstilsynets vurdering, at værdipapirhandleren ikke behøver at foretage indberetning til Finanstilsynet, da en sådan indberetning vil føre til selvinkriminering.

#### **4.4. Efterfølgende begrundet mistanke eller sikker viden**

Såfremt en værdipapirhandler først får begrundet mistanke eller sikker viden om, at en kundes ordre udgjorde insiderhandel eller markedsmanipulation, efter at ordren er udført, på grund af forhold, som værdipapirhandleren først bliver bekendt med herefter, kan værdipapirhandleren ikke siges at have været medvirkende til insiderhandel eller markedsmanipulation. Værdipapirhandleren 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 værdipapirhandler 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 værdipapirhandler har sikker viden eller begrundet mistanke om, at en kunde har til hensigt at begå insiderhandel eller markedsmanipulation, anbefaler Finanstilsynet derfor følgende:

1) Den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, har udarbejdet forretningsgange på området.

Da det kan være svært for værdipapirhandleren at vide, hvordan denne skal agere i en sådan situation, anbefaler Finanstilsynet, at den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, udarbejder forretningsgange på området.

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

For at en værdipapirhandler undgår en situation, hvor denne risikerer et medvirkensansvar, er det også vigtigt, at værdipapirhandleren forsøger at skabe klarhed over, hvorvidt en ordre udgør forsøg på insiderhandel eller markedsmanipulation. Dette gør en værdipapirhandler først og fremmest ved at spørge nærmere ind til en given ordre. Derfor anbefaler Finanstilsynet også, at en værdipapirhandler spørger nærmere ind til en ordre, hvis værdipapirhandleren 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 markedsmanipula-

tion, hvad det er, der gør, at en kunde mener, at kursen på en aktie skal afvige så meget fra den sidst offentliggjorte kursværdi.

3) Den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, har taget stilling til, hvem der kan tages kontakt til i tvivlstilfælde.

En anden god hjælp til en værdipapirhandler kan også være at henvise til en person, som værdipapirhandleren kan henvende sig til ved tvivl. Derfor anbefaler Finanstilsynet også, at den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, tager stilling til, hvem en værdipapirhandler kan kontakte for at søge råd til håndtering af en mistænkelig ordre. Det kan eksempelvis være en kollega, en overordnet eller compliance-afdelingen.

4) Den juridiske person, hvori værdipapirhandleren er ansat, har indsat 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 en værdipapirhandler, i tilfælde af, at denne ikke har udført en ordre, hvor værdipapirhandleren har haft mistanke om markedsmisbrug, anbefaler Finanstilsynet også, at den juridiske person, hvori værdipapirhandleren 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 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 dennes værdipapirhandler, der lyder som følger:

"[kunden]; Goddavn. [værdipapirhandleren], hvad gør Finanstillsynet, 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 2017<sup>8</sup>. Værdipapirhandleren bliver i sagen dømt for manglende indberetning til Finanstillsynet, jf. artikel 16, stk. 2, i markedsmisbrugsforordningen. Følgende fremgår af dommen:

"[Værdipapirhandleren] 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 værdipapirhandleren om at få ordren annulleret. Mønstreet gentager sig, og da værdipapirhandleren 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 hans 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

---

<sup>8</sup> Sagen bliver anket fra Vestre Landsret (Vestre Landsrets dom af 13. maj 2015) til Højesteret, som hjemviser sagen til Vestre Landsret.

En kunde siger til sin værdipapirhandler:

"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 værdipapirhandleren 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 sin værdipapirhandler 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. Værdipapirhandleren foreslår, at man skal prøve med et mindre bud, men kunden fastholder, at budet skal være på kurs 80. Værdipapirhandleren 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. Værdipapirhandleren udfører handlen. Efterfølgende bliver værdipapirhandleren 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 stor position i en forholdsvis illikvid aktie og ønsker, at det sker nu, uagtet at det er påske, og likviditeten i aktien er

meget lav. Værdipapirhandleren forsøger at spørge ind til, hvorfor det er så vigtigt, at det sker nu, da anbefalingen normalt er at sælge aktierne over en længere periode (og gerne efter påske), så prisen på aktien ikke "dumpes". Kunden vil ikke fortælle hvorfor, idet det er en privat sag, som ikke kommer rådgiver ved. Værdipapirhandleren bliver efterfølgende bekendt med, at kunden tidligere har lavet lignende transaktioner, som er svære at forklare.

UDKAST