

PRAKSISOVERSIGT · ERHVERVSRET

Praksisoversigt over markedsmanipulation og udstederes oplysningsforpligtelser (markedsmisbrugsforordningen)

Markedsmanipulation efter MAR art. 12 og 15, udstederes oplysningsforpligtelser efter art. 17 og overbygningen i straffeloven § 299 d

Version 2 Opdateret 22. jul. 2026 31 afgørelser · 1999-2026

[Læs online](#)

INTRODUKTION

Markedsmisbrug på de regulerede kapitalmarkeder reguleres siden 3. juli 2016 direkte af markedsmisbrugsforordningen (MAR), der i [art. 15](#) forbyder markedsmanipulation, i [art. 12](#) definerer den, og i [art. 17](#) pålægger udstedere at offentliggøre intern viden hurtigst muligt. Strafhjemlen er dansk: [lov om kapitalmarkeder § 249](#) med bøde eller fængsel indtil 1 år og 6 måneder, suppleret af overbygningsbestemmelsen i [straffeloven § 299 d](#) med fængsel indtil 6 år under særligt skærpende omstændigheder. Dansk praksis er domineret af fem gerningsmønstre – handel med sig selv/wash trading, straskursmanipulation via fiktive ordrer der annulleres, kunstige kurser i illikvide papirer, scalping og vildledende selskabsmeddelelser – og af et fast strafudmålingsudgangspunkt om ubetinget fængsel, der kun undtagelsesvis fraviges. Denne oversigt dækker ikke selve insiderhandlen efter MAR art. 8, 10 og 14, prospektansvar eller overtagelsestilbud.

PRINCIPPER UDLEDT AF PRAKSIS

- 01** Markedsmanipulation forudsætter ikke, at kursen faktisk blev påvirket; det er tilstrækkeligt, at transaktionen eller handelsordren var »egnet til« at give urigtige eller vildledende signaler om udbud, efterspørgsel eller kurs.
- 02** »Værdien i markedet« er som udgangspunkt den senest noterede børskurs, der er resultat af en handel mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser – også for illikvide værdipapirer.
- 03** Børskursen kan kun fraviges som værdimålestok, hvis der efterfølgende er indtrådt generelle markedsændringer eller udstederen har offentliggjort kursrelevante oplysninger.
- 04** Ubetinget frihedsstraf er i almindelighed påkrævet for at modvirke markedsmanipulation, også selv om der ikke kan påvises konkrete tab, jf. Højesterets praksis i UfR 2001.578 H, UfR 2003.1467 H og UfR 2013.196 H.
- 05** Fravigelse til betinget straf kræver særlige omstændigheder – typisk et enkeltstående forhold med beskeden gevinst kombineret med gode personlige forhold eller lang sagsbehandlingstid.

- 06 Handel med sig selv (wash trading) mellem egen konto og eget selskab er markedsmanipulation, selv om ejendomsretten reelt ikke skifter, og selv om fortjenesten ikke kan opgøres.
- 07 Scalping – at anbefale et værdipapir efter selv at have købt det og derefter sælge – er markedsmanipulation, medmindre interessekonflikten senest samtidig afsløres »korrekt og effektivt«; en neutral oplysning om at »eje aktier« er ikke nok.
- 08 Presse- og ytringsfrihedsundtagelsen gælder ikke, når den pågældende selv drager fordel af udbredelsen af meningstilkendegivelsen.
- 09 En vildledende eller mangelfuld selskabsmeddelelse fra en børsnoteret udsteder kan i sig selv udgøre markedsmanipulation og udløse millionbøder til selskabet.
- 10 Markedsmanipulation kan begås uagtsomt: MAR og lov om kapitalmarkeder er ikke straffelovgivning, og efter straffeloven § 19 er straffebuddet derfor også anvendeligt ved uagtsomhed, medmindre det modsatte har særlig hjemmel.
- 11 »Betydelig vinding« i straffeloven § 299 d, stk. 2, er efter forarbejderne som udgangspunkt 500.000 kr. eller mere, men vindingen er ikke eneafgørende.
- 12 Mindre sager om strakskursmanipulation forudsættes efter forarbejderne ikke henført under straffeloven § 299 d, medmindre der foreligger helt særlige omstændigheder.
- 13 Udbytte ved markedsmanipulation konfiskeres efter straffeloven § 75, stk. 1, og kan fastsættes skønsmæssigt ud fra kursen umiddelbart før den kursdrivende handling.
- 14 Rettighedsfrakendelse efter straffeloven § 79 kan nedlægges påstand om ved erhvervsmæssig værdipapirhandel, men kræver et konkret grundlag for at antage nærliggende fare for misbrug.
- 15 En værdipapirhandler og dennes ansatte har efter MAR art. 16, stk. 2, en selvstændig indberetningspligt ved mistanke om markedsmisbrug – og straffrihedsreglen for loyal ordreudførelse fra værdipapirhandelsloven er ikke videreført i MAR.
- 16 En udsteder kan kun udsætte offentliggørelse af intern viden, hvis alle tre betingelser i MAR art. 17, stk. 4, er opfyldt, og udsættelsen bortfalder ved lækage.
- 17 Civilretligt påberåbes typisk erstatning uden for kontrakt, aftalelovens §§ 30 og 36 samt købelovens mangelsregler, og forældelsesfristen løber først fra det tidspunkt, hvor manipulationen kunne konstateres, jf. forældelseslovens § 3, stk. 2.

Retsgrundlaget: fra værdipapirhandelslovens § 39 til MAR artikel 12 og 15

§ 1

Forbuddet mod uredelig kurspåvirkning blev første gang lovfæstet med Børsreform II. Børsudvalget skrev i [betænkning nr. 1290/1995, s. 42](#), at forbuddet gælder for **enhver**:

Forbuddet mod uredelig kurspåvirkning samt forsøg herpå gælder for enhver. Ikke alene udstedere, værdipapirhandlere, investorer og andre med umiddelbar tilknytning til børsmarkedet er omfattet. Også disse rådgivere og pressen er omfattet af forbuddet.

Allerede dengang blev de mønstre beskrevet, som i dag dominerer praksis – handel med sig selv gennem forskellige værdipapirhandlere til en kurs, der afviger væsentligt fra markedskursen, aftalt tilbagekøb til samme kurs og kurspåvirkning omkring udløb af futures- og optionskontrakter, jf. [betænkning nr. 1290/1995, s. 43](#).

Den materielle regulering er i dag EU-retlig. [MAR art. 15](#) er kortfattet: »Det er forbudt personer at deltage eller at forsøge at deltage i markedsmanipulation.« Indholdet ligger i [art. 12, stk. 1, litra a](#) om transaktioner og handelsordrer, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler, i [litra b](#) om fingerede planer og bedrag, og i [litra c](#) om udbredelse af oplysninger gennem medierne. [Art. 12, stk. 2](#) opregner konkrete adfærdstyper – dominerende stilling over udbud/efterspørgsel (litra a), åbnings- og lukkekursmanipulation (litra b), ordreafgivelse og annullering, herunder algoritmisk og højfrekvent handel (litra c), og scalping (litra d).

Strafhjemlen er national. Efter [lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 2](#) straffes overtrædelse af MAR art. 14 og 15 med bøde eller fængsel indtil 1 år og 6 måneder, mens [§ 249, stk. 1](#) belægger de administrative pligtbestemmelser i art. 16-20 med bøde. Finanstilsynet påser overholdelsen, jf. [§ 211, stk. 2, nr. 5](#).

Overgangen fra den tidligere ordning er central for at læse ældre domme. Frem til 3. juli 2016 var forbuddet mod **kursmanipulation** hjemlet i værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1, jf. definitionen i § 38, med straffjemmel i § 94. Af de almindelige bemærkninger til den lov, der gennemførte MAR i dansk ret, fremgår baggrunden:

Markedsmisbrug er et begreb, der omfatter insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation. Kendetegnende for en sådan adfærd er, at personer opnår eller udnytter en utilbørlig fordel, hvorved prisdannelsen med værdipapirer sker på et uoplyst grundlag for de øvrige markedsdeltagere.

MAR finder anvendelse på finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, en MHF eller en OHF. EU-Domstolen har i [C-163/25](#) fastholdt, at et marked kun er et »reguleret marked«, hvis det udtrykkeligt er godkendt som sådant af den kompetente myndighed og drives i overensstemmelse med MiFID-kravene – en fusion mellem operatøren af et ikke-godkendt marked og operatøren af et godkendt marked ændrer ikke det førstnævntes status.

MAR er senest ændret ved »[Listing Act](#)«, [forordning \(EU\) 2024/2809](#), der bl.a. har omskrevet [art. 17, stk. 1](#), så offentliggørelsespligten i langstrakte processer først indtræder ved de **endelige** omstændigheder eller den endelige hændelse, og ved [art. 21 a](#) har indført indsendelse til det fælles europæiske adgangspunkt (ESAP) fra 10. januar 2028.

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 211, stk. 2](#)[Lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 1, 2](#)

PRAKSIS

EU-Domstolen · Definition af et 'reguleret marked' i forhold til værdipapirhandel og overtagelsestilbud 03.10.2025

§ 2 Egnethedskravet og »værdien i markedet« – Højesterets test for illikvide værdipapirer

Kernen i gerningsindholdet er et **egnethedskrav**: adfærden skal være egnet til at give urigtige eller vildledende signaler eller til at sikre kursen på et unormalt eller kunstigt niveau. Der kræves ikke bevis for, at kursen faktisk blev påvirket, og heller ikke bevis for et konkret tab hos andre investorer.

Den vanskeligste bevismæssige problemstilling er, hvad instrumentet så »er værd«. Spørgsmålet blev afgjort i sagen om en illikvid virksomhedsobligation, hvor der den 30. december 2011 blev afgivet købsordrer til kurs 35 og kurs 30, mens de senest noterede børskurser var 1,0 og 1,1. Retten i Herning frifandt i [SS-1722/2014-HER](#), og Vestre Landsret stadfæstede i [SS-1590/2016-VLR](#) med den begrundelse, at buddene lå inden for det gældende bud- og udbudsspread:

Som sagen er forelagt for landsretten, er det herefter ikke bevist, at afgivelsen af de to købsorder, der er beskrevet i tiltalen, har været egnede til at påvirke kursen på obligationen i en retning, der afveg fra dennes værdi i markedet.

Højesteret ophævede dommen og hjemviste sagen (UfR 2016.3756 H) med en bindende retningslinje for begrebet »værdi i markedet«, som Vestre Landsret gengav ordret ved den fornyede behandling:

Udtrykket »værdi i markedet« i den dagældende værdipapirhandelslovs § 38, stk. 1 – også når det gælder illikvide værdipapirer – må forstås som den senest noterede børskurs, hvor kursen er resultat af en handel mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser, det vil sige en handel, hvor sælger ønsker at opnå højst mulig kurs, mens køber ønsker at købe billigst muligt.

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

Ved den fornyede behandling i [SS-1590/2016-VLR](#) fandt landsretten, at obligationens værdi lå mellem kurs 1 og kurs 5, og at ordrene til kurs 35 og 30 derfor var forsætlig kursmanipulation:

Tiltalte 2's hensigt med at afgive de to købsorder netop var at påvirke kursen i opadgående retning. Afgivelsen af de to ordrer udgør derfor forsætlig kursmanipulation omfattet af den dagældende værdipapirhandelslovs § 38, stk. 1, nr. 2. Derimod er handlingerne ikke omfattet af § 38, stk. 1, nr. 4, om sikring af en kurs på et unormalt eller kunstigt niveau.

To forhold er værd at hæfte sig ved. For det første afviste landsretten, at motivet – utilfredshed med udstederen og et ønske om at »signalere den reelle værdi« – kunne retfærdiggøre adfærden; det er retsstridigt at manipulere med børskurser uanset motivet. For det andet illustrerer sagen, at gerningsindholdet i litra a (vildledende signaler) og bestemmelsen om kurssikring på et kunstigt niveau er selvstændige og skal subsummeres hver for sig.

PRAKSIS	Landsretten · Kursmanipulation med illikvid obligation: Betinget fængselsstraf og bøder for overtrædelse af værdipapirhandelsloven og underretningspligten	09.11.2017
	Landsretten · Frifindelse for kursmanipulation: Købstilbud på illikvid obligation lå inden for markedets bud- og udbudsspread	13.05.2014
	Byretten · Frifindelse for kursmanipulation under skærpede omstændigheder i forbindelse med handel med illikvide ejendomsobligationer	17.10.2014

Handel med sig selv og wash trading – MAR-æraens ledende byretsdom

§ 3

Den klareste danske dom under MAR er [SS-1488/2021-ESB](#), hvor en person og hans anpartsselskab blev dømt for ni tilfælde af wash trading i aktier i tre børsnoterede selskaber i november 2018. Tiltalen var rejst efter [MAR art. 15](#), jf. [art. 12, stk. 1, litra a](#), jf. [lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 2](#).

Mønsteret var karakteristisk:

Element	Konstatering
Antal handler	9 fordelt på 3 selskaber over 4 handelsdage
Modparter	Tiltaltes private konto og hans 100 %-ejede ApS
Tidsinterval salg → køb	54 sekunder til 32 minutter og 5 sekunder
Forhold h	Selskabet både køber og sælger – ingen ændring i ejendomsretten

Retten lagde vægt på antallet af handler, det korte tidsinterval og spredningen på tre selskaber, der samlet gav indtryk af et **systematisk mønster**. Straffen blev fængsel i 60 dage, hvoraf 30 dage blev gjort betinget under hensyn til sagens alder og tiltaltes gode personlige forhold, og selskabet fik en bøde, der som udgangspunkt blev fastsat til 50.000 kr., men nedsat til 40.000 kr., fordi fortjenesten ikke var oplyst.

Dommen viser tre ting. For det første er wash trading markedsmanipulation, selv om ejendomsretten reelt slet ikke skifter – det vildledende signal ligger i, at markedet ser omsætning og kursdannelse, som ikke afspejler et reelt samspil mellem uafhængigt udbud og efterspørgsel. For det andet er manglende dokumentation for fortjeneste ikke en frifindelsesgrund, men en formildende omstændighed ved bødeudmålingen. For det tredje bemærkede tiltalte, at han ikke modtog nogen advarsler fra bankens handelsplatform undervejs – et forhold der understreger, hvorfor MAR pålægger værdipapirhandlere en selvstændig overvågnings- og indberetningspligt.

At denne adfærdstype har været forudset længe, fremgår af [betænkning nr. 1290/1995, s. 43](#), hvor Børsudvalget netop nævnte det tilfælde, hvor »en person gennem forskellige værdipapirhandlere handler med sig selv til en kurs, der afviger væsentligt fra den aktuelle markedskurs«.

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 2](#)

PRAKSIS

Byretten · Dom for systematisk markedsmanipulation gennem wash trading i tre børsnoterede selskaber

17.06.2021

Strakskursmanipulation: fiktive småordrer, spread-forbedring og annullering

§ 4

En selvstændig sagstype er den såkaldte **strakskursmanipulation**, hvor gerningsmanden lægger en lille ordre ind, der forbedrer bud- eller udbudskursen, udnytter den kunstigt forbedrede kurs i en anden sammenhæng og derefter annullerer ordren. Adfærden er i dag udtrykkeligt omfattet af [MAR art. 12, stk. 2, litra c](#) om afgivelse af handelsordrer »herunder en eventuel annullering eller ændring heraf«.

Den mest instruktive danske afgørelse er [SS-3835/2008-NAE](#). Tiltalte foretog i april 2007 i alt **86** handlinger i den illikvide aktie Gyldendal B: han lagde skiftevis salgs- og købsordrer ind til kurser, der forbedrede spreadet

på fondsbørsen, gennemførte derefter en handel i et virtuelt aktiespil, hvis kurser fulgte fondsbørsen med 15 minutters forsinkelse, og annullerede straks efter sine ordrer på børsen. I syv tilfælde nåede han ikke at annullere, før ordrene blev matchet, hvilket påførte ham et tab på under 3.000 kr. Retten fandt forholdet forsætligt uanset motivet:

Tiltaltes handlinger findes egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af efterspørgslen efter eller kursen på aktien Gyldendal B, som er noteret på OMX Nordic Exchange, hvilke handlinger var egnet til at påvirke kursen på Gyldendal B i en retning, der afveg fra dennes værdi i markedet.

Straffen blev 50 dages fængsel, gjort betinget med to års prøvetid, fordi retten ikke kunne forkaste forklaringen om, at handlingerne indgik i en privat leg med tiltaltes nevø. Sagen viser samtidig, at et **illikvidt** papir er særligt sårbart over for denne teknik – netop det forhold, Københavns Fondsbørs pegede på under bevisførelsen.

En beslægtet sagstype er den bankrådgiver, der i [SS-417/2008-NAE](#) blev idømt fængselsstraf for kursmanipulation via fiktive købsordrer, og hvis dom blev stadfæstet af Østre Landsret i [SS-1716/2008-OLR](#). Her var der tale om tre separate tilfælde med et samlet udbytte på blot 10.150 kr., men landsretten fastholdt alligevel ubetinget fængsel med henvisning til Højesterets praksis. Tiltaltes anbringende om, at bankens ledelse havde drøftet lovligheden uden at kunne konkludere, at handlingerne var ulovlige, blev ikke tillagt formildende vægt.

Forarbejderne til [straffeloven § 299 d](#) forudsætter udtrykkeligt, at denne sagstype normalt **ikke** løftes op i overbygningsbestemmelsen:

Mindre sager om såkaldt strakskursmanipulation forudsættes dog ikke henført til den foreslåede bestemmelse, medmindre der foreligger helt særlige omstændigheder.

LOV

Straffeloven § 299d, stk. 1

PRAKSIS

Landsretten · Landsretten stadfæster dom for kursmanipulation

22.09.2008

Byretten · Dom for kursmanipulation i aktiespil

01.12.2008

Byretten · Fængselsstraf til bankrådgiver for kursmanipulation med aktier via fiktive købsordrer

13.05.2008

Scalping: anbefalinger med skjult egeninteresse og grænsen til pressefriheden

§ 5

Den principielle danske dom om scalping er Højesterets dom i [Sag 193/2011](#). En økonomisk redaktør havde i perioden oktober 2006 – marts 2008 i **13 tilfælde** købt illikvide aktier – delvis for lånte midler – umiddelbart før han i sit medie utvetydigt anbefalede opkøb med angivelse af betydeligt kurspotentiale, hvorefter han solgte den overvejende del af beholdningen med betydelig gevinst. Finanstilsynet indgav politianmeldelse den 6. marts 2008.

Stridspunktet var, om hans standardformulering om, at han »ejede aktier« i de omtalte selskaber, opfyldte kravet om at afsløre interessekonflikten »på en korrekt og effektiv måde«. Højesteret svarede nej:

Oplysningen om, at han ejer aktier i det pågældende selskab, er under de foreliggende omstændigheder ikke tilstrækkelig til at oplyse om hans meget betydelige egeninteresse i de anbefalede aktier.

Højesteret afviste samtidig, at reglerne kun rettede sig mod analytikere og ikke mod journalister, og fastslog, at den dagældende presse- og ytringsfrihedsundtagelse ikke finder anvendelse, når den pågældende **selv drager fordel** af udbredelsen. Den nuværende regel i [MAR art. 12, stk. 2, litra d](#) er formuleret på samme måde og omfatter »udnyttelse af lejlighedsvis eller regelmæssig adgang til de traditionelle eller elektroniske medier«.

Ved strafudmålingen lagde Højesteret vægt på kriminalitetens systematiske karakter over halvandet år, de meget betydelige beløb, den betydelige personlige vinding og at adfærden i betydeligt omfang var egnet til at skade tilliden til værdipapirmarkedet. Udgangspunktet var fængsel i **1 år**, men straffen blev fastsat til **8 måneders ubetinget fængsel** under hensyn til de store personlige konsekvenser, herunder tab af stilling og karriere. Byretten og Østre Landsret havde fastsat 4 måneder. Der blev konfiskeret 1.000.000 kr. efter [straffeloven § 75, stk. 1](#) – skønsmæssigt opgjort med udgangspunkt i den noterede kurs torsdagen før den officielle udgivelsesdag, dvs. det seneste tidspunkt før dele af abonnenterne fik kendskab til artiklen.

Højesteret afviste den 29. marts 2012 at forelægge sagen for EU-Domstolen.

Hvor scalping-dommen angår den, der handler **imod** sin egen offentliggjorte anbefaling, har EU-Domstolen efterfølgende afgrænset pressefrihedens rækkevidde på videregivelsessiden. I [C-302/20](#) fastslog Store Afdeling, at oplysninger om en **forestående** presseartikel, der videregiver et markedsrygte om et overtagelsestilbud, kan udgøre specifik viden, og at journalisters og mediets anseelse er et relevant moment ved præcisionsvurderingen. Videregivelse til en sædvanlig kilde kan være »med henblik på journalistik« efter [MAR art. 21](#), men retmæssigheden bedømmes efter [art. 10](#) og kræver, at videregivelsen er **strengt nødvendig** og proportional.

Denne linje er videreført i [C-376/24](#), hvor Domstolen fastslog, at »andre ytringsformer i medierne« i art. 21 ikke er forbeholdt professionelle journalister, og at en rent **politisk** gevinst ikke er en »fordel« i bestemmelsens forstand – modsat den økonomiske fordel, scalperen opnår.

LOV [Straffeloven § 75, stk. 1](#)

PRAKSIS	Højesteret · Højesteretsdom om kursmanipulation: Økonomisk redaktør dømt for "scalping" 18.10.2012
	EU-Domstolen · Politikers videregivelse af intern viden i medierne om privatisering: MAR artikel 10 og 21 sammenholdt med ytringsfrihed (C-376/24) 18.06.2026
	EU-Domstolen · Journalisters videregivelse af intern viden: Pressefrihed over for markedsmisbrug i sag C-302/20 15.03.2022

§ 6 Udstederens løbende oplysningsforpligtelse efter MAR artikel 17

[MAR art. 17, stk. 1](#) pålægger udstederen at offentliggøre intern viden, der **direkte** vedrører den pågældende, hurtigst muligt. Nationalt suppleres pligten af [lov om kapitalmarkeder § 24](#), der stiller krav til udbredelsesmåden, med bemyndigelse i [§ 36](#) til at fastsætte nærmere regler – udmøntet i [bekendtgørelse om udstederes oplysningsforpligtelser](#), hvis [§ 3](#) fastlægger, at oplysningerne skal meddeles medierne i en uredigeret fuldstændig tekst og på en måde, der sikrer meddelelsens sikkerhed, mindsker risikoen for dataforvanskning og giver vished om kilden.

Intern viden er defineret i [MAR art. 7](#) med fire kumulative kriterier: specifik viden, som direkte eller indirekte vedrører udstederen, som ikke er offentliggjort, og som mærkbart ville kunne påvirke kursen. Mærkebarhedskriteriet er efter [art. 7, stk. 4](#) knyttet til, hvad **en fornuftig investor** antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Finanstilsynets [Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?](#) præciserer forholdet mellem den periodiske og den løbende oplysningsforpligtelse. Kernepointen er, at de er **to separate forpligtelser**:

En udsteder kan ikke vente med at offentliggøre intern viden til offentliggørelsen af en finansiell rapport. Ledelsen hos udsteder skal altså vurdere den mulige interne viden, når den mulige interne viden opstår, og kan ikke vente på den planlagte offentliggørelse efter finanskalenderen.

Vejledningen anerkender et ledelsesmæssigt skøn, men afgrænser det skarpt: der er ikke samme råderum, når den interne viden er **åbenbar** – fx et myndighedsafslag på godkendelse af et produkt eller en kundes opsigelse af en væsentlig kontrakt – og løbende iværksættelse af undersøgelser i stedet for at træffe beslutning er »en uberettiget forhaling af offentliggørelsesprocessen og dermed en overtrædelse af artikel 17 i MAR«.

Om tidsstrakte forløb henviser vejledningen til EU-Domstolens dom i **Daimler mod Gertl** (C-19/11): det afgørende kriterium er, om der er en **reel mulighed** for, at forholdet eller hændelsen vil indtræde, og Domstolen har afvist, at udstederen kan anvende en »sandsynligheds- og væsentlighedsvægtet« vurdering, hvor større væsentlighed kompenserer for lavere sandsynlighed.

En beslægtet vejledning – [Vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer](#) – anvender de samme kriterier på ansættelse, afskedigelse og opsigelse af ledelsesmedlemmer og fremhæver den vigtige sondring mellem **direkte** og **indirekte** intern viden: når et ledelsesmedlem selv beslutter at opsiges sin stilling, er der i første omgang tale om indirekte viden, og pligten efter art. 17, stk. 1, indtræder først, når udstederen får kendskab til opsigelsen.

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 24, stk. 1](#)[Lov om kapitalmarkeder § 36](#)

Vildledende selskabsmeddelelser som selvstændig § 7 markedsmanipulation

Den vigtigste danske praksis om udstederansvar er sagen om et børsnoteret medicinal-/biotekselskabs selskabsmeddelelse om resultaterne af et klinisk lægemiddelstudie. Sagen gennemløb alle tre instanser:

Instans	Afgørelse	Reference
Københavns Byret, 8. august 2014	Domfældelse for kursmanipulation ved vildledende selskabsmeddelelse	SS-17052/2013-KBH
Østre Landsret, 14. oktober 2015	Bøde på 5 mio. kr. til selskabet (UfR 2016.653 Ø)	SS-2303/2014-OLR
Højesteret, 14. november 2016	Endelig afgørelse efter 3.-instansbevilling	Sag 54/2016

Af [betænkning nr. 1561/2016 om bødesanktioner på det finansielle område](#), s. 72 fremgår landsrettens afgørelse:

Østre Landsret [har] i en dom af 14. oktober 2015 (UfR 2016.653Ø, TfR 2016.780) [...] idømt et børsnoteret selskab en bøde på 5 mio. kr. for at have udsendt en mangelfuld selskabsmeddelelse, som fik prisen på selskabets aktier til at stige og derved påvirkede markedet. Procesbevillingsnævnet har imidlertid den 16. marts 2016 meddelt tilladelse til, at Østre Landsrets dom indbringes for Højesteret.

Dommen er principiel af flere grunde. Den fastslår for det første, at en **mangelfuld eller vildledende selskabsmeddelelse** kan udgøre selvstændig kursmanipulation efter den dagældende værdipapirhandelslovs § 38, stk. 1, jf. § 39, stk. 1 – i dag [MAR art. 12, stk. 1, litra c](#) om udbredelse af oplysninger, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler. Det kræves ikke, at oplysningerne er direkte urigtige; det er tilstrækkeligt, at meddelelsen som helhed er egnet til at vildlede markedet.

For det andet blev sagen ført både på den ordinære strafferamme og på [straffeloven § 299 d, stk. 1](#), jf. anklageskriftet i byretten, og med [straffeloven § 27](#) om strafansvar for juridiske personer. For det tredje inddrog Højesteret [straffeloven § 3](#) om mildeste lov – nødvendigt, fordi MAR trådte i kraft mellem gerningstidspunktet og pådømmelsen.

At sanktionsniveauet for selskaber varierer betydeligt med selskabets størrelse og forholdets karakter, illustreres af bødepraksis samlet i [betænkning nr. 1561/2016, s. 178](#):

- Retten i Lyngbys dom af 16. september 2014: 500.000 kr. til et 100 %-ejet anpartsselskab for kursmanipulation, hvor retten lagde vægt på »karakteren og omfanget af de begåede strafbare handlinger og oplysningerne om [J] ApS' økonomiske forhold«.
- Københavns Byrets dom af 7. oktober 2014: 100.000 kr. til et selskab, hvor retten lagde vægt på »selskabets størrelse og økonomiske stilling«.
- SØIKs bødeforelæg af 2. oktober 2013: en sparekasse vedtog en bøde på **5 mio. kr.** efter Finanstilsynets anmeldelse i april 2010 af handler i Keops 8 %-ejendomsobligationen og Vestjysk Bank-aktien.

LOV

[Straffeloven § 27, stk. 1](#)
[Straffeloven § 299d, stk. 1](#)

PRAKSIS

Højesteret · Dom om kursmanipulation: Medicinalvirksomheds vildledende selskabsmeddelelse om kliniske studier 14.11.2016

Landsretten · Dom for kursmanipulation i forbindelse med selskabsmeddelelse om lægemiddelstudie 14.10.2015

Byretten · Dom for kursmanipulation i forbindelse med vildledende selskabsmeddelelse 08.08.2014

§ 8 Tilregnelsskravet: markedsm Manipulation kan begås uagtsomt

Et af de mest oversete forhold i praksis er tilregnelsskravet. MAR og [lov om kapitalmarkeder](#) er ikke straffelovgivning, og derfor gælder hovedreglen i [straffeloven § 19, 2. pkt.](#):

På andre lovovertrædelser er de pågældende straffebud anvendelige, også når lovovertrædelsen er begået af uagtsomhed, medmindre det modsatte har særlig hjemmel.

Hverken [MAR art. 15](#) eller [lov om kapitalmarkeder § 249](#) indeholder et særligt forsætskrav. En udsteder, der udbreder urigtige eller vildledende oplysninger, kan derfor straffes, selv om der ikke føres bevis for forsæt – det er tilstrækkeligt, at ledelsen burde have indset, at meddelelsen var egnet til at give markedet et vildledende signal. Netop dette spørgsmål er baggrunden for, at Højesteret i [Sag 54/2016](#) inddrog [straffeloven § 19](#) i afgørelsesgrundlaget.

Også for de rene **udbredelsesformer** i [MAR art. 12, stk. 1, litra c](#) fremgår et uagtsomhedskriterium direkte af forordningsteksten: spredning af rygter er markedsm Manipulation, »når den person, der har spredt dem, var eller **burde have været** klar over, at oplysningerne var urigtige eller vildledende«. Det samme gælder benchmark-manipulation efter [litra d](#).

Modsætningsvis kræver **overbygningsbestemmelsen** i [straffeloven § 299 d](#) – som en del af straffeloven – forsæt, jf. [straffeloven § 19](#), 1. pkt. Sondringen har derfor reel betydning: en udsteder kan uagtsomt overtræde [§ 249, stk. 2](#), men kun forsætligt løftes op i den 6-årige strafferamme.

Hertil kommer, at [MAR art. 12, stk. 4](#) udtrykkeligt gør bestemmelsen anvendelig også på de **fysiske personer**, som deltager i beslutningen om at gennemføre aktiviteter for den juridiske persons regning. Forarbejderne til [lov om kapitalmarkeder § 249](#) fastslår, at udgangspunktet ved valg af ansvarssubjekt er tiltale mod den juridiske person, men at der i en række tilfælde tillige kan være anledning til at rejse tiltale mod en eller flere fysiske personer – typisk medlemmer af ledelsen.

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 2](#)[Straffeloven § 19](#)

PRAKSIS

Højesteret · Dom om kursmanipulation: Medicinalvirksomheds vildledende selskabsmeddelelse om kliniske studier 14.11.2016

§ 9 Udsættelse af offentliggørelsen, insiderlister og lukkede perioder

Udsættelse af offentliggørelsen sker på udstederens **eget ansvar** og kræver, at samtlige tre betingelser i [MAR art. 17, stk. 4](#) er opfyldt: øjeblikkelig offentliggørelse skal antages at skade legitime interesser, udsættelsen må ikke antages at vildlede offentligheden, og fortroligheden skal kunne sikres. Efter [art. 17, stk. 7](#) bortfalder udsættelsen ved lækage, herunder når et rygte er tilstrækkeligt præcist til at indikere, at fortroligheden ikke længere kan sikres.

Finanstilsynet anvender ESMA's retningslinjer og opregner i [vejledningen om intern viden i finansielle rapporter](#) de situationer, hvor udsættelse antages at vildlede offentligheden:

- *Den interne viden, som udstederen agter at udsætte offentliggørelse af, er væsentlig forskellig fra udstederens tidligere offentliggjorte meddelelse om den sag, som den interne viden vedrører.*
- *Den interne viden, som udstederen agter at udsætte offentliggørelse af, vedrører, at udstederens finansielle mål sandsynligvis ikke bliver nået, når sådanne mål tidligere er blevet meddelt offentligt.*

[Vejledningen om ledelsesændringer](#) tilføjer et tredje tilfælde – at den interne viden er i modstrid med markedets forventninger, når disse bygger på signaler, udstederen selv har sendt gennem interviews eller roadshows – og understreger, at udstederen ved en igangværende udsættelse fortsat er forpligtet til at sikre **fremdrift** i forløbet og undgå unødigt lang udsættelse.

Udsættelsesadgangen hænger sammen med [MAR art. 18](#) om insiderlister: udstederen skal føre en liste over alle, der har adgang til den interne viden, med angivelse af identitet, begrundelse, dato og klokkeslæt for adgangen, straks ajourføre den og opbevare den i mindst fem år. Finanstilsynet præciserer, at insiderlisten skal oprettes **på det tidspunkt, hvor den interne viden opstår**, og at listen er et af de midler, hvormed udstederen dokumenterer at kunne sikre fortroligheden.

[MAR art. 19](#) pålægger personer med ledelsesansvar og disses nærtstående at underrette udstederen og Finanstilsynet om egne transaktioner senest **tre arbejdsdage** efter transaktionen, når den samlede sum inden for et kalenderår har nået tærsklen på 20.000 EUR, jf. [art. 19, stk. 8](#). Udstederen skal offentliggøre oplysningerne inden to arbejdsdage. Hertil kommer den **lukkede periode** i [art. 19, stk. 11](#) på 30 kalenderdage før offentliggørelsen af en foreløbig finansiell rapport eller årsafslutningsrapport.

Overtrædelse af disse pligtbestemmelser straffes med bøde efter [lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 1](#), og kan i tilståelsessager afgøres administrativt. [Bekendtgørelse om Finanstilsynets anvendelse af administrative bødeforelæg for overtrædelse af visse bestemmelser på kapitalmarkedsområdet § 2](#) opregner, hvilke overtrædelser der kan afgøres ved bødeforelæg – herunder forkert offentliggørelse efter art. 17, stk. 1 og 7, samt manglende, mangelfuld eller forkert underretning om ledende medarbejders transaktioner efter art. 19, stk. 1.

Endelig kan Finanstilsynet efter [lov om kapitalmarkeder § 242](#) påbyde bl.a. markedspladsoperatører at offentliggøre **berigtigende oplysninger**, når misvisende oplysninger er kommet offentligheden til kendskab og vurderes at kunne skade markedets ordentlige funktion.

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 242](#)[Lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 1](#)

§ 10 Værdipapirhandlerens indberetningspligt og medvirkensansvar

MAR har flyttet en betydelig del af håndhævelsesbyrden over på markedets professionelle led. Efter [art. 16, stk. 2](#) skal enhver, der som led i sit erhverv organiserer eller gennemfører transaktioner, uden ophold underrette den kompetente myndighed ved mistanke om markedsmisbrug. Overtrædelse straffes med bøde efter [lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 1](#).

I obligationssagen blev både banken og dens handelsrådgiver dømt for netop denne pligtforsømmelse, jf. [SS-1590/2016-VLR](#). Landsretten fandt ikke medvirken til selve kursmanipulationen bevist, men domfældte for den subsidiære tiltale:

Tiltalte 4 burde i betragtning af Tiltalte 2's angivelse af et ønske om at opnå en stor kursstigning have haft en mistanke om, at Tiltalte 2's købsorder kunne udgøre kursmanipulation. Tiltalte 4 dømmes derfor i overensstemmelse med den subsidiære tiltale i forhold 4 for overtrædelse af pligten til at foretage indberetning til Finanstilsynet.

Bøderne var 25.000 kr. til banken og 10.000 kr. til den ansatte. Efterspillet blev dyrt: Højesteret stadfæstede i [SS-11/2018-HJR](#), at de to tiltalte skulle betale henholdsvis 136.256,25 kr. og 326.351,25 kr. i sagsomkostninger, uanset frifindelsen for hovedforholdet:

Højesteret finder, at de omhandlede udgifter til forsvarerbistand må antages at have været nødvendige og derfor som udgangspunkt kan kræves erstattet af Tiltalte 3 A/S og Tiltalte 4, jf. retsplejelovens § 1008, stk. 1.

Højesteret afviste, at den principale og den subsidiære tiltale kunne adskilles omkostningsmæssigt, da begge angik samme faktiske begivenhedsforløb, og at sagens længde eller [EMRK artikel 6](#) kunne føre til et andet resultat.

En central retlig ændring fremgår af Finanstilsynets [Vejledning om udførelse af kundeordrer og indberetning heraf i medfør af markedsmisbrugsforordningen](#). Den dagældende værdipapirhandelslovs § 39, stk. 2, indeholdt en **straffrihedsregel** for værdipapirhandlere og deres ansatte, når medvirken alene bestod i loyalt at udføre en kundes ordre. Den regel er ikke videreført i MAR, hvilket Østre Landsret har bekræftet i dom af 23. marts 2017, som vejledningen citerer:

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.

Finanstilsynet konkluderer, at [straffeloven § 23](#) om medvirken derfor finder anvendelse, og at der vil kunne ske domfældelse, hvis en ansat **aktivt tilskynder eller rådgiver** om markedsmisbrug. Vejledningen anbefaler konkret, at værdipapirhandleren udarbejder forretningsgange, at den ansatte spørger ind til mistænkelige ordrer, at der udpeges en person, som kan kontaktes i tvivlstilfælde, og at ordreudførelsespolitikken indeholder et forbehold om ikke at udføre ordrer ved begrundet mistanke.

Vejledningens eksempelsamling er i praksis den bedste tilgængelige typologi over dansk markedsmanipulation – fra kunden, der beder om at få »ryddet højresiden opad, så kursen stiger« op til års ultimo, over den gentagne limitordre langt over markedet, som annulleres et par timer senere, til salget af en større post i en illikvid aktie op til en helligdag med lav omsætning.

LOV	Lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 1	Straffeloven § 23	
PRAKSIS	Højesteret · Højesteret stadfæster omkostningsansvar for bank og finanschef trods frifindelse for kursmanipulation		22.02.2019
	Landsretten · Kursmanipulation med illikvid obligation: Betinget fængselsstraf og bøder for overtrædelse af værdipapirhandelsloven og underretningspligten		09.11.2017

§ 11 Strafadmålingen: ubetinget fængsel som udgangspunkt

Udgangspunktet er fastlagt af Højesteret og gentages konsekvent af de lavere instanser. Østre Landsret formulerede det i [SS-3570/2008-OLR](#):

Ved Højesterets domme af 14. december 2000 og 1. april 2003, gengivet i U.2001.578 og U.2003.1467, er det fastslået, at anvendelse af ubetinget frihedsstraf i almindelighed er påkrævet for at modvirke kursmanipulation, også selv om der ikke kan påvises konkrete tab som følge af handlingen. Det afgørende er ifølge dommenes præmisser, at de kursmanipulerende handlinger har været egnede til at skade tilliden til pengemarkedet.

[Betænkning nr. 1561/2016, s. 71](#) supplerer med [UfR 2013.196 H](#) og bemærker, at der ved siden af frihedsstraffen efter [straffeloven § 50, stk. 2](#), i en række tilfælde er fastsat mindre tillægsbøder på 5.000-10.000 kr.

Fravigelse kræver særlige omstændigheder. I [SS-3570/2008-OLR](#) accepterede landsretten en betinget straf på 30 dage:

Uanset at også kursmanipulationen i den foreliggende sag har været egnet til at skade tilliden til pengemarkedet, finder landsretten efter en samlet bedømmelse af sagens oplysninger, herunder at der er tale om et enkeltstående tilfælde med en relativt beskedent gevinst sammenholdt med oplysningerne om tiltaltes gode personlige forhold, at der foreligger sådanne omstændigheder, at det er forsvarligt undtagelsesvist at fravige udgangspunktet om en ubetinget fængselsstraf.

Byrettens dom i samme sag – [SS-1525/2008-NAE](#) – kombinerede den betingede fængselsstraf med tillægsbøde og konfiskation. Samme dag stadfæstede landsretten i en parallel sag ubetinget fængsel, jf. [SS-3589/2008-OLR](#) – de to afgørelser markerer tilsammen grænsen.

Mønsteret i praksis kan sammenfattes således:

Sagstype	Sanktion	Reference

Systematisk scalping over 1½ år, betydelig vinding	8 mdr. ubetinget + konfiskation 1 mio. kr. (udgangspunkt 1 år)	Sag 193/2011
Wash trading, 9 handler, 3 selskaber	60 dage, halvdelen betinget + selskabsbøde 40.000 kr.	SS-1488/2021-ESB
Forsætlig kursmanipulation i illikvid obligation	30 dage betinget + selskabsbøde 100.000 kr.	SS-1590/2016-VLR
3 tilfælde, udbytte 10.150 kr., bankrådgiver	Ubetinget fængsel	SS-1716/2008-OLR
Enkeltstående forhold, pensionist, beskeden gevinst	30 dage betinget + tillægsbøde + konfiskation	SS-3570/2008-OLR
86 spread-forbedrende ordrer i aktiespil	50 dage betinget	SS-3835/2008-NAE
Vildledende selskabsmeddelelse, børsnoteret udsteder	Bøde 5 mio. kr. i landsretten	SS-2303/2014-OLR

Ved bødeudmåling over for **juridiske personer** lægges der efter praksis vægt på selskabets størrelse og økonomiske stilling samt karakteren og omfanget af de begåede handlinger. Ved bøder generelt gælder [straffeloven § 51, stk. 3](#), hvorefter der skal tages hensyn til den opnåede eller tilsigtede fortjeneste.

Sagsbehandlingstiden er et gennemgående formildende moment. I wash trading-sagen blev halvdelen af straffen gjort betinget bl.a. fordi forholdene lå tilbage i november 2018, og i obligationssagen tog landsretten udtrykkeligt hensyn til sagens tidsmæssige forløb gennem fire hovedforhandlinger.

LOV	Straffeloven § 50, stk. 2	Straffeloven § 51, stk. 3	
PRAKSIS	Højesteret · Højesteretsdom om kursmanipulation: Økonomisk redaktør dømt for "scalping"		18.10.2012
	Landsretten · Kursmanipulation med illikvid obligation: Betinget fængselsstraf og bøder for overtrædelse af værdipapirhandelsloven og underretningspligten		09.11.2017
	Landsretten · Dom for kursmanipulation i forbindelse med selskabsmeddelelse om lægemiddelstudie		14.10.2015
	Landsretten · Stadfæstelse af betinget fængselsstraf for kursmanipulation under særlige omstændigheder		18.03.2009
	Landsretten · Dom om ubetinget fængselsstraf for kursmanipulation		18.03.2009
	Landsretten · Landsretten stadfæster dom for kursmanipulation		22.09.2008
	Byretten · Dom for systematisk markedsmanipulation gennem wash trading i tre børsnoterede selskaber		17.06.2021
	Byretten · Dom for kursmanipulation i aktiespil		01.12.2008
	Byretten · Dom for kursmanipulation med betinget fængsel og tillægsbøde		27.11.2008

Overbygningen i straffeloven § 299 d og de særligt skærpende omstændigheder

§ 12

[Straffeloven § 299 d](#) blev indsat ved **lov nr. 634 af 12. juni 2013** om styrket indsats over for økonomisk kriminalitet. Formålet fremgår klart af de paragraf-specifikke bemærkninger:

Formålet med den foreslåede overbygningsbestemmelse er navnlig at markere, at særligt grove overtrædelser af værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1, om insiderhandel, og § 39, stk. 1, om kursmanipulation, anses som alvorlige forbrydelser, der kan have betydelige skadevirkninger både samfundsøkonomisk og for de involverede virksomheder.

Bestemmelsen udvider **ikke** det strafbare område, men alene strafferammen – og den er tiltænkt tilfælde, hvor 1 år og 6 måneder ikke er tilstrækkeligt, »også selv om den konkrete forskyldte straf fastsættes til væsentligt mindre end 1 år og 6 måneder«. En vigtig sidegevinst er af straffeprocessuel karakter: med et strafmaksimum på mindst 6 år åbnes der for indgreb som telefonaflytning.

De særligt skærpende omstændigheder er defineret i [§ 299 d, stk. 2](#) – flere i forening, opnået eller tilsigtet betydelig vinding, eller et større antal forbrydelser. Forarbejderne kvantificerer vindingskriteriet:

Betydelig vinding vil som udgangspunkt være beløb på 500.000 kr. eller mere, hvilket svarer til praksis vedrørende afgrænsning mellem straffelovens § 285 og § 286. Vindingens størrelse er dog ikke eneafgørende, idet også det forhold, at forbrydelsen er begået af flere i forening mv., kan føre til, at den skærpede strafferamme bør anvendes.

Bestemmelsen er siden ændret flere gange. Ved **lov nr. 632 af 8. juni 2016** (L 159, 2015/16) blev henvisningen flyttet fra værdipapirhandelslovens §§ 35 og 39 til [MAR art. 14, litra a og b, og art. 15](#). Bemærkningerne understreger kontinuiteten:

Der lægges med forslaget ikke i øvrigt op til en ændring af, hvornår der foreligger insiderhandel eller markedsmanipulation under særligt skærpende omstændigheder. [...] Det er endvidere ikke hensigten, at der skal ske en ændring i det straffniveau, der gælder i dag for overtrædelse af straffelovens § 299 d, stk. 1, nr. 1.

Samme bemærkninger noterer, at »begrebet kursmanipulation er ændret til markedsmanipulation i den danske oversættelse af markedsmisbrugsforordningen« – en rent terminologisk ændring, der ikke berører realiteten.

Bestemmelsen er senere udvidet til CO₂-auktionering (2014), REMIT-engrosenergimarkederne (2013 og 2024) og senest ved **lov af 23. maj 2024** til kryptoaktiver under MiCA, jf. [§ 299 d, stk. 1, nr. 1](#). Formålet med MiCA-udvidelsen var udtrykkeligt at sidestille strafferammerne:

Den foreslåede bestemmelse vil medføre, at strafferammen for markedsmanipulation og insiderhandel på markeder for kryptoaktiver vil være den samme som for markedsmanipulation og insiderhandel på kapitalmarkederne.

I praksis rejses § 299 d ofte som en principal tiltale, der ikke fører igennem. I obligationssagen ved [SS-1722/2014-HER](#) var tiltalen rejst under skærpende omstændigheder, men efter hjemvisningen fandt Vestre Landsret i [SS-1590/2016-VLR](#) ikke grundlag for at anvende [§ 299 d](#), selv om selskabets obligationsbeholdning var nominelt 45 mio. kr. Også i selskabsmeddelelsessagen ved [SS-17052/2013-KBH](#) indgik [§ 299 d, stk. 1](#) i tiltalen.

De klareste eksempler på grove sager findes i kombinationsforløb, hvor markedsmanipulation optræder sammen med insiderhandel og regnskabsmanipulation – jf. [1-119/2013](#) om en tidligere administrerende direktør, [Sag 58/2012](#) og [S-3262-12](#) samt [Østre Landsrets dom af 28. april 2011](#).

LOV [Straffeloven § 299d, stk. 1, 2](#)

PRAKSIS	Højesteret · Højesteretsdom om grov insiderhandel og kursmanipulation	05.02.2013
	Landsretten · Kursmanipulation med illikvid obligation: Betinget fængselsstraf og bøder for overtrædelse af værdipapirhandelsloven og underretningspligten	09.11.2017
	Landsretten · Tidligere CEO dømt for grov kursmanipulation og insiderhandel	19.03.2013
	Landsretten · Dom for grov insiderhandel og markedsmanipulation begået af tidligere direktør	24.08.2012
	Landsretten · Markedsmanipulation og Insiderhandel: Landsrettens stadfæstelse af dom for overtrædelse af Lov om kapitalmarkeder	28.04.2011
	Byretten · Frifindelse for kursmanipulation under skærpede omstændigheder i forbindelse med handel med illikvide ejendomsobligationer	17.10.2014

§ 13 Konfiskation og rettighedsfrakendelse

Udbytte ved markedsmanipulation konfiskeres efter [straffeloven § 75, stk. 1](#), der udtrykkeligt tillader en skønsmæssig fastsættelse, når der ikke findes grundlag for at fastslå beløbets størrelse.

Den mest udførlige danske stillingtagen findes i scalping-dommen [Sag 193/2011](#). Anklagemyndigheden havde påstået konfiskation af 2.740.512 kr., men byretten, landsretten og Højesteret fastsatte beløbet skønsmæssigt til **1.000.000 kr.** Beregningsmetoden er interessant: der blev taget udgangspunkt i den noterede kurs torsdagen før den officielle udgivelsesdag – det seneste tidspunkt, før dele af abonnenterne fik kendskab til artiklen – og der blev taget hensyn til, at også andre faktorer kunne have påvirket kursen. Metoden illustrerer det generelle princip, at konfiskationsbeløbet skal isolere den del af gevinsten, der kan henføres til den manipulerende handling.

Konfiskation anvendes også i de mindre sager. I [SS-1525/2008-NAE](#) blev den betingede fængselsstraf kombineret med både tillægsbøde efter [straffeloven § 58, stk. 2](#) og konfiskation efter [§ 75, stk. 1](#) – en sanktionskombination, som Østre Landsret stadfæstede.

Rettighedsfrakendelse efter [straffeloven § 79](#) er et selvstændigt tema i sager mod professionelle markedsdeltagere. Efter [§ 79, stk. 1](#) kan retten til at udøve en virksomhed omfattet af [§ 78, stk. 2](#), frakendes, hvis det udviste forhold begrundes en **nærliggende fare for misbrug** af stillingen, og efter [§ 79, stk. 2](#) kan der ske frakendelse af retten til at deltage i ledelsen af en erhvervsvirksomhed uden at hæfte personligt. Frakendelse sker efter [§ 79, stk. 3](#) for 1 til 5 år eller indtil videre.

Påstanden nedlægges regelmæssigt, men følges ikke automatisk. I obligationssagen påstod anklagemyndigheden bankrådgiveren frakendt retten til erhvervsmæssigt at beskæftige sig med værdipapirhandel efter [§ 79, stk. 2, 1. pkt., jf. stk. 1](#), jf. [§ 78, stk. 2](#). Ved [SS-1590/2016-VLR](#) bortfaldt påstanden som følge af frifindelsen, og efter hjemvisningen afviste Vestre Landsret i [SS-1590/2016-VLR](#) påstanden på grund af utilstrækkeligt grundlag – selv om den ansatte blev dømt for at have tilsidesat indberetningspligten. Også i [SS-3996/2012-HJO](#) om kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed indgik [§ 79, stk. 1 og 2](#), jf. [§ 78, stk. 2](#), i sanktionsspørgsmålet.

LOV	Straffeloven § 75, stk. 1	Straffeloven § 78, stk. 2	Straffeloven § 79, stk. 1, 2
PRAKSIS	Højesteret · Højesteretsdom om kursmanipulation: Økonomisk redaktør dømt for "scalping" 18.10.2012 Landsretten · Kursmanipulation med illikvid obligation: Betinget fængselsstraf og bøder for overtrædelse af værdipapirhandelsloven og underretningspligten 09.11.2017 Landsretten · Frifindelse for kursmanipulation: Købstilbud på illikvid obligation lå inden for markedets bud- og udbudsspread 13.05.2014 Byretten · Dom for kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed 08.03.2013 Byretten · Dom for kursmanipulation med betinget fængsel og tillægsbøde 27.11.2008		

§ 14 Civilretlige følger: erstatning, aftaleugyldighed og forældelse

MAR indeholder ikke et selvstændigt civilretligt erstatningsgrundlag, og danske investorers krav må derfor bygges på almindelige regler. Den mest oplysende danske afgørelse er [BS-1833/2016-KBH](#) om erstatning for tab på aktiekøb som følge af kursmanipulation, hvor sagen blev ført på et bredt sammensat grundlag:

- **Erstatning uden for kontrakt** med den strafbare kursmanipulation efter den dagældende værdipapirhandelslovs §§ 38, 39 og 94 samt [straffeloven § 299 d](#) som ansvarsgrundlag.
- **Aftaleugydighed** efter [aftalelovens § 30](#) om svig og [§ 36](#) om urimelige aftaler. § 30, stk. 2, er praktisk vigtig, fordi den vender bevisbyrden: har medkontrahenten svigagtigt givet urigtige oplysninger eller svigagtigt fortiet omstændigheder af betydning, anses erklæringen for fremkaldt ved svig, »medmindre det gøres antageligt, at denne ikke har indvirket på erklæringen«.
- **Købelovens mangelsregler**, herunder [§ 42](#), [§ 52, stk. 2](#) og [§ 76, stk. 1](#).
- **Procesretlig sammenhæng med straffesagen** via [retsplejelovens § 991, stk. 4](#) om erstatningskrav i anledning af strafbart forhold.

Det vanskeligste spørgsmål er **forældelsen**. Sagen blev ført på [forældelseslovens § 3, stk. 2](#), [§ 2, stk. 4](#) og [§ 13](#). Efter [§ 3, stk. 2](#) regnes 3-årsfristen først fra den dag, da fordringshaveren fik eller burde have fået kendskab til fordringen og skyldneren. Netop ved markedsmanipulation er dette afgørende: manipulationen er per definition skjult for markedet, og investoren har typisk ingen reel mulighed for at opdage den, før Finanstilsynets undersøgelse eller straffesagen bliver offentligt kendt. Den absolutte grænse er [§ 3, stk. 3, nr. 2](#), hvorefter fordringer på erstatning for skade forvoldt uden for kontraktforhold under alle omstændigheder forældes 10 år efter den skadevoldende handlings ophør.

At god værdipapirhandelsskik har civilretlig gennemslagskraft, var forudsat allerede i [betænkning nr. 1290/1995, s. 42](#):

Ved bedømmelsen af hvorvidt en aftale er ugyldig i medfør af aftalelovens § 33 (stridende mod almindelig hæderlighed) eller § 36 (urimelig eller i strid med almindelig hæderlighed) vil kravene til god værdipapirhandelsskik være af betydning. På tilsvarende vis vil ansvarsbedømmelsen, herunder professions- og rådgiveransvaret, påvirkes af de nærmere krav til god værdipapirhandelsskik.

For ledelsens personlige ansvar over for selskabet og aktionærerne henvises til [bestyrelsesansvar](#), og for revisors medvirken til [revisoransvar](#).

LOV

[Aftaleloven § 30, stk. 1, 2](#)[Aftaleloven § 36](#)[Forældelsesloven § 3, stk. 2, 3](#)

PRAKSIS

Byretten · Sag om erstatning for tab på aktiekøb som følge af kursmanipulation

04.09.2020

§ 15 Håndhævelseskæden: Finanstilsynet, administrative bødeforelæg og anklagemyndigheden

Håndhævelsen af markedsmisbrugsreglerne er delt mellem en administrativ og en strafferetlig spor. Finanstilsynet påser overholdelsen af MAR, jf. [lov om kapitalmarkeder § 211, stk. 2, nr. 5](#), og har tre reaktionsmuligheder: påtale/påbud, administrativt bødeforelæg i tilståelsessager og politianmeldelse.

At Finanstilsynet er indgangen til straffesporer er gennemgående. I scalping-sagen indgav Finanstilsynet politianmeldelse den 6. marts 2008, jf. [Sag 193/2011](#). I wash trading-sagen rettede Finanstilsynet henvendelse til tiltalte i november/december 2019 om handler foretaget i november 2018, jf. [SS-1488/2021-ESB](#). Og af [betænkning nr. 1561/2016, s. 178](#) fremgår, at Finanstilsynet i april 2010 anmeldte en række fysiske og juridiske personer for kursmanipulation i Keops 8 %-ejendomsobligationen og Vestjysk Bank-aktien – et forløb, der endte med et vedtaget bødeforelæg på 5 mio. kr.

De administrative bødeforelæg er afgrænset i [bekendtgørelse om Finanstilsynets anvendelse af administrative bødeforelæg for overtrædelse af visse bestemmelser på kapitalmarkedsområdet](#). Ordningen dækker de **administrative pligtovertrædelser** – bl.a. forkert offentliggørelse efter [MAR art. 17, stk. 1 og 7](#), manglende flagning, og manglende eller forkert underretning om transaktioner efter [art. 19, stk. 1](#) – men **ikke** selve markedsmanipulationen, der kun kan pådømmes af domstolene.

[Betænkning nr. 1561/2016, s. 72](#) angiver volumen på det administrative spor under den tidligere ordning: Finanstilsynet udstedte fra 11. marts 2011 til og med 2015 i alt **70** administrative bødeforelæg i størrelsesordenen 10.000-75.000 kr.

Det historiske efterforskningsmønster er beskrevet allerede i [betænkning nr. 1216/1991 om insider-handel, s. 103](#), hvor Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet redegjorde for, at sagerne typisk starter med markedsobservationer af pludselige kursbevægelser eller usædvanlig omsætning, som derefter må adskilles fra legitime forklaringer – anbefalinger fra rådgivere, større køb af legitime grunde eller rene tilfældigheder.

De overordnede hensyn bag hele regelsættet er formuleret i [betænkning nr. 1521/2010 om insiderhandel, s. 16](#):

På et marked er der en samfundsmæssig interesse i, at handler indgås åbent og retfærdigt, så begge parter ved, hvilke ydelser der udveksles. [...] Når nogle ved mere end andre på et marked, kan der opstå frygt for at blive snydt hos de markedsdeltagere, der ikke besidder den fulde viden.

Om Finanstilsynets øvrige administrative praksis henvises til [finansstilsynets-afgoerelser](#), og om markedsmisbrug med kryptoaktiver til [investeringssvindel-online-krypto-nft](#).

LOV

[Lov om kapitalmarkeder § 211, stk. 2](#)

PRAKSIS

Højesteret · Højesteretsdom om kursmanipulation: Økonomisk redaktør dømt for "scalping"

18.10.2012

Byretten · Dom for systematisk markedsmanipulation gennem wash trading i tre børsnoterede selskaber

17.06.2021

§ 16 Sammenfatning af retstilstanden

Praksis på markedsmisbrugsområdet er stabil, og de retlige knudepunkter kan sammenfattes i syv punkter.

1. Egnethed, ikke virkning. Gerningsindholdet i [MAR art. 12](#) er opfyldt, når adfærden er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler. Der kræves hverken bevist kurspåvirkning eller påvist tab hos andre investorer – det fremhæves eksplicit i den strafudmålingspraksis, Højesteret har fastlagt.

2. Børskursen er målestokken – også for illikvide papirer. Højesterets test i UfR 2016.3756 H binder de lavere instanser: værdien i markedet er den senest noterede børskurs fra en handel mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser, og kun generelle markedsændringer eller nye oplysninger fra udstederen kan begrunde en fravigelse. Motiver om at »korrigere« en efter tiltaltes opfattelse forkert kurs er uden betydning.

3. Ubetinget fængsel er udgangspunktet. Fravigelse kræver særlige omstændigheder – enkeltstående forhold, beskeden gevinst, gode personlige forhold eller lang sagsbehandlingstid – og fravigelsen er ofte delvis, jf. [SS-1488/2021-ESB](#), hvor kun halvdelen af de 60 dage blev gjort betinget.

4. Udstederansvaret er reelt og kan udløse millionbøder. En mangelfuld eller vildledende selskabsmeddelelse kan i sig selv være markedsmanipulation, jf. forløbet [SS-17052/2013-KBH](#) → [SS-2303/2014-OLR](#) → [Sag 54/2016](#), hvor landsretten fastsatte bøden til 5 mio. kr.

5. Ugatsomhed er nok – undtagen ved § 299 d. Fordi MAR og [lov om kapitalmarkeder](#) er særlovgivning, gælder [straffeloven § 19](#), 2. pkt. Kun overbygningen i [straffeloven § 299 d](#) kræver forsæt, og den forudsætter efter forarbejderne betydelig vinding (vejledende fra 500.000 kr.), flere i forening eller et større antal forhold – mens mindre strakskursmanipulationssager udtrykkeligt holdes udenfor.

6. Professionelle led har selvstændigt ansvar. Værdipapirhandlere og deres ansatte har en indberetningspligt efter [MAR art. 16, stk. 2](#), og den tidligere straffrihedsregel for loyal ordreudførelse er **ikke** videreført i MAR. Selv frifindelse for hovedforholdet fritager ikke for sagsomkostninger, jf. [SS-11/2018-HJR](#).

7. Ytringsfriheden beskytter processen, ikke fordelene. Både i scalping-dommen [Sag 193/2011](#) og i EU-Domstolens praksis i [C-302/20](#) og [C-376/24](#) er grænsen den samme: journalistisk og politisk virksomhed nyder beskyttelse, når videregivelsen er nødvendig og proportional, men beskyttelsen ophører, når den pågældende selv opnår en **økonomisk** fordel af udbredelsen.

Den retlige ramme er under fortsat udvikling. [Forordning \(EU\) 2024/2809](#) har lempet offentliggørelsespligten i langstrakte processer og indført ESAP-indsendelse fra 2028, og [straffeloven § 299 d, stk. 1, nr. 1](#) omfatter siden 1. juli 2024 tillige markedsmanipulation med kryptoaktiver under MiCA. Kernen – at prisdannelsen på et reguleret marked skal hvile på et oplyst og retvisende grundlag – er derimod uændret siden Børsudvalgets arbejde i 1990'erne.

LOV	Lov om kapitalmarkeder § 249, stk. 1, 2	Straffeloven § 19	Straffeloven § 299d, stk. 1, 2
PRAKSIS	Højesteret · Højesteret stadfæster omkostningsansvar for bank og finanschef trods frifindelse for kursmanipulation 22.02.2019 Højesteret · Dom om kursmanipulation: Medicinalvirksomheds vildledende selskabsmeddelelse om kliniske studier 14.11.2016 Højesteret · Højesteretsdom om kursmanipulation: Økonomisk redaktør dømt for "scalping" 18.10.2012 EU-Domstolen · Politikers videregivelse af intern viden i medierne om privatisering: MAR artikel 10 og 21 sammenholdt med ytringsfrihed (C-376/24) 18.06.2026 EU-Domstolen · Journalisters videregivelse af intern viden: Pressefrihed over for markedsmisbrug i sag C-302/20 15.03.2022 Landsretten · Dom for kursmanipulation i forbindelse med selskabsmeddelelse om lægemiddelstudie 14.10.2015 Byretten · Dom for systematisk markedsmanipulation gennem wash trading i tre børsnoterede selskaber 17.06.2021 Byretten · Dom for kursmanipulation i forbindelse med vildledende selskabsmeddelelse 08.08.2014		

REFERENCE Lovgrundlag

6 paragraffer

Lov om kapitalmarkeder § 24	stk. 1	Lov om kapitalmarkeder § 211	stk. 2
Lov om kapitalmarkeder § 249	stk. 1, 2	Straffeloven § 19	
Straffeloven § 75	stk. 1	Straffeloven § 299d	stk. 1, 2

MATERIALE Citerede afgørelser

31 afgørelser

HØJESTERET · ØVERSTE INSTANS

4

22.02.2019	Højesteret stadfæster omkostningsansvar for bank og finanschef trods frifindelse for kursmanipulation	10213-11987
14.11.2016	Dom om kursmanipulation: Medicinalvirksomheds vildledende selskabsmeddelelse om kliniske studier	54-2016
05.02.2013	Højesteretsdom om grov insiderhandel og kursmanipulation	S-3262-12
18.10.2012	Højesteretsdom om kursmanipulation: Økonomisk redaktør dømt for "scalping"	Sag 193/2011

EU-DOMSTOLEN · EUROPÆISK DOMSTOL

3

18.06.2026	Politikers videregivelse af intern viden i medierne om privatisering: MAR artikel 10 og 21 sammenholdt med ytringsfrihed (C-376/24)	C-376/24
03.10.2025	Definition af et 'reguleret marked' i forhold til værdipapirhandel og overtagelsestilbud	C-163/25
15.03.2022	Journalisters videregivelse af intern viden: Pressefrihed over for markedsmisbrug i sag C-302/20	C-302/20

LANDSRETTEEN · ANKEINSTANS

9

09.11.2017	Kursmanipulation med illikvid obligation: Betinget fængselsstraf og bøder for overtrædelse af værdipapirhandelsloven og underretningspligten	10212-11986
14.10.2015	Dom for kursmanipulation i forbindelse med selskabsmeddelelse om lægemiddelstudie	5713-6827
13.05.2014	Frifindelse for kursmanipulation: Købstilbud på illikvid obligation lå inden for markedets bud- og udbudsspread	10212-11985
19.03.2013	Tidligere CEO dømt for grov kursmanipulation og insiderhandel	1-119/2013
24.08.2012	Dom for grov insiderhandel og markedsmisbrug begået af tidligere direktør	Sag 58/2012
28.04.2011	Markedsmisbrug og Insiderhandel: Landsrettens stadfæstelse af dom for overtrædelse af Lov om kapitalmarkeder	
18.03.2009	Stadfæstelse af betinget fængselsstraf for kursmanipulation under særlige omstændigheder	5981-7155
18.03.2009	Dom om ubetinget fængselsstraf for kursmanipulation	5982-7156
22.09.2008	Landsretten stadfæster dom for kursmanipulation	6875-8258

BYRETTEEN · FØRSTE INSTANS

8

17.06.2021	Dom for systematisk markedsmisbrug gennem wash trading i tre børsnoterede selskaber	87-99
04.09.2020	Sag om erstatning for tab på aktiekøb som følge af kursmanipulation	5920-7072
17.10.2014	Frifindelse for kursmanipulation under skærpede omstændigheder i forbindelse med handel med illikvide ejendomsobligationer	10211-11984
08.08.2014	Dom for kursmanipulation i forbindelse med vildledende selskabsmeddelelse	5658-6766

08.03.2013	Dom for kursmanipulation af særlig grov beskaffenhed	1689-2030
01.12.2008	Dom for kursmanipulation i aktiespil	5977-7150
27.11.2008	Dom for kursmanipulation med betinget fængsel og tillægsbøde	5971-7142
13.05.2008	Fængselsstraf til bankrådgiver for kursmanipulation med aktier via fiktive købsordrer	6850-8231

KLAGENÆVNET FOR UDBUD · NÆVN / KLAGEINSTANS 5

09.11.1999	Klage over udbud af byinventar: Valg af EU-direktiv og tildelingskriterier	99
20.09.1999	Klage over manglende EU-udbud af kommunal annoncering i Århus Kommune	99
07.09.1999	Uklarhed i udbudsmateriale om accepterede forbehold førte til ukorrekt udelukkelse af tilbudsgivere	99
06.09.1999	Udbud af totalrådgivning: Fokus på arkitektonisk kvalitet var lovligt trods manglende ingeniør-specifikke kriterier	99
08.06.1999	Afvisning af klage fra menighedsråd over Kirkeministeriets udbud af forsikringsydelser	99

PARKERINGSKLAGENÆVNET · NÆVN / KLAGEINSTANS 2

31.03.2025	Annullering af kontrolafgift som følge af uklar og forvirrende dobbelttopmærkning af parkeringsbås	park-7156
16.12.2024	Annullering af kontrolafgift: Digital tidsregistrering overflødiggjorde krav om p-skive ved el-ladeplads	park-6827

FORARBEJDE Betænkninger

5 referencer

Insider-handel – Betænkning nr. 1216 afgivet af børsudvalget

nr. 1216 · 1991 · Industriministeriet

Børsreform II – Betænkning nr. 1290 afgivet af Børsudvalget, Bind 2

nr. 1290 · 1995 · Erhvervsministeriet

Børsreform II - Betænkning nr. 1290 - Lovforslag til lov om værdipapirhandel og lov om fondsmæglerselskaber

nr. 1290 · 1995 · Erhvervsministeriet

Betænkning om insiderhandel

nr. 1521 · 2010 · Økonomi- og Erhvervsministeriet

Betænkning om bødesanktioner på det finansielle område

nr. 1561 · 2016 · Erhvervs- og Vækstministeriet