



DOMSTOLENS DOM

4. februar 2020

(Direktiv 2003/6/EF – Markedsmanipulering – Harmonisering – Reelle transaksjoner – Uriktige og villedende signaler – Sikre kursen på et unormalt eller kunstig nivå – Legitime grunner – Spredning av informasjon)

I sak E-5/19,

ANMODNING til EFTA-domstolen etter artikkel 34 i Avtalen mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkingsorgan og en Domstol fra Borgarting lagmannsrett i en straffesak for denne domstol mot

F og G

om tolkningen av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmissbruk), avsier

DOMSTOLEN,

sammensatt av: Páll Hreinsson, president (saksforberedende dommer), Per Christiansen og Bernd Hammermann, dommere,

justissekretær: Ólafur Jóhannes Einarsson,

etter å ha tatt i betraktning de skriftlige innlegg inngitt på vegne av:

- Statsadvokatene ved ØKOKRIM, som ankende part, representert ved statsadvokat Inge Svae-Grotli og politiadvokat Lars-Kaspar Andersen,
- F, representert ved advokatene Anders Brosveet og Rasmus Woxholt,
- G, representert ved advokatene Pål Sverre Hernæs, Mikkel Toft Gimse og Dag Sørli Lund,
- Den tsjekkiske republikk, representert ved Martin Smolek, Jiří Vlácil og Iva Gavrilova, som partsrepresentanter,
- EFTAs overvåkningsorgan («ESA»), representert ved Ingibjörg-Ólöf Vilhjálmisdóttir, Erlend Møinichen Leonhardsen og Carsten Zatschler, medlemmer av ESAs juridiske avdeling, som partsrepresentanter, og

- Europakommisjonen («Kommisjonen»), representert ved Tibor Scharf, juridisk rådgiver, Joan Rius Riu og Julie Samnadda, medlemmer av Kommisjonens juridiske tjeneste, som partsrepresentanter,

med henvisning til rettsmøterapporten,

og etter å ha hørt muntlige innlegg fra ØKOKRIM, representert ved Inge Svae-Grotli; F, representert ved Anders Brosveet; G, representert ved Dag Sørli Lund; ESA, representert ved Ingibjörg-Ólöf Vilhjálmsdóttir og Erlend Møinichen Leonhardsen; og Kommisjonen, representert ved Julie Samnadda, i rettsmøte 13. november 2019,

slik

Dom

I Rettslig bakgrunn

EØS-rett

- 1 Europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmisbruk) («direktivet») ble innlemmet i Avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde («EØS-avtalen» eller «EØS») vedlegg IX (Finansielle tjenester) nr. 29a ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004 av 23. april 2004 (EUT 2004 L 277, s. 7, og EØS-tillegg 2004 nr. 43, s. 6).

- 2 Betragtning 2 i direktivet lyder:

Et integrert og effektivt finansmarked forutsetter markedstroverdighet. At verdipapirmarkedene virker på en tilfredsstillende måte og at offentligheten har tillit til disse markedene, er forutsetninger for økonomisk vekst og velstand. Markedsmisbruk skader finansmarkedenes troverdighet og offentlighetens tillit til verdipapirer og finansielle derivater.

- 3 Betragtning 12 i direktivet lyder:

Markedsmisbruk omfatter innsidehandel og markedsmanipulering. Regelverket for bekjempelse av innsidehandel og regelverket for bekjempelse av markedsmanipulering har samme formål: å sikre finansmarkedenes troverdighet i Fellesskapet og styrke investorenes tillit til disse markedene. Det bør derfor vedtas kombinerte regler for å bekjempe både innsidehandel og markedsmanipulering. Ett enkelt direktiv vil sikre at de samme rammebestemmelser om ansvarsfordeling, håndheving og samarbeid vil gjelde i hele Fellesskapet.

4 Betragtning 15 i direktivet lyder:

Innsidehandel og markedsmanipulering hindrer den fulle og gode oversikten i markedet som er en forutsetning for handel for alle økonomiske aktører i integrerte finansmarkeder.

5 Betragtning 20 i direktivet lyder:

En person som utfører transaksjoner eller gir handelsordrer som utgjør markedsmanipulering, kan godtgjøre at vedkommende har hatt rettmessige grunner til å utføre slike transaksjoner eller gi slike handelsordrer, og at transaksjonene og handelsordrene er i samsvar med gjeldende praksis på det berørte regulerte marked. En sanksjon kan likevel iverksettes dersom vedkommende myndighet fastslår at det er en annen — urettmessig — årsak til transaksjonene eller handelsordrene.

6 Direktivet artikkel 1 nr. 2 definerer «markedsmanipulering» som følger:

«markedsmanipulering»:

a) transaksjoner eller handelsordrer:

– som gir eller kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler om tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen til finansielle instrumenter, eller

– som gjennom én person eller flere personer i fellesskap sikrer at kursen til ett eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå,

med mindre den person som har utført transaksjonene eller gitt handelsordrene kan godtgjøre at vedkommende har hatt rettmessige grunner til å utføre slike transaksjoner eller gi slike handelsordrer, og at transaksjonene eller handelsordrene er i samsvar med gjeldende¹ markedspraksis på det berørte regulerte marked,

b) transaksjoner eller handelsordrer der det benyttes fingerte planer eller andre former for bedrag eller påfunn,

c) spredning gjennom mediene, herunder Internett, eller på annen måte av opplysninger som gir eller sannsynligvis vil gi uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder spredning av rykter og uriktige eller villedende nyheter, når personen som har spredt opplysningene, visste eller burde ha visst at de var uriktige eller villedende. Når det gjelder journalister som utøver sitt yrke, skal slik spredning av opplysninger med forbehold for

¹ Norsk oversettelse; engelsk: «accepted», fransk: «admisses», tysk: «zulässig», dansk: «accepteret», svensk: «godtagen».

artikkel 11 vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrke, med mindre disse personene direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste ved å spre de aktuelle opplysningene.

Følgende eksempler tar utgangspunkt i hoveddefinisjonen i bokstav a), b) og c) over:

– atferd der én person eller flere personer i fellesskap sikrer seg en dominerende stilling når det gjelder tilbudet av eller etterspørselen etter et finansielt instrument, med den virkning at kjøps- eller salgskursen påvirkes direkte eller indirekte eller at det skapes andre urimelige handelsvilkår,

– kjøp eller salg av finansielle instrumenter ved børsens stengtid slik at investorer som handler på grunnlag av sluttkursen villedes,

– utnyttelse av leilighetsvis eller regelmessig tilgang til tradisjonelle eller elektroniske medier gjennom en meningsytring om et finansielt instrument (eller indirekte om utstederen av instrumentet) etter på forhånd å ha tatt posisjoner i det berørte finansielle instrumentet, for deretter å dra nytte av den virkning meningsytringen får på kursen til det finansielle instrumentet, uten samtidig å ha offentliggjort opplysninger om interessekonflikten på en riktig og effektiv måte.

Definisjonene av markedsmanipulering skal tilpasses for å sikre at de kan omfatte nye atferdsmønstre som i praksis er markedsmanipulering.

7 Direktivet artikkel 1 nr. 5 definerer «gjeldende markedspraksis» som følger:

«gjeldende markedspraksis»: praksis som med rimelighet kan forventes på ett eller flere finansmarkeder, og som godtas av vedkommende myndighet i samsvar med retningslinjer vedtatt av Kommisjonen etter framgangsmåten fastsatt i artikkel 17 nr. 2,

8 Direktivet artikkel 5 lyder:

Medlemsstatene skal forby enhver person å bedrive markedsmanipulering.

9 Direktivet artikkel 9 lyder:

Dette direktiv får anvendelse på ethvert finansielt instrument som er opptatt til notering på et regulert marked i minst én medlemsstat, eller som det er sendt inn en anmodning om opptak til notering for på et slikt marked, uavhengig av om selve transaksjonen faktisk finner sted på dette markedet.

Artikkel 2, 3 og 4 får også anvendelse på ethvert finansielt instrument som ikke er opptatt til notering på et regulert marked i en medlemsstat, men som har en verdi som avhenger av et finansielt instrument som nevnt i nr. 1.

Artikkel 6 nr. 1–3 får ikke anvendelse på utstedere som ikke har anmodet om eller godkjent opptak av sine finansielle instrumenter til notering på et regulert marked i en medlemsstat.

10 Direktivet artikkel 11 lyder:

Uten at det berører rettsmyndighetenes myndighet skal hver medlemsstat utpeke en enkelt forvaltningsmyndighet med myndighet til å sikre anvendelsen av bestemmelser vedtatt i henhold til dette direktiv.

Medlemsstatene skal utarbeide effektive ordninger og framgangsmåter for samråd med markedsdeltakerne om eventuelle endringer i nasjonal lovgivning. Disse ordningene kan omfatte rådgivende komiteer for hver vedkommende myndighet der sammensetningen så langt som mulig bør gjenspeile markedsdeltakernes mangfold, enten det gjelder utstedere, ytere av finansielle tjenester eller forbrukere.

11 Direktivet artikkel 12 lyder:

1. For å kunne utføre sine oppgaver skal vedkommende myndighet gis all nødvendig tilsyns- og undersøkelsesmyndighet. Den skal utøve denne myndighet

a) direkte eller

b) i samarbeid med andre myndigheter eller markedsdeltakere, eller

c) på eget ansvar ved delegering til slike myndigheter eller markedsdeltakere, eller

d) etter søknad til vedkommende rettsmyndigheter.

2. Med forbehold for artikkel 6 nr. 7 skal den myndighet som er nevnt i nr. 1 i denne artikkel utøves i samsvar med nasjonal lovgivning og minst omfatte retten til å

a) få tilgang til ethvert dokument i enhver form og motta en kopi av det,

b) innhente opplysninger fra en hvilken som helst person, herunder personer som senere deltar i videreformidling av ordrer eller gjennomføring av de berørte transaksjoner, samt disse personenes fullmaktsgivere, og eventuelt innkalle dem til høring,

c) foreta inspeksjoner på stedet,

d) kreve opplysninger om eksisterende telefonsamtaler og datatrafikk,

e) kreve opphør av enhver praksis som strider mot de bestemmelser som er vedtatt for å gjennomføre dette direktiv,

- f) stanse handelen med berørte finansielle instrumenter,*
- g) anmode om frysing og/eller beslaglegging av aktiva,*
- h) anmode om at det nedlegges et midlertidig forbud mot yrkesvirksomhet.*

3. Denne artikkel skal ikke berøre nasjonale lovbestemmelser om taushetsplikt.

- 12 Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon ble innlemmet i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 103/2004 av 9. juli 2004 (EUT 2004 L 376, s. 31, og EØS-tillegg 2004 nr. 65, s. 22), som la det til som nr. 29d i vedlegg IX (Finansielle tjenester), som senere fikk nytt nummer 29ab («gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF»).
- 13 Gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4 med overskriften «Manipulerende atferd knyttet til uriktige eller villedende signaler og kurssikring» lyder:

Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 2 bokstav a) i direktiv 2003/6/EF og med forbehold for eksemplene i nr. 2 annet ledd i nevnte artikkel skal medlemsstatene påse at markedsdeltakerne og vedkommende myndigheter ved undersøkelse av transaksjoner eller handelsordrer tar hensyn til følgende ikke-uttømmende liste over signaler som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon:

- a) handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført, utgjør en betydelig andel av den daglige mengde transaksjoner med det relevante finansielle instrument på det aktuelle regulerte marked, særlig når slik virksomhet fører til en vesentlig endring i kursen til det finansielle instrument,*
- b) handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført av personer med en betydelig kjøps- eller salgsposisjon i forhold til et finansielt instrument, medfører betydelige endringer i kursen til det finansielle instrument eller det tilknyttede finansielle derivat eller underliggende aktivum som er opptatt til notering på et regulert marked,*
- c) transaksjoner som er utført, medfører ikke endringer i egentlig eiendomsrett til et finansielt instrument som er opptatt til notering på et regulert marked,*
- d) handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført, omfatter motsatte posisjoner i et kort tidsrom og utgjør en betydelig andel av den daglige mengde transaksjoner med det relevante finansielle instrument på det aktuelle regulerte marked, og kan være forbundet med betydelige endringer i kursen til et finansielt instrument som er opptatt til notering på et regulert marked,*

e) handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført, konsentreres innenfor et kort tidsrom av handelsperioden og kan medføre en kursendring som senere går i motsatt retning,

f) handelsordrer som er gitt, endrer opplysningene om beste kjøps- eller salgskurs for et finansielt instrument som er opptatt til notering på et regulert marked, eller mer generelt opplysningene om ordreboken som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, og annulleres før de utføres,

g) handelsordrer gis eller transaksjoner utføres på eller omkring et bestemt tidspunkt der referansekurser og avregningskurser beregnes og vurderinger foretas, og dette gir kursendringer som kan påvirke slike kurser og vurderinger.

14 Kommisjonsdirektiv 2004/72/EF av 29. april 2004 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til gjeldende markedspraksis, definisjonen av innsideinformasjon i forbindelse med råvarederivater, utarbeiding av lister over personer som har tilgang til innsideinformasjon, melding av transaksjoner foretatt av personer med overordnet ansvar samt melding av mistenkelige transaksjoner ble innlemmet i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 149/2004 av 29. oktober 2004 (EUT 2004 L 102, s. 23, og EØS-tillegg 2005 nr. 20, s. 15), som la det til som nr. 29f i vedlegg IX (Finansielle tjenester), som senere fikk nytt nummer 29c («gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF»).

15 Gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF artikkel 2 med overskriften «Faktorer som det skal tas hensyn til ved vurdering av markedspraksis» lyder:

1. Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 1 annet ledd og nr. 2 bokstav a) i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstatene sikre at blant annet følgende faktorer tas hensyn til av vedkommende myndigheter, uten at det berører samarbeid med andre myndigheter, når de vurderer om de kan godta en bestemt markedspraksis:

a) hvor åpen den relevante markedspraksisen er for hele markedet,

b) behovet for å sikre at markedskreftene og samspillet mellom tilbud og etterspørsel virker,

c) i hvilken grad den relevante markedspraksisen påvirker markedets likviditet og effektivitet,

d) i hvilken grad den relevante praksisen tar hensyn til handelsmekanismene på det relevante markedet og gir markedsdeltakerne mulighet til å reagere riktig og i rett tid på den nye markedssituasjonen denne praksisen skaper,

e) den risikoen som den relevante praksisen innebærer for integriteten til direkte eller indirekte tilknyttede markeder, uansett om de er regulerte eller ikke, for det berørte finansielle instrumentet i hele Fellesskapet,

f) resultatet av undersøkelser av den relevante markedspraksisen foretatt av en vedkommende myndighet eller andre myndigheter nevnt i artikkel 12 nr. 1 i direktiv 2003/6/EF, særlig med hensyn til om den relevante markedspraksisen medførte brudd på regler eller forskrifter utformet for å hindre markedsmissbruk, eller på atferdsregler, enten på det berørte markedet eller på direkte eller indirekte tilknyttede markeder i Fellesskapet,

g) det relevante markedets struktur, herunder om det er regulert eller ikke, hvilke typer finansielle instrumenter som omsettes og hvilke typer markedsdeltakere markedet har, herunder i hvilken grad private investorer deltar i det relevante markedet.

Medlemsstatene skal sikre at vedkommende myndigheter ved vurdering av behovet for sikring nevnt i første ledd bokstav b) særlig analyserer den relevante markedspraksisens virkninger for de viktigste markedsparametrene, for eksempel de særskilte markedsvilkårene før den relevante markedspraksisen ble innført, veid gjennomsnittspris for én enkelt handelsdag eller daglig sluttnotering.

2. Medlemsstatene skal sikre at markedspraksis, særlig ny og framvoksende praksis, ikke anses som uakseptabel av vedkommende myndighet bare fordi den ikke har godtatt den tidligere.

3. Medlemsstatene skal sikre at vedkommende myndigheter regelmessig vurderer den markedspraksis de har godtatt på nytt, idet de særlig tar hensyn til betydelige endringer i det relevante markedsmiljøet, for eksempel endringer i handelsregler eller markedets infrastruktur.

16 Gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF Artikkel 3 med overskriften «Samrådsordninger og offentliggjøring av beslutninger» lyder:

1. Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 1 annet ledd og nr. 2 bokstav a) i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstatene sikre at framgangsmåtene i nr. 2 og 3 i denne artikkel følges av vedkommende myndigheter når de vurderer om de skal godta eller fortsette å godta en bestemt markedspraksis.

2. Med forbehold for artikkel 11 nr. 2 i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstatene sikre at vedkommende myndigheter, før de godtar den relevante markedspraksisen eller ikke, på egnet måte holder samråd med relevante organer, herunder representanter for utstedere, ytere av finansielle tjenester, forbrukere, andre myndigheter og markedsoperatører.

Samrådsordningen skal omfatte samråd med andre vedkommende myndigheter, særlig der det finnes sammenlignbare markeder, dvs. med hensyn til struktur, volum og type transaksjoner.

3. Medlemsstatene skal sikre at vedkommende myndigheter offentliggjør sine beslutninger om hvorvidt en markedspraksis kan godtas eller ikke, herunder egnede beskrivelser av slik praksis. Medlemsstatene skal videre sikre at vedkommende myndigheter snarest mulig oversender sine beslutninger til Komiteen av europeiske verdipapirtilsyn, som umiddelbart skal gjøre dem tilgjengelige på sitt nettsted.

Offentliggjøringen skal omfatte en beskrivelse av de faktorene som det er tatt hensyn til i beslutningen om hvorvidt den relevante praksisen anses som akseptabel, særlig når det er trukket ulike konklusjoner om hvorvidt den samme praksisen kan godtas på ulike markeder i medlemsstatene.

4. Dersom det er innledet undersøkelser av bestemte tilfeller, kan samrådsordningene fastsatt i nr. 1–3 utsettes til disse undersøkelsene og eventuelle tilknyttede sanksjoner er avsluttet.

5. En markedspraksis som er godtatt etter samrådsordningene fastsatt i nr. 1–3, skal ikke endres uten at de samme samrådsordningene anvendes.

Nasjonal rett

Lov om verdipapirhandel

17 Verdipapirhandelloven lyder § 3-8:

(1) Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter.

(2) Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet, eller

2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd, eller

3. utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via Internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter, når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde ha visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedende. Når en journalist i sin yrkesmessige aktivitet utbrer slike opplysninger, skal forholdet vurderes

under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste av utbredelsen.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis.

18 På det relevante tidspunkt lød verdipapirhandelloven § 17-3:

§ 17-3. Straff

(1) Med bøter eller fengsel inntil seks år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 3-3 første ledd eller § 3-8, jf. forskrift gitt i medhold av denne.

[...]

II Faktum og saksgang

19 Den 25. september 2018 ble F og G tiltalt for markedsmanipulasjon og innsidehandel ved henholdsvis ett salg og ett kjøp av obligasjoner notert på Oslo børs. Oslo tingrett frikjente både F og G. ØKOKRIM anket frifinnelsene inn for den anmodende domstol.

20 Ifølge den anmodende domstol gjelder saken spørsmål om F og G manipulerte obligasjonsmarkedet ved Oslo børs den 19. august 2016 da F, som rådgiver og forvalter for et obligasjonsfond («obligasjonsfondet»), gjennom G, som obligasjonsmegler i et verdipapirforetak («meglerhuset»), solgte en obligasjonspost for obligasjonsfondet pålydende 10 millioner kroner til kurs 77,25 før han den 22. august 2016 kjøpte en større obligasjonspost på 50 millioner kroner til kurs 79,625. Selgeren av posten på 50 millioner kroner ble ikke opplyst om at kjøperen var samme person som hadde solgt posten på 10 millioner kroner fredagen før, den 19. august 2016.

Det norske obligasjonsmarked

21 Oslo børs er det eneste børs og regulerte marked for omsetning av aksjer og obligasjoner i Norge. Både aksjer og obligasjoner kan noteres på Oslo børs. Det er i praksis stor forskjell på hvordan aksjemarkedet og obligasjonsmarkedet fungerer. I aksjemarkedet er det offentlige eierregistre, og løpende kursinformasjon er offentlig tilgjengelig. Transaksjoner med aksjer skjer gjennom børsens systemer, hvor ordrene legges direkte inn, og avtalene inngås anonymt.

22 Obligasjonsmarkedet kan derimot, slik den anmodende domstol beskriver det, karakteriseres som anonymt, lukket, illikvid og lite transparent sammenlignet med aksjemarkedet, siden det ikke eksisterer noe offentlig obligasjonseierregister. Hvem som eier obligasjonene er ikke offentlig tilgjengelig informasjon. Løpende kursinformasjon er ikke tilgjengelig; kun pris og volum på faktisk gjennomførte transaksjoner registreres på Oslo børs. Disse opplysninger må rapporteres til Oslo børs snarest etter at handelen er sluttet den dagen den foretas, selv om de på forespørsel kan

registreres først kl. 16.00. Dette er kjent som «utsatt offentliggjøring». Prisen som rapporteres, vil normalt være en «midtkurs» mellom det selger får betalt for obligasjonen og det kjøper har betalt til megler.

- 23 All handel i foretaksobligasjoner er forhandlingsbasert og skjer som «en-til-en»-transaksjoner. Kjøpere og selgere må bruke megler og tar gjerne kontakt med flere meglerhus for å forhøre seg om handelsinteresser og priser. Meglerne kan få informasjon fra egne kunder og kan diskutere informasjonen med andre meglere i sitt eget meglerhus og via ulike fora, herunder Bloomberg Chat. Meglernes rolle er å få kjøps- og salgsinteresser til å møtes slik at en transaksjon kan gjennomføres.
- 24 Meglernes fortjeneste ligger i differansen mellom kjøps- og salgpris. Hvis megleren gir kjøperen en salgpris som er høyere enn det tilbud selger har gitt til megler, vil denne differanse («marginen») tilfalle megler. Meglernes marginer kan variere, men ligger vanligvis rundt 0,25 % til 0,50 % for «high yield»-obligasjoner.

Tidslinje for de viktigste hendelser

- 25 På det relevante tidspunkt arbeidet F som investeringsrådgiver/fondsforvalter i investeringsrådgivningsselskapet som forvaltet obligasjonsfondet, mens G arbeidet som obligasjonsmegler i meglerhuset.
- 26 Den 27. juni 2014 noterte Oslo børs til sammen 1100 omsettelige obligasjoner, hver pålydende 1 million kroner, utstedt av Beerenberg Holdco II AS («Beerenberg»).
- 27 Beerenberg vedlikeholdt oljeplattformer i Nordsjøen. Våren 2016 skulle en av Beerenbergs viktigste kontrakter, en rammeavtale for vedlikeholdstjenester på Ekofiskfeltet, legges ut på anbud.
- 28 Obligasjonsfondets investeringsstrategi gikk ut på å kjøpe obligasjoner med en prisrabatt i forhold til pålydende som reflekterte risikoen for mislighold. Obligasjonsfondet ville så beholde obligasjonene til forfall eller eventuell innløsning, for å få utbetalt opptjente renter i tillegg til obligasjonens fulle pålydende ved forfall eller innløsning.
- 29 F utarbeidet en analyse som konkluderte med at det på grunnlag av obligasjonsfondets avkastningskrav og estimert risiko for at utstederselskapet kunne misligholde obligasjonen var forsvarlig å betale inntil kurs 90 for Beerenberg-obligasjonen. Analysen var betinget av at Beerenberg fikk fornyet vedlikeholdskontrakten på Ekofisk. Hvis den ikke ble fornyet, konkluderte analysen med at det var forsvarlig å betale inntil kurs 80.
- 30 På dette grunnlag ga F, på vegne av fondets investeringsrådgivere, en investeringsanbefaling til obligasjonsfondet om at det burde investere ytterligere 8,7 millioner euro i Beerenberg-obligasjoner. Denne investeringen ville komme i tillegg til de 1,3 millioner euro som obligasjonsfondet allerede hadde investert i Beerenberg-obligasjoner. Styret i obligasjonsfondet godkjente investeringsanbefalingen den

4. juli 2016 og ga fondets investeringsrådgivere, ved F, mandat til å kjøpe obligasjoner i overensstemmelse med analysen og investeringsanbefalingen.

- 31 Den 8. august 2016 offentliggjorde Beerenberg at selskapet ikke hadde lykkes i å fornye Ekofisk-kontrakten. F anså dette som en god mulighet for obligasjonsfondet til å investere. Beerenberg-obligasjonen hadde ikke vært omsatt siden 23. juni 2016 og 15. juli 2016, da det ble solgt henholdsvis én post pålydende 15 millioner kroner til kurs 86,25, og en annen post pålydende 1 million kroner til kurs 86,50. Det var ingen omsetning av obligasjonen i dagene etter at nyheten om tapet av kontrakten ble sluppet.
- 32 I perioden etter tapet av kontrakten begynte F og G å snakke om muligheten for kjøp av en større post i Beerenberg. Den 15. august 2016 opplyste G til F at han hadde en selger av en stor obligasjonspost på 150 millioner kroner med en prisindikasjon på «low eighties». En prisindikasjon er en ikke-bindende angivelse av ønsket pris. F ga uttrykk for en kjøpsinteresse for 50 millioner kroner på «mid-seventies», det vil si rundt kurs 75.
- 33 Den 16. august 2016 ga F via G et bud på posten på 50 millioner kroner til kurs 74. Budet ledet ikke til noen handel. I en telefonsamtale mellom F og G den 19. august 2016 opplyste G at han i tillegg til selger av posten på 150 millioner kroner hadde en selger av en post på 40 millioner kroner til kurs 82. G opplyste i samme samtale at han hadde en kjøper til en post på 40 millioner kroner til kurs 75, og en kjøper til en post på 10 millioner kroner til kurs 77.
- 34 F foretok deretter to handler i obligasjonen på vegne av obligasjonsfondet. Fredag 19. august 2016 solgte obligasjonsfondet en post på 10 millioner kroner til kurs 77,25 («salgstransaksjonen»). Salgstransaksjonen ble rapportert til Oslo børs med utsatt offentliggjøring samme dag og ble dermed offentliggjort rett etter kl. 16.00. Klokken 15.44 samme dag indikerte F i en telefonsamtale med G vilje til å øke sitt kjøpstilbud fra 74 til 78,50/79 forutsatt at han først fikk et bindende tilbud fra selgeren. Mandag 22. august 2016 økte F sitt bud på posten på 50 millioner kroner fra 74 til 78. Samme dag kjøpte obligasjonsfondet en post på 50 millioner kroner til registrert kurs 79,625 («kjøpstransaksjonen»). Kjøpstransaksjonen ble rapportert til Oslo børs med utsatt offentliggjøring. Fs megler ved begge handlene var G. Selgeren av posten på 50 millioner kroner ble ikke opplyst om at kjøperen var samme person som hadde solgt posten på 10 millioner kroner fredagen før, den 19. august 2016.
- 35 Ifølge den anmodende domstol er det ikke omtvistet at salgstransaksjonen var reell i den forstand at den overførte regning og risiko med full virkning mellom uavhengige parter. Imidlertid er det omtvistet om definisjonen av markedsmanipulering i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt rammer reelle transaksjoner, og om investorers underliggende interesse i transaksjonen er relevant for spørsmålet om hvorvidt det foreligger markedsmanipulering. I denne sammenheng fastslår den anmodende domstol at ØKOKRIM mener at motivet for salgstransaksjonen til kurs 77 var å øke muligheten for å kunne kjøpe en større post obligasjoner til kurs 80 eller lavere, ved å sende et signal til markedet om at det forelå en reell salgsinteresse til kurs 77. Ifølge den anmodende domstol oppga F at motivet var å teste markedet, herunder for å vurdere om det var forsvarlig å øke budet fra 74. F ville blant annet finne

ut om kjøpstilbudet på 10 millioner kroner til kurs 77 som G hadde fortalt ham om, var reelt eller en «bløff».

- 36 Partene har ulikt syn på tolkningen av enkelte sentrale vilkår for å konstatere markedsmanipulering, både etter direktivet og etter nasjonal rett. Den anmodende domstol besluttet derfor å anmode EFTA-domstolen om en rådgivende uttalelse.
- 37 Ved brev 4. juli 2019 fremsatte den anmodende domstol en anmodning etter artikkel 34 i Avtalen mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkningsorgan og en Domstol («ODA-avtalen») til EFTA-domstolen om å avgi en rådgivende uttalelse og underkaste anmodningen fremskyndet behandling etter artikkel 97a i EFTA-domstolens rettergangsordning («rettergangsordningen»). Anmodningen gjaldt følgende spørsmål:

1. Anvendelse av forbudet mot markedsmanipulasjon på reelle transaksjoner

Er det forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt at vilkåret «gir eller kan gi uriktige eller villedende signaler» kan ramme transaksjoner som er reelle, dvs. transaksjoner som overfører regning og risiko med full virkning mellom uavhengige parter?

2. Transaksjoner i strid med reell kjøps- og salgsinteresse

Er det forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt at en handelsordre som avgis eller en transaksjon som gjennomføres og meldes til markedet, med korrekt pris og volum, likevel anses som markedsmanipulasjon, dersom den anses å gi uriktig uttrykk for eller villedende signaler om den reelle kjøps- og salgsinteressen i det aktuelle verdipapiret?

3. Transaksjoner på unormalt eller kunstig nivå

Er det forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at det ved bedømmelsen av om en kurs ligger på et «unaturlig» eller «kunstig» nivå, tas utgangspunkt i de individuelle forutsetningene for investoren(e) som foretar en handelsordre eller transaksjon, slik som for eksempel vedkommende sin investeringsstrategi, verddivurdering av verdipapiret og/eller bedømmelse av markedsbildet (tilbud og etterspørsel), samt en generell forventning om at andre investorer selger og kjøper til beste kurser i samsvar med sin egen reelle kjøps- og salgsinteresse og således for eksempel ikke selger til lavere kurs enn de samtidig er villig til å kjøpe for?

Er det forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at det ved bedømmelsen av om en kurs ligger på et «unaturlig» eller «kunstig» nivå, at det legges til grunn at én enkelt handelsordre eller transaksjon kan anses å etablere et slikt nivå?

I hvilken grad og under hvilke omstendigheter vil en transaksjon i ett papir som ikke handles i en auksjon (mekanisme), men som har kommet til gjennom direkte

forhandlinger mellom to av flere meglerforretninger, kunne sikre kursen, jfr. markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt?

4. *Legitim interesse for transaksjonen eller handelsordren*

Er det forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt å anse som «legitim interesse» i å utføre en transaksjon eller handelsordre som oppfyller vilkårene i første og andre strekpunkt, at den som har utført transaksjonen eller handelsordren ønsket å:

- avdekke andre investorers reelle kjøps- og salgsinteresse,*
- utnytte andre investorers usikkerhet eller mangel på informasjon om den reelle kjøps- og salgsinteresse i markedet, eller*
- avsløre om det foreligger uriktig informasjon om tilbud, etterspørsel eller pris i markedet.*

5. *Spredning av opplysninger*

Er det forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c å anse en opplysning som «spredt» når:

- en investor har gitt opplysningen til megler med sikte på videreformidling til én eller flere andre investorer i markedet, eller*
- når megler faktisk har videreformidlet opplysningen til én eller flere andre investorer i markedet, selv om opplysningen ennå ikke har blitt offentliggjort eller er allment tilgjengelig?*

38 Ved kjennelse avsagt 19. juli 2019 la EFTA-domstolens president til grunn at saken ikke måtte betraktes som en hastesak etter rettergangsordningen artikkel 97a, og avslø derfor den anmodende domstols anmodning om fremskyndet behandling.

39 Det vises til rettsmøterapporten for en mer utførlig redegjørelse for den rettslige ramme, faktum og saksgang og de skriftlige innlegg inngitt til EFTA-domstolen, som bare vil bli nevnt eller drøftet så langt dette er nødvendig for EFTA-domstolens begrunnelse.

III EFTA-domstolens svar

Innledende bemerkninger

40 Innledningsvis bemerker EFTA-domstolen at forbudet mot markedsmisbruk ikke kan tolkes slik at det omfatter enhver handling som griper forstyrrende inn i markedets aktivitet. Markedsmanipulering utgjør en form for misbruk og omfatter som sådan ikke situasjoner som påvirker markedet i uvesentlig grad. Bare handlinger som faktisk medfører en trussel mot finansmarkedenes troverdighet og investorenes tillit til disse markeder, rammes av regelverket om markedsmisbruk. Markedets karakter

vil være relevant ved vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering. Videre definerer direktivet artikkel 1 nr. 2 de elementer som utgjør «markedsmanipulering», med sikte på ensartet harmonisering av EØS-statenes lovgivning om markedsmanipulering (se, for sammenligning, begrunnelsen med hensyn til innsidehandel i dommen i *Spector Photo Group og Van Raemdonck*, C-45/08, EU:C:2009:806, avsnitt 35 og 45, og generaladvokat Kokotts uttalelse i samme sak, EU:C:2009:534, avsnitt 81).

- 41 Som en andre innledende bemerkning påpeker EFTA-domstolen videre at den foreliggende sak gjelder straffesanksjonerte bestemmelser etter nasjonal lovgivning som ble innført i forbindelse med gjennomføringen av direktivet, og dens forbud mot markedsmissbruk. EFTA-domstolen har konsekvent lagt til grunn at bestemmelsene i EØS-avtalen skal tolkes i lys av av grunnleggende rettigheter, herunder prinsippene om uskyldspresumpsjon (se sak E-2/03 *Ásgeirsson*, Sml. 2003 s. 185, avsnitt 23; og sak E-4/11 *Clauder*, Sml. 2011 s. 216, avsnitt 49), og grunnleggende EØS-rettslige prinsipper, herunder prinsippet forutberegnelighet (se forente saker E-10/11 og E-11/11 *Hurtigruten ASA*, Sml. 2012 s. 758, avsnitt 280–281). Den anmodende domstol må ta disse grunnleggende EØS-rettslige prinsipper i betraktning ved vurdering av det strafferettslige ansvar i saken som verserer for den.
- 42 Som en tredje innledende bemerkning viser EFTA-domstolen til at direktivet utfylles av gjennomføringsdirektivene 2003/124/EF med hensyn til definisjonen av markedsmanipulering og 2004/72/EF med hensyn til gjeldende markedspraksis. Artikkel 4 i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF fastsetter en ikke-uttømmende liste over signaler som bør tas i betraktning ved vurdering av om transaksjoner eller handelsordrer utgjør markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a.
- 43 Det er i lys av disse innledende bemerkninger og funn at de forelagte spørsmål vil bli undersøkt etter EØS-retten.

Det første og andre spørsmål

- 44 Ved sitt første spørsmål spør den anmodende domstol om transaksjoner som er reelle i den forstand at de overfører regning og risiko med full virkning mellom uavhengige parter, omfattes av definisjonen av markedsmanipulering i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt. Partene i saken synes ikke å bestride at den aktuelle transaksjon i så måte må betraktes som en reell transaksjon.
- 45 Det andre spørsmål gjelder om transaksjoner som er gjennomført og meldt med korrekt pris og volum, kan anses som markedsmanipulering hvis de gir uriktige eller villedende signaler etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt med hensyn til den «reelle interesse» bak slike transaksjoner.
- 46 Gitt den nære forbindelse mellom en reell transaksjon og gjennomføringen og den korrekte melding av slike transaksjoner, vil EFTA-domstolen behandle disse problemstillinger samlet i sitt svar på det første spørsmål og første delspørsmål av det andre spørsmål. EFTA-domstolen vil så behandle spørsmålet om den «reelle interesse»

bak en transaksjon er relevant for å vurdere om en transaksjon gir uriktige eller villedende signaler.

- 47 Når det gjelder klassifiseringen av en reell transaksjon som er meldt korrekt, fastsetter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt at markedsmanipulering forekommer når det gjennomføres transaksjoner eller gis handelsordrer som gir eller kan gi uriktige eller villedende signaler om tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen på finansielle instrumenter. Etter sin ordlyd utelukker ikke artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt reelle og korrekt meldte transaksjoner fra sitt virkeområde.
- 48 Det samme gjelder når artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt leses i sammenheng med artikkel 1 nr. 2 i sin helhet og med den rettslige ramme som gjelder markedsmanipulering, særlig gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF. Andre strekpunkt i direktivet artikkel 1 nr. 2 andre ledd fastsetter at «kjøp eller salg av finansielle instrumenter ved børsens stengetid slik at investorer som handler på grunnlag av sluttkursen villedes», utgjør markedsmanipulering. Det følger av dette at reelle, utførte og korrekt meldte transaksjoner kan gi villedende signaler.
- 49 Videre er et av direktivets fremste formål å sikre finansmarkedenes troverdighet og styrke investorenes tillit til disse markeder. Et slikt formål ville bli undergravd om reelle transaksjoner ikke omfattes av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt (se betraktning 12 i direktivet, jf. dommen i *IMC Securities*, C-445/09, EU:C:2011:459, avsnitt 29).
- 50 Endelig fastsetter artikkel 4 i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF en ikke-uttømmende liste over signaler som bør tas i betraktning ved vurdering av om transaksjoner eller handelsordre utgjør markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a. Disse signaler skiller ikke mellom transaksjoner ut fra om de er reelle eller ikke, og kan like gjerne gjelde begge transaksjontyper, bortsett fra transaksjonene fastsatt i artikkel 4 bokstav c og f, som begrenset til henholdsvis transaksjoner som ikke medfører endringer i egentlig eiendomsrett, og handelsordre.
- 51 Dermed er reelle, korrekt meldte transaksjoner ikke utelukket fra virkeområdet for forbudet mot markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt. Slike transaksjoner kan i prinsippet gi uriktige eller villedende signaler om tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen på finansielle instrumenter. Dette kan for eksempel forekomme når slike transaksjoner utføres ved børsens stengetid, eller der transaksjoner som utføres, omfatter motsatte posisjoner i et kort tidsrom, som identifisert i signalet fastsatt i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4 bokstav d.
- 52 Ved vurdering av om en transaksjon utgjør markedsmissbruk etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, er imidlertid ikke det avgjørende spørsmål om transaksjonen kan anses som «reell», men om en «reell transaksjon» kan anses som manipulerende fordi den oppfyller kriteriene i denne bestemmelse.

- 53 I denne sammenheng viser EFTA-domstolen til at vurderingen av om en transaksjon «gir eller kan forventes å gi» «uriktige» eller «villedende» signal, må ta utgangspunkt i den virkning transaksjonen har på markedet. Denne virkning må særlig analyseres i lys av de markedsvilkår som gjelder for et finansielt instrument. En transaksjon som i ett marked kan gi et «uriktig» eller «villedende» signal, kan ha liten eller ingen påvirkning på et annet marked. I et likvid marked som kjennetegnes av rikelig tilbud og etterspørsel og et stort antall transaksjoner, vil det for eksempel være mindre sannsynlig at en transaksjon sender et «uriktig» eller «villedende» signal, enn i et illikvid marked med lite tilbud og etterspørsel og et lite antall transaksjoner. Dermed har kjennetegnene ved markedet betydning for den juridiske vurdering av hva som utgjør markedsmanipulering i en bestemt sak.
- 54 En «reell transaksjon» medfører imidlertid endringer i den egentlige eiendomsrett, og innebærer spesielt overføring av risikoen knyttet til det aktuelle finansielle instrument. Ved fastsettelse av terskelen for at en reell transaksjon skal rammes av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, må det tas hensyn til behovet for å hindre en tolkning og anvendelse som avskrekker markedsdeltakere fra å engasjere seg i normal markedsaktivitet og transaksjoner i finansielle instrumenter som ikke medfører en trussel mot markedets troverdighet eller investorenes tillit. Da ville virkeområdet for forbudet mot markedsmanipulering gå lenger enn det som er hensiktsmessig og nødvendig for å nå direktivets mål (se betraktning 2 og 12 i direktivet, jf. dommen i *Spector Photo Group* og *Van Raemdonck*, som omtalt over, avsnitt 46). En ubalansert tilnærming i denne sammenheng vil kunne medføre redusert effektivitet i markedet og gjøre det vanskeligere å skaffe kapital.
- 55 Ved sitt andre spørsmål spør den anmodende domstol i hovedsak om den «reelle interesse» bak en transaksjon som er utført og korrekt meldt, er relevant for å vurdere om transaksjonen gir uriktige eller villedende signaler. EFTA-domstolen peker på at selv om spørsmålet viser til begrepet «uriktig uttrykk», forstår EFTA-domstolen spørsmålet slik at det gjelder begrepet «uriktige eller villedende signaler» etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a.
- 56 Spørsmålet gjelder egentlig et subjektivt element – intensjonen bak eller målet med å kjøpe eller selge det aktuelle finansielle instrument.
- 57 I denne sammenheng peker EFTA-domstolen på at direktivet artikkel 1 nr. 2 harmoniserer de elementer som er nødvendige for å fastslå om markedsmanipulering har funnet sted, herunder de som er angitt i artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt. Ved en bokstavtolkning av ordlyden – «transaksjoner» som «gir» «uriktige» eller «villedende» «signaler» – er det klart at det ikke kreves noe subjektivt faktor for å komme til at en transaksjon eller handelsordre utgjør markedsmanipulering. Dermed er det ikke noen subjektivt faktor, og heller ingen «reell interesse», blant de elementer som inngår i definisjonen av markedsmanipulering i artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt.
- 58 Dette er i samsvar med logikken bak definisjonen av markedsmanipulering, som tar utgangspunkt i markedsdeltakernes atferd, ikke deres intensjon eller mål (se forklarende

memorandum til Kommisjonens forslag til direktiv COM(2001) 281 final). Forsett er ikke et nødvendig element og er unødvendig for å komme til at det foreligger markedsmanipulering. Det er tilstrekkelig at de nødvendige elementer i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt er til stede.. Tilsvarende følger det av harmoniseringen at subjektive faktorer som forsett ikke i seg selv er tilstrekkelig for å kunne komme til at det foreligger markedsmanipulering etter artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt.

- 59 Videre bør det pekes på at for å kunne fastslå om markedsmanipulering har funnet sted, dvs. om de nødvendige elementer er til stede, må det tas hensyn til eksemplene fastsatt i direktivet artikkel 1 nr. 2 andre ledd og gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4. EFTA-domstolen viser til at eksemplene på slike signaler bygger på objektive uttrykk, slik som «en betydelig andel av den daglige mengde» og «betydelige endringer i kursen til et finansielt instrument». EFTA-domstolen viser også til at «kjøp eller salg av finansielle instrumenter ved børsens stengetid slik at investorer som handler på grunnlag av sluttkursen villedes», i det minste som eksempel, kan tolkes som uttrykk for en persons strategi, som dermed avdekker vedkommendes subjektive vurderinger. Imidlertid er dette alene ikke tilstrekkelig til å fastslå at det foreligger en subjektiv faktor bak de aktuelle materielle bestemmelser, særlig siden lovgivningen tar sikte på å ta hensyn til virkningene av slike handlinger.
- 60 Det må imidlertid pekes på at listen over signaler i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4 ikke er uttømmende. En vedkommende nasjonal myndighet eller en domstol er derfor i prinsippet ikke avskåret fra å komme til at et subjektivt forhold, som en «reell interesse» i å kjøpe eller selge, tyder på at elementene i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt foreligger. Imidlertid er eksistensen av «reell interesse» ikke en nødvendig forutsetning for å fastslå om markedsmanipulering har funnet sted. Det som derimot er nødvendig, er en vurdering av resultatene av transaksjonen og virkningene av den, som må analyseres i sammenheng med de markedsvilkår som gjelder for det aktuelle finansielle instrument. Gitt reelle transaksjoners særskilte kjennetegn, må den nasjonale myndighet ta hensyn til alle signaler og indikasjoner som forekommer fra det tidspunkt transaksjonen er gjennomført, hvorav det første er melding av pris. Vurderingen av om den er «uriktig» eller «villedende», må gjøres blant annet på grunnlag av påfølgende atferd, herunder eventuelle påfølgende transaksjoner. Selv om subjektive elementer som «reell interesse» ikke i seg selv er et nødvendig eller tilstrekkelig element for å komme til at det foreligger markedsmanipulering, kan de tas i betraktning av en nasjonal vedkommende myndighet eller domstol ved vurderingen. Likevel vil en konklusjon om at det foreligger markedsmanipulering etter artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, alltid forutsette at de objektive elementer fastsatt i første strekpunkt, er til stede.
- 61 Svaret på det første og andre spørsmål er dermed at transaksjoner som er utført, der regning og risiko er overført med full virkning mellom uavhengige parter, og som er korrekt meldt til markedet, vil kunne gi uriktige eller villedende signaler om tilbud av, etterspørsel etter eller pris på finansielle instrumenter etter direktiv artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt. En vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, må

baseres på objektive elementer og en vurdering av resultatene av transaksjonene og virkningen av dem. Ved vurdering av om en transaksjon gir uriktige eller villedende signaler, kan imidlertid den aktuelle reelle kjøps- og salgsinteresse underbygge en konklusjon om at slike objektive faktorer foreligger.

Det tredje spørsmål

- 62 Ved sitt tredje spørsmål om direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, spør den anmodende domstol i hovedsak først om investorenes individuelle forutsetninger kan tas i betraktning ved vurdering av om kursen ligger på et unormalt eller kunstig nivå; dernest om én enkelt transaksjon kan etablere et slikt nivå; og for det tredje i hvilken grad og under hvilke omstendigheter én enkelt transaksjon som har funnet sted i en ordning som ikke er basert på auksjon, men som har kommet til gjennom direkte forhandlinger mellom meglere, kan anses å sikre kursen i henhold til samme strekpunkt.
- 63 Andre strekpunkt i direktivet artikkel 1 nr. 1 bokstav a fastsetter at markedsmanipulering forekommer når én person eller flere personer i fellesskap har gjennomført transaksjoner eller handelsordre som sikrer kursen til ett eller flere finansielle instrumenter på et unormalt eller kunstig nivå.
- 64 Verken direktivet eller dets gjennomføringsdirektiver gir definisjoner av begrepene «unormal» eller «kunstig», eller spesifikk veiledning med hensyn til hva som menes med å sikre kursen. Dette inkluderer det faktum, som Kommisjonen med rette har anført, at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt ikke sier noe om hvor mange transaksjoner som trengs for å sikre kursen.
- 65 Når det gjelder første del av tredje spørsmål, om investorers individuelle forutsetninger kan tas i betraktning ved vurdering av om kursen ligger på et unormalt eller kunstig nivå, erkjenner EFTA-domstolen at det kan være vanskelig for den anmodende domstol å påvise at kursen har blitt sikret på et unormalt eller kunstig nivå i forbindelse med én enkelt og forhandlingsbasert transaksjon. Dette er spesielt tilfelle i saker som den hovedsaken gjelder, der det aktuelle finansielle instrument ikke har vært omsatt på lang tid, noe som har ført til mangel på relevante kursreferanser.
- 66 Dette innebærer videre at en objektiv vurdering av det sikrede kursnivå, det vil si en vurdering av om kursnivået er unormalt eller kunstig, kan ikke erstattes med en vurdering basert på subjektive elementer som investorenes forutsetninger og strategi. Blant de nødvendige elementer i ordlyden i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, er ingen subjektive faktorer slik som individuelle forutsetninger for investorer som gjennomfører en transaksjon. I tillegg må den spesielle vurdering av elementene «unormal» eller «kunstig» baseres på objektive forhold med hensyn til det relevante marked og det aktuelle finansielle instrument.
- 67 Det er ikke mulig å konkludere med at det har forekommet markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt uten å påvise kursnivået. Ved å åpne for at subjektive faktorer spesifikke for en investor skal kunne være avgjørende ved vurderingen av om kursnivået var unormalt eller kunstig, vil også

markedstransaksjoner som ikke nødvendigvis krenker den interesse som direktivet skal beskytte, kunne bli rammet (jf. dommen i *Spector Photo Group og Van Raemdonck*, som omtalt over, avsnitt 46).

- 68 Svaret på første del av tredje spørsmål blir dermed at det ikke er forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at det ved bedømmelsen av om en kurs ligger på et «unormalt» eller «kunstig» nivå, tas utgangspunkt i de individuelle forutsetninger for investoren som utfører transaksjonen.
- 69 Når det gjelder andre og tredje del av tredje spørsmål, må det ved vurdering av om kursnivået som etableres ved én transaksjon eller handelsordre eller ved transaksjoner som har kommet til gjennom forhandlinger, er «unormalt eller kunstig», tas hensyn til direktivets formål. I denne sammenheng bør man ha i tankene at oppnåelsen av målene om å sikre markedstroverdighet og styrke investorenes tillit blant annet avhenger av at investorene stilles på lik linje og beskyttes mot urettmessig bruk av innsideinformasjon og kursmanipulering (jf. dommen i *Spector Photo Group og Van Raemdonck*, som omtalt over, avsnitt 47, og dommen i *IMC Securities*, som omtalt over, avsnitt 27). Disse formål ville blitt undergravd om atferd kunne falle utenfor direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, og dermed også utenfor forbudet mot markedsmanipulering i artikkel 5, bare fordi den ga opphav til én enkelt transaksjon og én enkelt notering uten at kursen på det aktuelle finansielle instrument opprettholdes på et unormalt eller kunstig nivå i mer enn en viss tid (jf. dommen i *IMC Securities*, som omtalt over, avsnitt 29). Dermed kan enkelttransaksjoner i prinsippet sikre kursen på et unormalt eller kunstig nivå i henhold til artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt.
- 70 Kursen ville blitt sikret etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt hvis prisen på en transaksjon, som salgstransaksjonen i den foreliggende sak, har en avgjørende betydning for den pris som avtales i påfølgende transaksjoner, som kjøpstransaksjonen i dette tilfelle.
- 71 Etter artikkel 9 får direktivet anvendelse på ethvert finansielt instrument som handles på et regulert marked i en EØS-stat. Når det gjelder definisjonen av markedsmanipulering, fastsetter ikke direktivet og gjennomføringsdirektivene noe skille eller annen kategorisering ut fra typen regulert marked, finansielt instrument eller likviditeten i et bestemt marked eller for et bestemt finansielt instrument. Følgelig må begge eksempler avledet fra kjernedefinisjonen av markedsmanipulering i artikkel 1 nr. 2 bokstav a til c fastsatt i direktivet artikkel 1 nr. 2 andre ledd, og signalene nevnt i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4, tas i betraktning ved vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering. Dette gjelder uten hensyn til typen marked og finansielt instrument. Deres relevans for vurderingen kan ikke utelukkes bare med henvisning til at den aktuelle atferd kun omfatter én eller et par transaksjoner. Det er den anmodende domstol som må anvende eksemplene og signalene fastsatt i direktivet og gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF på de faktiske forhold i saken og fastslå om et eller flere av eksemplene og signalene er relevante for vurderingen av mulig markedsmanipulering.

- 72 Det må huskes på at signalene nevnt i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4 ikke er uttømmende og ikke i seg selv er tilstrekkelig til å fastslå om det foreligger markedsmanipulering. Når det gjelder direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, og nærmere bestemt spørsmålet om å sikre kursen, er objektive faktorer ved vurdering av markedsmanipulering for eksempel det aktuelle markeds art og type, herunder typen og prisen på det finansielle instrument som handles i markedet, om markedet er preget av lav likviditet i handelen (både generelt og med hensyn til det aktuelle finansielle instrument), samt den informasjon som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, herunder de metoder som brukes for å informere om handler.
- 73 F og G hevder at det ikke er mulig å sikre kursen etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt uten å kontrollere prisen på det aktuelle finansielle instrument, enten gjennom markedsrett eller gjennom samarbeid og samordnet praksis. Faktorer som stor markedsrett, som kan være resultat av samordnet praksis, samarbeid og hyppige og store transaksjoner, kan legge til rette for manipulering. Slike faktorer er imidlertid ikke en forutsetning for anvendelsen av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt. Bestemmelsen kan i prinsippet omfatte kurssikring gjennom en enkeltransaksjon uten at kursen trenger å sikres for en viss tid (jf. dommen i *IMC Securities*, som omtalt over, avsnitt 29).
- 74 Det er den anmodende domstol som må fastslå, i lys av faktum i hovedsaken, hvilke signaler og faktorer som er relevante for en objektiv vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, vurdere hvordan de forholder seg til hverandre, og fastslå om de kan føre til at kursen har blitt sikret på et «unormalt» eller «kunstig» nivå. I den utstrekning den anmodende domstol anser ett eller flere av signalene nevnt i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4 som relevante for sin vurdering, viser EFTA-domstolen i denne sammenheng til at flere av signalene i nevnte bestemmelse ikke bare forutsetter at det har funnet sted en kursendring. Denne kursendring må være «vesentlig» for at kursen skal kunne anses som «unormal» eller «kunstig». I lys av tvisten i hovedsaken, som gjelder et verdipapir preget av lav handelslikviditet i et marked der løpende kursinformasjon mangler, er de relevante faktorer for vurderingen for eksempel sammenligninger med tidligere meldte kurser og endringer i handels- og markedsforhold knyttet til det aktuelle marked og det aktuelle finansielle instrument og dets utsteder. For dette formål kan det også være relevant med en kursanalyse utført før transaksjonen ble gjennomført, med beskrivelse av kursforventninger om markedsforhold.
- 75 Svaret på andre del av det tredje spørsmål er dermed at det er mulig å fastslå om en kurs er «unormal» eller «kunstig» i henhold til direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt på grunnlag av én enkeltransaksjon. Det er den anmodende domstol som må vurdere og fastslå hvilke signaler og faktorer som er relevante for vurderingen. Slike faktorer kan være sammenligninger med tidligere meldte kurser og endringer i handels- og markedsforhold, i forhold både til det aktuelle marked og til det finansielle instrument og dets utsteder.

- 76 Svaret på tredje del av det tredje spørsmål er dermed at kursen kan sikres etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt i en transaksjon med et verdipapir som ikke handles i en auksjonsmekanisme, men som har kommet til gjennom direkte forhandlinger mellom to av flere meglerhus, som i den foreliggende sak. Det er den anmodende domstol som i lys av faktum i hovedsaken må fastslå om kursen har blitt sikret, ved vurdering av faktorer som det aktuelle markedes art og type, herunder typen og prisen på det finansielle instrument som handles i markedet, om markedet og det aktuelle finansielle instrument er preget av lav likviditet i handelen, samt den informasjon som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, herunder de metoder som brukes for å informere om handler.

Det fjerde spørsmål

- 77 Ved sitt fjerde spørsmål spør den anmodende domstol om visse grunner knyttet til avdekking av markedsbildet om tilbud av, etterspørsel etter og pris på et finansielt instrument, eller utnyttelse av andre investorers usikkerhet i så måte, kan utgjøre legitime grunner i henhold til i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd.

Spørsmålet om anmodningen kan behandles

- 78 F og G hevder at det fjerde spørsmål må avvises siden ingen av dem har påberopt seg at unntaket fastsatt i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd, får anvendelse i saken for den anmodende domstol siden det ikke finnes noen akseptert markedspraksis som er offentliggjort eller på annen måte bekjentgjort av en vedkommende myndighet. Dermed er spørsmålet rent hypotetisk og bør som sådan avvises.
- 79 EFTA-domstolen viser til at ODA-avtalen artikkel 34 har til formål å etablere samarbeid mellom EFTA-domstolen og de nasjonale domstoler. Hensikten er å sikre ensartet tolkning av EØS-retten ved å bistå nasjonale domstoler i EFTA-statene når de skal anvende EØS-rettslige bestemmelser i saker som er brakt inn for dem (se sak E-18/11 *Irish Bank*, Sml. 2012 s. 592, avsnitt 53 og 54, og rettspraksis som det vises til der; og sak E-21/16 *Pascal Nobile*, Sml. 2017 s. 554, avsnitt 23, og rettspraksis som det vises til der).
- 80 Det er fast rettspraksis at spørsmål om tolkningen av EØS-rett som forelegges av nasjonale domstoler har en presumsjon om relevans. Det er den nasjonale domstol som må avgjøre faktum og den rettslige sammenheng i saken den har til behandling, og derfor må bestemme hvilke spørsmål som skal forelegges EFTA-domstolen. Følgelig kan EFTA-domstolen bare avstå fra å besvare et spørsmål fra en nasjonal domstol når det er åpenbart at tolkningen av EØS-retten som søkes, ikke har noen relevans for sakens faktiske forhold eller formål, når problemet er hypotetisk, eller når EFTA-domstolen ikke har de faktiske eller rettslige grunnlag som kreves for å kunne gi et nyttig svar på spørsmålene som er forelagt (se *Pascal Nobile*, som omtalt over, avsnitt 24).
- 81 I den foreliggende sak må det nevnes at selv om F og G ikke har påberopt seg de nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre

ledd som svar på tiltalen om markedsmanipulering, har F imøtegått ØKOKRIMs påstander. ØKOKRIM har hevdet at F hadde til hensikt å manipulere markedet. F har hevdet at det reelle motiv var å teste markedet og særlig avdekke om det fantes kjøpere til den aktuelle obligasjon, og hvilken pris andre interesserte kjøpere var villige til å betale for obligasjonene. Den anmodende domstol har spurt om disse begrunnelser, som anført av F, kan utgjøre «legitime grunner» etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd. EFTA-domstolen har derfor kommet til at det ikke er åpenbart at den tolkning av EØS-retten som søkes, ikke har noen tilknytning til de faktiske forhold i hovedsaken eller dennes formål, problemet er ikke hypotetisk, og EFTA-domstolen har de faktiske og rettslige opplysninger som kreves for å kunne gi et nyttig svar på spørsmålet forelagt. Spørsmålet har sin bakgrunn i argumenter knyttet til den aktuelle transaksjon som F utvetydig har fremsatt, selv om F ikke har påstått at transaksjonen kommer inn under direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd. Videre merker EFTA-domstolen seg at både ESA og Kommisjonen har anført for EFTA-domstolen at mangelen på en formell definisjon av akseptert markedspraksis ikke vil være til hinder for at partene kan påberope seg direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd. Følgelig legger EFTA-domstolen til grunn at det fjerde spørsmål om tolkningen av «legitime grunner», kan besvares.

De materielle forhold

- 82 EFTA-domstolen peker på at den anmodende domstol viser til «legitime interesser» for å utføre en transaksjon etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd. EFTA-domstolen bemerker også at den norske oversettelse av direktivet viser til «rettmessige grunner». Uten hensyn til disse terminologiske variasjoner forstår EFTA-domstolen at det fjerde spørsmål gjelder «legitime grunner» for å utføre en transaksjon.
- 83 Etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd vil en transaksjon som ellers ville falle inn under første eller andre strekpunkt i artikkel 1 nr. 2 bokstav a, ikke utgjøre markedsmanipulering hvis investoren kan godtgjøre at grunnene for transaksjonen er legitime og transaksjonen er i samsvar med akseptert markedspraksis på det aktuelle regulerte marked.
- 84 Etter sin ordlyd er det klart at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd setter to vilkår for å kunne komme til anvendelse. Transaksjoner eller handelsordre må utføres av legitime grunner og må være i samsvar med akseptert markedspraksis. Artikkel 1 nr. 5 definerer akseptert markedspraksis som praksis «som med rimelighet kan forventes på ett eller flere finansmarkeder, og som godtas av vedkommende myndighet ...».
- 85 Når det gjelder vilkåret om akseptert markedspraksis, følger det av direktivet artikkel 11 og 12 at vedkommende myndigheter må være gitt all nødvendig tilsynsmyndighet for å sikre anvendelsen av direktivet, noe som omfatter vurderingen av markedspraksis. Etter direktivet artikkel 12 nr. 2 bokstav e kan en vedkommende myndighet kreve opphør av visse former for praksis, mens gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF artikkel 2 nr. 2 tillater vedkommende myndighet å godta «ny og framvoksende praksis». Følgelig kan det etter direktivet og gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF komme praksis på markedet som senere kan bli godtatt av vedkommende myndighet. Det er for den

anmodende domstol å vurdere og fastslå om det foreligger en akseptert markedspraksis som gjelder markedet og det aktuelle finansielle instrument.

- 86 Anvendelse av unntaket i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd krever i tillegg at grunnene for transaksjonen må være legitime. Imidlertid inneholder ikke direktivet noen definisjoner eller retningslinjer med hensyn til hva som utgjør en legitim grunn.
- 87 Selv om vilkåret om akseptert markedspraksis av natur er objektivt, gjelder vilkåret om legitime grunner som er spesifikke for den aktuelle investor, herunder målet med eller motivet for transaksjonen eller handelsordren. Som Kommisjonen med rette har påpekt, er det ikke en persons legitime grunner som må være i samsvar med akseptert markedspraksis, men transaksjonen eller handelsordren, basert på disse grunner.
- 88 Grunnene for å utføre en handel, som å avdekke andre investorers reelle kjøps- eller salgsinteresse, å utnytte andre investorers usikkerhet eller mangel på informasjon om den reelle kjøps- og salgsinteresse i markedet, eller å avdekke om det foreligger uriktig informasjon om tilbud, etterspørsel eller pris i markedet, ved første øyekast ikke i seg selv er illegitime. De må videre vurderes i sammenheng med investorens atferd sett under ett, herunder relevant påfølgende atferd. Som nevnt i betraktning 20 i direktivet, kan det fortsatt iverksettes sanksjoner hvis det er andre «urettmessig[e] årsak[er] til transaksjonene».
- 89 Videre, selv om dagens lovverk om markedsmanipulering ikke inneholder noen definisjon eller forklaring på legitime grunner, gir direktivet indikasjoner på hvilke grunner som ikke kan anses som legitime etter artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd.
- 90 Hvis grunnene for en transaksjon eller handelsordre beviselig er i strid med direktivets mål om å sikre markedets troverdighet eller investorenes tillit, kan de ikke utgjøre legitime grunner etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd. Det er den anmodende domstol som i lys av ovennevnte betraktninger må vurdere grunnene investoren har anført, og avgjøre om de utgjør grunner som er legitime etter artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd.
- 91 Svaret på det fjerde spørsmål er dermed at grunner knyttet til avdekking av markedsbildet med hensyn til tilbud av, etterspørsel etter og pris på et finansielt instrument, eller utnyttelse av andre investorers usikkerhet i denne sammenheng, i prinsippet kan utgjøre legitime grunner etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd forutsatt at de ikke er i strid med direktivets formål. Dette er det den nasjonale domstol som må vurdere i lys av investorens atferd sett under ett. Det er også den nasjonale domstol som må vurdere om det foreligger en akseptert markedspraksis som gjelder for det aktuelle marked og finansielle instrument- Både vilkåret om legitim grunn og transaksjonens samsvar med en akseptert markedspraksis, må være oppfylt for at en investor skal kunne påberope seg artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd.

Det femte spørsmål

- 92 Ved sitt femte spørsmål spør den anmodende domstol om opplysningen kan anses å være spredt i den forstand direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav c bruker ordet når en investor har gitt opplysningen til en megler med sikte på videreformidling til én eller flere andre investorer i markedet, eller megleren faktisk har videreformidlet opplysningen til én eller flere andre investorer i markedet, selv om opplysningen ennå ikke har blitt offentliggjort eller er allment tilgjengelig.
- 93 Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c fastsetter at det er markedsmanipulering når opplysningen er spredt gjennom mediene, herunder Internett, eller på annen måte, og opplysningene gir eller sannsynligvis vil gi uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder gjennom spredning av rykter og uriktige eller villedende nyheter, når personen som har spredt opplysningene, visste eller burde ha visst at opplysningene var uriktige eller villedende.
- 94 Definisjonen av markedsmanipulering i direktivet artikkel 1 nr. 2 følger en struktur som grovt sett faller i to kategorier. Mens direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a gjelder manipulering basert på transaksjoner eller handelsordrer, gjelder artikkel 1 nr. 2 bokstav c manipulering basert på spredning av informasjon. Det enkle faktum at en transaksjon har funnet sted og dette blir kjent i markedet, kan ikke i seg selv utgjøre spredning av informasjon. På samme måte som manipulering basert på transaksjoner er manipulering basert på spredning av informasjon avhengig av en virkning på det aktuelle marked.
- 95 I direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c er begrepet «spredning» nærmere presisert med «gjennom mediene [...] eller på annen måte». Uttrykket «på annen måte» kan ikke leses isolert til å omfatte alle typer kommunikasjon, som direkte kommunikasjon mellom en megler og en handler (eller «trader»), men må leses i sammenheng med begrepet «mediene». Dette innebærer at opplysningene må være spredt til et bredere publikum på en måte som får virkning på markedet. Videre bør «på annen måte» anses å vise hovedsakelig til kommunikasjonsmidler som kan sammenlignes med mediene, som forumer eller plattformer. Dermed innebærer spredning av informasjon etter artikkel 1 nr. 2 bokstav c at informasjonen må ha blitt spredt i bredere forstand enn i en normal informasjonsutveksling i forbindelse med en potensiell transaksjon, der opplysninger om kjøps- eller salgsinteresser eller handelsordre gis gjennom en megler.
- 96 Legges en annen tolkning til grunn, vil meglere kunne bli forhindret fra å gi informasjon til investorer som ledd i ordinær forretningsdrift, med den virkning at markedsaktørene ville avstå fra å gi og samle informasjon om tilbud og etterspørsel etter finansielle instrumenter, noe som etter hvert ville skade markedets likviditet og effektivitet. Selv om det å beskytte finansmarkedenes troverdighet og investorenes tillit mot mulig markedsmissbruk er blant direktivets fremste mål, kan disse mål følgelig ikke føre til en tolkning av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c som er så vid at den rammer den enkelte opplysning som utveksles i forbindelse med mulige transaksjoner, som den hovedsaken gjelder.

- 97 Svaret på det femte spørsmål er dermed at det ikke er forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c å anse opplysninger som spredt når en investor, som i en situasjon som den hovedsaken gjelder, har gitt informasjon om en mulig transaksjon til en megler med sikte på videreformidling til én eller flere andre investorer i markedet, eller megleren faktisk har videreformidlet opplysningen.

IV Saksomkostninger

- 98 Omkostninger som er påløpt for Den tsjekkiske republikk, ESA og Kommisjonen, som har inngitt innlegg for EFTA-domstolen, kan ikke kreves dekket. Ettersom foreleggelsen for EFTA-domstolen utgjør ledd i behandlingen av saken som står for den nasjonale domstol, ligger det til denne domstol å ta en eventuell avgjørelse om saksomkostninger for partene.

På dette grunnlag avgir

EFTA-DOMSTOLEN

som svar på spørsmålene forelagt den av Borgarting lagmannsrett, følgende rådgivende uttalelse:

- 1. Transaksjoner som er utført, der regning og risiko er overført med full virkning mellom uavhengige parter, og som er korrekt meldt til markedet, vil kunne gi uriktige eller villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris på finansielle instrumenter etter direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt. En vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering etter direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, må baseres på objektive faktorer og en vurdering av resultatene av transaksjonene og virkningen av dem. Ved vurdering av om en transaksjon gir uriktige eller villedende signaler, kan imidlertid den aktuelle reelle kjøps- og salgsinteresse underbygge en konklusjon om at slike objektive faktorer foreligger.**
- 2. Det er ikke forenlig med direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at det ved bedømmelsen av om en kurs ligger på et «unormalt» eller «kunstig» nivå, tas utgangspunkt i de individuelle forutsetninger for investoren som utfører handelsordren eller transaksjonen.**

Om en kurs er «unormal» eller «kunstig» etter direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt kan fastslås på grunnlag av én enkelt handelsordre eller transaksjon. Det er den anmodende domstol som må vurdere og fastslå hvilke signaler og faktorer som er relevante for denne vurdering. Slike faktorer kan være sammenligninger med tidligere meldte kurser og endringer i handels- og markedsforhold, i forhold både til det aktuelle marked og til det finansielle instrument og dets utsteder.

Kursen kan sikres i henhold til direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt i en transaksjon med et verdipapir som ikke handles i en auksjonsmekanisme, men som har kommet til gjennom direkte forhandlinger mellom to av flere meglerhus. Det er den anmodende domstol som må fastslå om kursen har blitt sikret, ved vurdering av faktorer som det aktuelle markeds art og type, herunder typen og prisen på det finansielle instrument som handles i markedet, om markedet og det aktuelle finansielle instrument er preget av lav likviditet i handelen, samt den informasjon som er tilgjengelig for

markedsdeltakerne, herunder de metoder som brukes for å informere om handler.

3. Grunner knyttet til avdekking av markedsbildet med hensyn til tilbud av, etterspørsel etter og pris på et finansielt instrument, eller utnyttelse av andre investorers usikkerhet i denne sammenheng, kan i prinsippet utgjøre legitime grunner i henhold til i direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd. Dette forutsetter at de ikke er i strid med direktivets formål. Dette er det den nasjonale domstol som må vurdere i lys av investorens atferd sett under ett. Det er også den nasjonale domstol som må vurdere om det foreligger en akseptert markedspraksis, som gjelder for det aktuelle marked og finansielle instrument. Både vilkåret om legitim grunn og transaksjonens samsvar med en akseptert markedspraksis, må være oppfylt for at en investor skal kunne påberope seg artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre ledd.
4. Det er ikke forenlig med direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav c å anse opplysninger som spredt når en investor, som i en situasjon som den hovedsaken gjelder, har gitt informasjon om en mulig transaksjon til en megler med sikte på videreformidling til én eller flere andre investorer i markedet, eller megleren faktisk har videreformidlet opplysningen.

Páll Hreinsson

Per Christiansen

Bernd Hammermann

Avsagt i åpen rett i Luxembourg, den 4. februar 2020.

Ólafur Jóhannes Einarsson
Justissekretær

Per Christiansen
Fungerende president