



RETTSMØTERAPPORT 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 sak for denne domstol mellom

F og G

om tolkningen i europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmisbruk).

I Innledning

1. Ved brev 4. juli 2019, registrert ved EFTA-domstolen 5. juli 2019, fremsatte Borgarting lagmannsrett en anmodning om rådgivende uttalelse i en sak som står for lagmannsretten mellom Statsadvokatene ved ØKOKRIM, som ankende part («den ankende part»), og F og G, som ankemotparter («ankemotpartene»).
2. Saken for den anmodende domstol gjelder tolkningen av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmisbruk) («direktivet») og visse supplerende rettsakter fra Kommissjonen som er innlemmet i EØS-avtalen som nr. 29a, 29d og 29f i vedlegg IX (Finansielle tjenester) ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004, 103/2004 og 149/2004.

II Rettslig bakgrunn

EØS-rett

3. Direktivet ble innlemmet i avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde («EØS-avtalen») ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004 av 23. april 2004 (EUT 2004 L 277, s. 7), som tok det inn som nytt nr. 29a i vedlegg IX (Finansielle tjenester).
4. 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.

5. 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.

6. 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.

7. 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.

8. Betragtning 21 i direktivet lyder:

Vedkommende myndighet kan gi retningslinjer for spørsmål som omhandles i dette direktiv, f.eks. definisjon av innsideinformasjon i forbindelse med råvarederivater eller gjennomføringen av definisjonen av gjeldende markedspraksis i forbindelse med definisjonen av markedsmanipulering. Disse retningslinjene bør være i samsvar med direktivets bestemmelser og de gjennomføringstiltak som vedtas i henhold til komitéframgangsmåten.

9. Betragtning 24 i direktivet lyder:

Rask og riktig offentliggjøring av opplysninger styrker markedets troverdighet, mens selektiv offentliggjøring av opplysninger fra utstedernes side kan føre til at investorene mister tilliten til finansmarkedenes troverdighet. Profesjonelle økonomiske aktører bør bidra til markedets troverdighet på ulike måter. Slike tiltak

kan for eksempel være opprettelse av «grå lister», bruk av «handelsvinduer» for følsomme kategorier av medarbeidere, bruk av interne atferdsregler og opprettelse av «kinesiske murer» mellom enheter i finansinstitusjoner. Slike forebyggende tiltak kan bidra til bekjempelse av markedsmissbruk bare dersom de håndheves med beslutsomhet og kontrolleres nøye. En tilstrekkelig kontroll med håndhevingen vil for eksempel innebære at det i de berørte organer utpekes tilsynsansvarlige og at uavhengige revisorer gjennomfører regelmessige kontroller.

10. Betragtning 25 i direktivet lyder:

Moderne kommunikasjonsmidler gjør det mulig for profesjonelle aktører på finansmarkedene og private investorer å få mer lik tilgang til økonomiske opplysninger, men de øker også faren for spredning av uriktige eller villedende opplysninger.

11. Betragtning 27 i direktivet lyder:

Markedsaktørene bør bidra til å forebygge markedsmissbruk og treffe strukturelle tiltak med sikte på å forebygge og avsløre markedsmanipulerende praksis. Disse tiltakene kan omfatte bestemmelser om innsyn i gjennomførte transaksjoner, offentliggjøring av alle kursreguleringsavtaler, et rettferdig system for sammenstilling av ordrer, innføring av et effektivt system for avsløring av avvikende ordrer, tilstrekkelig solide ordninger for fastsettelse av referansekurser for finansielle instrumenter og klare regler for utsettelse av transaksjonene.

12. Betragtning 41 i direktivet lyder:

Ettersom målet for det foreslåtte tiltak, å hindre markedsmissbruk i form av innsidehandel og markedsmanipulering, ikke kan nås i tilstrekkelig grad av medlemsstatene og derfor på grunn av tiltakenes omfang og virkninger bedre kan nås på fellesskapsplan, kan Fellesskapet treffe tiltak i samsvar med nærhetsprinsippet som fastsatt i traktatens artikkel 5. I samsvar med forholdsmessighetsprinsippet fastsatt i nevnte artikkel går dette direktiv ikke lenger enn det som er nødvendig for å nå dette målet.

13. Betragtning 42 i direktivet lyder:

Tekniske retningslinjer og gjennomføringstiltak for reglene fastsatt i dette direktiv kan noen ganger være nødvendige for å ta hensyn til utviklingen på finansmarkedene. Kommisjonen bør derfor ha myndighet til å vedta gjennomføringstiltak, forutsatt at disse ikke endrer de grunnleggende bestemmelser i dette direktiv, og Kommisjonen handler i henhold til dette direktivs prinsipper etter samråd med Den europeiske verdipapirkomiteé, nedsatt ved kommisjonsbeslutning 2001/528/EF.

14. 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 gjeldende 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 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 stengetid 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.

15. 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,

16. Direktivet artikkel 5 lyder:

Medlemsstatene skal forby enhver person å bedrive markedsmanipulering.

17. 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 markedsmanipulering ble innlemmet i avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde ved EØS-komiteens beslutning nr. 103/2004 av 9. juli 2004 (EUT 2004 L 376, s. 31), som la det til som nr. 29d i vedlegg IX (Finansielle tjenester), som senere fikk nytt nummer 29ab («gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF»).

18. Direktiv 2003/124/EF artikkel 4 lyder:

Manipulerende atferd knyttet til uriktige eller villedende signaler og kurssikring

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 markedsmanipulering:

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 relevante 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 relevante 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.

19. 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 avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde ved EØS-komiteens beslutning nr. 149/2004 av 29. oktober 2004 (EUT 2004 L 102, s. 23), som la det til som nr. 29f i vedlegg IX (Finansielle tjenester), som senere fikk nytt nummer 29c («gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF»).

20. Gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF artikkel 2 lyder:

Faktorer som det skal tas hensyn til ved vurdering av markedspraksis

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 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.

Nasjonal rett

Lov om verdipapirhandel

21. På det relevante tidspunkt lød verdipapirhandelloven § 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.

22. 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.

[...]

Forskrift til verdipapirhandelloven

23. På det relevante tidspunkt lød verdipapirforskriften § 3-2:

(1) I vurderingen av om handelsordrer eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 1, skal blant annet følgende momenter tas i betraktning:

a) om eller i hvilken grad handelsordrer eller transaksjoner utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet i det aktuelle finansielle instrumentet på det aktuelle regulerte markedet, især der disse ordrene eller transaksjonene medfører en betydelig endring i kursen til det finansielle instrumentet,

b) om eller i hvilken grad handelsordrer eller transaksjoner foretatt av personer med betydelig kjøps- eller salgsposisjon fører til en betydelig endring i kursen til et finansielt instrument, tilknyttede derivater eller underliggende aktiva som er notert på et regulert marked,

c) hvorvidt gjennomførte transaksjoner ikke medfører reelt endret eierskap til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked,

d) om eller i hvilken grad handelsordrer eller transaksjoner omfatter reversering av posisjoner i løpet av et kort tidsrom og utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet til det aktuelle finansielle instrumentet på det aktuelle regulerte markedet, og disse ordrene eller transaksjonene kan være forbundet med betydelige endringer i kursen til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked,

e) om eller i hvilken grad handelsordrer gis eller transaksjoner finner sted i løpet av et kort tidsrom i handelsperioden og medfører en kursendring som på et senere tidspunkt reverseres,

f) om eller i hvilken grad handelsordrer endrer beste kjøps- eller salgskurs på et finansielt instrument som er notert på et regulert marked, eller mer generelt endrer ordrebokopplysningene som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, og ordrene annulleres før de utføres, og

g) om eller i hvilken grad handelsordrer inngis eller transaksjoner gjennomføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referansepriser, oppgjørspriser eller verdiberegninger foretas og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slike priser eller beregninger.

(2) I vurderingen av om handelsordrer eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 2, skal blant annet følgende momenter tas i betraktning:

(a) hvorvidt en person eller dennes nærstående har utbredt uriktige eller villedende opplysninger om et finansielt instrument før eller etter at vedkommende har inngitt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner i det finansielle instrumentet, og

(b) hvorvidt en person eller dennes nærstående har utarbeidet eller distribuert en investeringsanbefaling om et finansielt instrument før eller etter at vedkommende har inngitt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner, og

(c) investeringsanbefalingen er feilaktig, tendensiøs eller beviselig påvirket av betydelige interesser.

III Faktum og saksgang

24. Den 25. september 2018 ble ankemotpartene tiltalt for markedsmanipulasjon og innsidehandel ved henholdsvis ett kjøp og ett salg av obligasjoner som var notert på Oslo børs. Oslo tingrett frikjente ankemotpartene, og den ankende part anket avgjørelsen inn for den anmodende domstol.

25. Ifølge den anmodende domstol gjelder saken spørsmål om ankemotpartene manipulerte obligasjonsmarkedet ved Oslo børs da F, som rådgiver og forvalter for et obligasjonsfond («obligasjonsfondet»), gjennom G, som obligasjonsmegler i et verdipapirforetak («meglerhuset»), solgte en obligasjonspost for obligasjonsfondet pålydende til sammen 10 millioner kroner til kurs 77,25 den 19. august 2016.

Det norske obligasjonsmarked

26. Den anmodende domstol redegjør for obligasjonsmarkedet på Oslo børs – det eneste børs og regulerte marked for omsetning av aksjer og obligasjoner i Norge. Selv om både aksjer og obligasjoner kan noteres på Oslo børs, er det i praksis stor forskjell på hvordan aksjemarkedet og obligasjonsmarkedet fungerer. I aksjemarkedet er det offentlige eierregistre, og det foreligger løpende kursinformasjon som er offentlig tilgjengelig. Selve aksjehandelen skjer gjennom børsens systemer, hvor kjøps- og salgsordre legges direkte inn, og avtaleslutningen skjer normalt anonymt.

27. For obligasjoner eksisterer det ikke noe offentlig register. Hvem som eier obligasjonene, er altså informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig. Løpende kursinformasjon er heller ikke tilgjengelig. Kun pris og volum på faktisk gjennomførte transaksjoner registreres på børsen. Opplysningene blir vanligvis registrert først kl. 16 dagen transaksjonen blir gjennomført.

28. Ifølge den anmodende domstol er videre all handel i foretaksobligasjoner forhandlingsbasert og skjer som «en-til-en»-transaksjoner. For å kunne koble kjøpsinteresser med salgsinteresser er det nødvendig for investorene å benytte en megler. De enkelte meglerforetak får informasjon om kjøps- og salgsinteresser gjennom sine egne

kunder. Meglerne innenfor det enkelte meglerhus diskuterer gjerne pris og volum for potensielle transaksjoner seg imellom, og kobler eventuelle interesser sammen, for eksempel via ulike fora på internett. De med kjøps- eller salgsinteresser (investorene) tar gjerne kontakt med flere meglerhus for å forhøre seg om handelsinteresser og priser. Investorene får dermed et bredere grunnlag for informasjon enn dersom de forholder seg til én megler. Meglernes oppgave, som mellommenn, er å få kjøpsinteresser og salgsinteresser til å møtes, slik at en transaksjon kan gjennomføres. Meglernes fortjeneste ligger i differansen mellom kjøps- og salgpris.

29. Ved handel med børsnoterte obligasjoner skal transaksjonen rapporteres til Oslo børs snarest etter at handel er sluttet den dagen den foretas, med pris og volum og i tråd med de regler som børsen har fastsatt. Den enkelte megler (børsmedlem) kan, som nevnt og i tråd med regelverket, be om utsatt offentliggjøring slik at handelen først offentliggjøres etter at børsen er stengt (såkalt «utsatt offentliggjøring»). Prisen som rapporteres, vil normalt være «midtkurs» mellom det selger får betalt for obligasjonen, og det kjøper har betalt til megler.

30. Slik den anmodende domstol vurderer det, er obligasjonsmarkedet altså anonymt, lukket, illikvid og lite transparent sammenlignet med aksjemarkedet.

Tidslinje for de viktigste hendelser

31. På tidspunktet for handlingene beskrevet i tiltalebeslutningen, arbeidet F som investeringsrådgiver/fondsforvalter for obligasjonsfondet, mens G arbeidet som obligasjonsmegler i meglerhuset.

32. Ifølge den anmodende domstol tok Oslo børs den 27. juni 2014 opp til handel til sammen 1100 omsettelige obligasjoner, hver pålydende 1 million kroner, som var utstedt av det norske aksjeselskapet Beerenberg Holdco II AS («Beerenberg»). Da oljeprisen begynte å falle i 2014, ble oljenæringen vurdert som attraktiv for obligasjonsfondet.

33. Beerenberg drev med vedlikehold av oljeplattformer i Nordsjøen. Våren 2016 skulle Beerenbergs største kontrakt, en rammeavtale relatert til vedlikeholdstjenester på Ekofiskfeltet, legges ut på anbud. Beerenberg hadde en årlig omsetning på rundt 400 millioner kroner knyttet til denne kontrakten, noe som utgjorde 20–25 % av selskapets omsetning. Hvorvidt Beerenberg ville bli tildelt kontrakten, ville derfor ha klar betydning for selskapets fremtidsutsikter og dermed også for prisen på obligasjonene.

34. Obligasjonsfondets investeringsstrategi gikk ut på å kjøpe obligasjoner med en prisrabatt i forhold til pålydende som reflekterte risikoen for mislighold, og beholde dem til forfall eller eventuell innløsning, for å få utbetalt opptjente renter i tillegg til obligasjonens fulle pålydende.

35. På grunnlag av obligasjonsfondets avkastningskrav og en estimert risiko for at utstederselskapet kunne misligholde obligasjonen, utarbeidet F en analyse som konkluderte med at det var forsvarlig å betale inntil kurs 90 for obligasjonen, betinget av at Beerenberg fikk fornyet vedlikeholdskontrakten på Ekofisk. Analysen konkluderte med at det var forsvarlig å betale inntil kurs 80 hvis Ekofisk-kontrakten ikke ble fornyet.

36. På grunnlag av analysen ga F, på vegne av obligasjonsrådgiverne, en investeringsanbefaling til obligasjonsfondet om at obligasjonsfondet burde investere ytterligere 8,7 millioner euro i Beerenberg-obligasjoner, i tillegg til de 1,3 millioner euro som obligasjonsfondet tidligere hadde investert i et obligasjonslån gjennom obligasjonsrådgiverne ved F. Styret i obligasjonsfondet godkjente investeringsanbefalingen den 4. juli 2016 og ga obligasjonsrådgiverne, ved F, mandat til å kjøpe obligasjoner for seg i overensstemmelse med analysen og investeringsanbefalingen.

37. Den 8. august 2016 offentliggjorde Beerenberg at selskapet ikke hadde lyktes i å fornye kontrakten. F anså dette som en god mulighet for obligasjonsfondet til å investere. Beerenberg-obligasjonen hadde på dette tidspunkt ikke vært omsatt siden 23. juni 2016 og 15. juli 2016, da det henholdsvis ble solgt én post pålydende 15 millioner kroner til kurs 86,25, og én post pålydende 1 million kroner til kurs 86,50. Det skjedde ingen omsetning av obligasjonen i dagene etter at nyheten om tapet av kontrakten ble sluppet.

38. 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.

39. 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 19. august 2016 kl. 13.57 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.

40. F foretok deretter to handler i obligasjonen på obligasjonsfondets vegne. 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 samme dag. Klokken 15 samme dag indikerer F i en telefonsamtale med G vilje til å øke sitt kjøpstilbud fra 74 til 78,50/79 forutsatt at han får et bindende tilbud fra selgeren først. Etter den påfølgende helg, 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 på samme måte som salgstransaksjonen. 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, 19. august 2016.

41. Den anmodende domstol fastslår at det etter verdipapirhandelloven § 17-3 annet ledd nr. 6 er straffbart å foreta markedsmanipulasjon, som beskrevet i den versjon av verdipapirhandelloven § 3-8 som gjaldt på det aktuelle tidspunkt. Det norske forbud mot markedsmanipulasjon er utformet for å gjennomføre EØS-regler som svarer til direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk og dets utfyllende rettsakter. Forbudene er i sin helhet gjennomført i form av straffesanksjonerte bestemmelser, selv om direktiv 2014/57/EU ikke er gjort til formell del av EØS-avtalen og dermed heller ikke formelt ergjennomført. Den strafferettslige sanksjonering som følger av verdipapirhandelloven § 17-3 annet ledd nr. 6 går lenger enn hva som følger av direktiv 2014/57/EU, blant annet ved at direktivet kun krever straffsanksjonering av grove og forsettlig overtreddelser.

42. Ifølge den anmodende domstol er det ikke omtvistet at salget av posten på 10 millioner kroner var «reell» i den forstand at det overførte regning og risiko med full virkning mellom uavhengige parter. Imidlertid er det omtvistet om reelle transaksjoner omfattes av definisjonen av markedsmanipulering under Direktivet Artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, og om investorers reelle kjøps- og salgsinteresse er relevant for spørsmålet om hvorvidt det foreligger markedsmanipulering. I denne sammenheng fastslår den anmodende domstol at den ankende part 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 at salget ga 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 sitt eget bud fra 74. Han ville blant annet finne ut om kjøpstilbudet på 10 millioner kroner til kurs 77 som G fortalte ham om, var reelt eller en «bløff».

43. Partene har ulikt syn på tolkningen av enkelte sentrale vilkår for å konstatere markedsmanipulasjon, både etter de norske lovreglene og etter direktivet, slik som dette har blitt innlemmet i EØS-avtalen. Følgelig besluttet den anmodende domstol å anmode EFTA-domstolen om en rådgivende uttalelse med hensyn til om de omtvistede handlinger utgjør markedsmanipulering slik dette er definert i direktivet, og dermed er forbudt etter direktivet slik dette er innarbeidet i norsk lov.

44. Ved brev 4. juli 2019 fremsatte den anmodende domstol en anmodning til EFTA-domstolen om å avgi en rådgivende uttalelse og underkaste anmodningen fremskyndet behandling i henhold til artikkel 97a i EFTA-domstolens rettergangsordning («rettergangsordningen»). Anmodningen gjaldt følgende spørsmål:

1. Det første spørsmål gjelder 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. Det andre spørsmål gjelder anvendelse av forbudet mot markedsmanipulasjon på 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. Det tredje spørsmål gjelder anvendelse av forbudet mot markedsmanipulasjon på en transaksjon 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, verdivurdering 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?

4. Det fjerde spørsmål gjelder legitim interesse for transaksjon eller handelsordre.

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. Det femte og siste spørsmål gjelder 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?**

45. Ved kjennelse avsagt 19. juli 2019 la EFTA-domstolens president til grunn at saken ikke måtte betraktes som en hastesak, og avslo derfor den anmodende domstols anmodning om fremskyndet behandling.

IV Skriftlige innlegg

46. I medhold av artikkel 20 i EFTA-domstolens vedtekter og artikkel 97 i rettergangsordningen er skriftlige innlegg inngitt av:

- den ankende part, representert ved statsadvokat Inge Svae-Grotli og politiadvokat Lars-Kaspar Andersen,
- F, representert ved advokatene Anders Brosveet og Rasmus Woxholt, begge medlemmer av Den Norske Advokatforening,
- G, representert ved advokatene Pål Hernæs, Mikkel Toft Gimse og Dag Sørli Lund, alle medlemmer av Den Norske Advokatforening,
- Den tsjekkiske republikk, representert ved Martin Smolek, Jiří Vlášic 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.

V Sammen drag av fremsatte anførsler

Den ankende part

47. Når det gjelder det første spørsmål, gjør den ankende part gjeldende at salget av obligasjoner rammes av forbudet mot markedsmanipulering selv om det var en reell transaksjon, siden det var egnet til å skape et feilaktig inntrykk av at salget ble gjennomført for et annet uavhengig kommersielt formål enn for å påvirke kursforventninger i obligasjonsmarkedet.

48. De ankende parter hevder videre at forbudet mot markedsmanipulering også rammer transaksjoner (kjøp og salg av obligasjoner) som er reelle, dvs. som faktisk er gjennomført mellom uavhengige parter, og ikke bare fiktive transaksjoner, for eksempel hvor transaksjonen er pro forma eller det er avtalt at den økonomiske risikoen ikke skal overføres. Ordlyden i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt taler med styrke for dette. Formålet med bestemmelsen taler også sterkt imot å foreta en innskrenkende fortolkning av vilkåret «transaksjon», da dette kan lede til at atferd som virker villedende, blir tillatt. Det vises til siste avsnitt i definisjonen av «markedsmanipulering» i direktivet artikkel 1 nr. 2, som pålegger medlemsstatene å sikre at det motsatte skjer: «Definisjonene av markedsmanipulering skal tilpasses for å sikre at de kan omfatte nye atferdsmønstre som i praksis er markedsmanipulering.»

49. Den ankende part gjør videre gjeldende at reelle transaksjoner også kan rammes av forbudet mot markedsmanipulering hvis transaksjonsprisen lå på et unormalt eller kunstig nivå for (minst) en av partene i transaksjonen i forhold til vedkommende parts investeringsstrategi, verdivurdering og/eller oppfatning om prisen på transaksjonstidspunktet.

50. Når det gjelder det andre spørsmål, anser den ankende part at en reell transaksjon med obligasjoner, eller andre verdipapirer, forutsetter at prisene som gjøres tilgjengelig i markedet, både ordreprisene og transaksjonsprisene, gjenspeiler den underliggende reelle økonomiske verdi bak det enkelte verdipapir. Om investorer fremsetter kjøps- eller salgstilbud, eller tar del i transaksjoner, til priser som ikke tjener noe uavhengig økonomisk formål for vedkommende investor basert på investorens investeringsstrategi og egen verdivurdering av det aktuelle finansielle instrument, kan markedet danne seg en uriktig

oppfatning om den underliggende reelle økonomiske verdi bak verdipapiret og den reelle situasjon med hensyn til tilbud, etterspørsel og pris på verdipapiret. Om investorer tillates å sette priser som ikke tjener noe uavhengig økonomisk formål for den enkelte investor, men bare tjener til å påvirke kursforventningene blant andre investorer i markedet, slik at endringen i kursforventning bidrar til at investoren kan realisere sitt fremste og sanne økonomiske mål, kan dette påvirke tilliten til markedet og oppfattes som urettferdig og dermed gjøre handelen betydelig mindre effektiv.

51. Den ankende part gjør derfor gjeldende at investorene må kunne stole på at handelsordrer gjenspeiler en reell kjøps- og salgsinteresse. Hensynet til verdipapirmarkedets effektivitet og til den fulle og gode oversikten i markedet, som er en forutsetning for alle finansielle aktører når de handler i integrerte finansmarkeder, er sterke argumenter for forbudet mot markedsmanipulering, herunder reelle transaksjoner som gir uriktige signaler om en reell kjøps- eller salgsinteresse. Handelsordrer og transaksjoner som med urette gir signaler om en reell kjøps- eller salgsinteresse, rammes av ordlyden i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a fordi de «[...] kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler om tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen til finansielle instrumenter».

52. Når det gjelder det tredje spørsmål, anfører den ankende part at spørsmålet om en kurs er sikret på et «unormalt» eller «kunstig» nivå etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a annet strekpunkt, kan avgjøres ut fra de individuelle forutsetningene for investorene som foretar en ordre eller gjennomfører en transaksjon, herunder investorenes investeringsstrategier, deres verddivurdering av det aktuelle verdipapiret og deres vurdering av markedsbildet (tilbud og etterspørsel). I tillegg kan det tas hensyn til om handelsordren eller transaksjonen uriktig gir uttrykk for en reell kjøps- eller salgsinteresse.

53. Videre anfører den ankende part at én enkelt handelsordre eller transaksjon kan etablere, og derved sikre, et unormalt eller kunstig kursnivå, særlig hvis handelsordren eller transaksjonen er egnet til å påvirke kursforventninger blant investorene, og særlig hvis det må antas at etterfølgende handelsordrer eller transaksjonskurser faktisk har blitt påvirket.

54. Når det gjelder det fjerde spørsmål, anfører den ankende part at for at unntaket fra forbudet mot markedsmanipulering i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a skal få anvendelse i den foreliggende sak, må F og G godtgjøre at transaksjonen både hadde en legitim interesse og var i samsvar med etablert markedspraksis som var akseptert i tråd med vilkårene som det skal tas hensyn til etter gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF artikkel 2.

55. Ifølge den ankende part utgjør et ønske om å avdekke reell salgs- eller kjøpsinteresse hos andre investorer ingen legitim interesse i å gjennomføre transaksjoner eller handelsordrer som betraktes som markedsmanipulering, for eksempel ved å utvise atferd som uriktig gir uttrykk for egen reell kjøps- og salgsinteresse. Et ønske om å utnytte andre investorers usikkerhet eller mangel på informasjon om den reelle kjøps- eller salgsinteresse

i markedet utgjør heller ingen legitim interesse for å gjennomføre transaksjoner eller handelsordrer som betraktes som markedsmanipulering, for eksempel ved å utvise atferd som uriktig gir uttrykk for egen reell salgs- eller kjøpsinteresse. Endelig utgjør ikke et ønske om å avsløre om det foreligger uriktig informasjon om tilbud, etterspørsel eller pris en legitim interesse for å gjennomføre transaksjoner eller handelsordrer som betraktes som markedsmanipulering, for eksempel ved å utvise atferd som uriktig gir uttrykk for egen reell kjøps- og salgsinteresse.

56. I denne sammenheng gjør den ankende part gjeldende at en faktisk påviselig virkning på prisforventninger, handelsordrer eller transaksjoner ikke er noe vilkår for å anse atferd som markedsmanipulering. Det er tilstrekkelig til å anse en aktivitet eller handling som markedsmanipulering at den er egnet til å gi andre investorer et feil markedsbilde, for eksempel hvis det ut fra omstendighetene og arten av opplysningene er sannsynlig at andre investorer vil kunne bli villedet om aktivitetens eller handlingens bakenforliggende økonomiske realiteter.

57. Endelig, når det gjelder det femte spørsmål, gjør den ankende part gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a må forstås slik at en opplysning er «spredt» når en investor har gitt opplysningen til megler med sikte på videreformidling til én eller flere investorer, og i alle fall når megler faktisk har videreformidlet opplysningen til én eller flere investorer, selv om opplysningen ennå ikke har blitt offentliggjort eller er allment tilgjengelig. I sin rolle som mellommann mellom ulike potensielle kjøpere og selgere av obligasjonen må megler betraktes som representant for alle sine kunder når han mottar kjøps- eller salgstilbud og andre opplysninger om salgs- og kjøpsinteresser fra en kunde.

58. Den ankende part anmoder EFTA-domstolen om å besvare spørsmålene på følgende måte:

1. Det er forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt at vilkåret «gir eller kan forventes å 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. Det er 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 markedsmanipulering, dersom den anses å gi uriktig uttrykk for eller villedende signaler om den reelle kjøps- og salgsinteressen i det aktuelle verdipapiret.

3. Det er 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 forutsetninger for investoren(e) som foretar en handelsordre eller transaksjon, slik som for eksempel vedkommendes investeringsstrategi, verdivurdering 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 villige til å kjøpe for.

Det er 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 og derved sikre et slikt nivå.

Med hensyn til spørsmål om en transaksjon kan sikre kursen, jf. direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a, er det ikke av betydning om transaksjonen har kommet til gjennom bilaterale forhandlinger eller ved bruk av en multilateral handelsplattform.

4. Det er ikke forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt å anse som «legitim interesse» for 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. Det er forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c å anse en opplysning som «spredt» når en investor har gitt opplysningen til en representant for et meglerhus med sikte på videreformidling til én eller flere andre investorer i markedet, selv om opplysningen ennå ikke har blitt videreformidlet til én eller flere investorer eller offentliggjort eller er allment tilgjengelig.

F

59. Når det gjelder det første spørsmål, innleder F med å anføre at spørsmålets overskrift er tvetydig, da den kan leses slik at den gjelder markedsmanipulering som sådan, ikke bare transaksjonsbasert, informasjonsbasert¹ manipulering som definert i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, som jo er det spørsmålet faktisk gjelder.

60. F gjør gjeldende at en ekte/reell transaksjon som er gjennomført med full økonomisk virkning mellom partene, ikke på noen måte kan gi uriktige eller villedende signaler. Dette

¹ Det vises til Mårten Knuts, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*, Helsingfors 2010.

er fordi de eneste signaler en slik transaksjon er ment å gi, er pris, volum og det faktum at en villig selger og en villig kjøper har blitt enige om å gjennomføre en transaksjon med gitt pris og volum. Enhver vurdering av det subjektive motiv bak handelen er åpenbart uforenlig med lovgivernes uttrykkelige mål om å utforme objektive, virkningsbaserte kriterier.

61. F gjør videre gjeldende at å tolke direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt slik at en reell transaksjon kan anses å gi uriktige eller villedende signaler alt etter hva andre markedsdeltakere måtte eller ikke måtte anta om intensjonene til den ene eller begge parter i handelen, ville gå ut over det indre markeds virkemåte ved å hindre effektiv kapitalfordeling og dermed være i strid med direktivets grunnleggende mål.

62. Når det gjelder det andre spørsmål, gjør F gjeldende at de subjektive motiv for en handel anses ikke å være relevante ved anvendelse av direktivets virkningsbaserte kriterier. Videre foreligger det ingen forpliktelse til å tilkjennegi motiver eller handelsstrategier, og det finnes heller ingen infrastruktur i det anonyme marked for å formidle slik informasjon.

63. Følgelig, argumenterer F, må spørsmålet om hvorvidt reelle transaksjoner gjennomføres med noe annet bakenforliggende motiv enn den aktuelle enkelthandel, utelukkende analyseres etter de objektive kriterier fastsatt i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt.

64. Når det gjelder det tredje spørsmål, innleder F med å behandle spørsmålet generelt. F gjør gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt fastsetter to objektive kriterier – uten at noen av dem beskriver noe element av feilinformasjon eller inneholder henvisninger til subjektiv motivasjon for at transaksjoner skal omfattes av definisjonen av det som systematisk beskrives som «market power manipulation», siden manipulatorens virkemiddel ikke er feilinformasjon, men bruk av markedsrett for å forstyrre markedsmekanismens virkemåte.

65. F anfører videre at virkemiddelet for å påvirke mekanismen for kursfastsettelse som direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a omhandler, er transaksjoner (eller ordrer). Kriteriet om å «sikre kursen» på et «unormalt eller kunstig nivå» skiller ikke mellom reelle og fiktive transaksjoner, da begge kan rammes av dette alternativ. Normalt kreves det imidlertid reelle transaksjoner for å «sikre» kursen gjennom transaksjoner.

66. F fortsetter med å ta for seg spørsmålet om å «sikre kursen» og anfører at for at transaksjonsbasert atferd skal anses som manipulerende etter dette alternativet, må den først anses å «sikre kursen» i et relevant tidsrom. Hvor langt det relevante tidsrom er, avhenger av hvor lenge kurssikringen må pågå for at den skal kunne utnyttas. Som det

fremgår av *IMC Securities*,² kan dette tidsrommet være svært kort, avhengig av de konkrete omstendigheter i saken.

67. Ifølge F må det være klart at én enkelt transaksjon av natur ikke har potensial til å «sikre» kursen i en slik markeds kontekst, særlig ikke i et tidsrom som er langt nok til at det vil kunne utnyttes. Ved å gjennomføre bare én enkelt transaksjon gjennom bare én megler stiller den antatte manipulator alle andre mulige kjøpere og selgere fritt til å gjennomføre transaksjoner gjennom alle andre aktuelle meglere til priser som er betydelig høyere eller lavere enn prisen i den ene enkeltransaksjon. Disse andre mulige transaksjoner kan finne sted i minuttene eller timene etter eller til og med samtidig som nevnte enkeltransaksjon, noe som innebærer at kriteriet om å «sikre» ikke kan oppfylles.

68. F gjør gjeldende at for at markedsatferd skal kunne «sikre» kursen i et OTC-/meglermarked uten noen auksjonsbasert handelsmekanisme, der flere meglere handler med verdipapiret, vil det å «sikre» kursen per definisjon måtte innebære at samtlige aktuelle meglere samordner inngivelsen av ordrer og gjennomføringen av handler. Dermed vil ikke én enkeltransaksjon med én megler kunne «sikre» kursen i en slik markeds kontekst.

69. I tillegg til kriteriet om å «sikre» kursen anfører F at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt krever at det kursnivå som er sikret, må være «unormalt eller kunstig» for å rammes av forbudet.

70. F gjør gjeldende at kriteriene i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt er ment å leses som objektive, virkningsbaserte kriterier, og følgelig ikke basert på den aktuelle markedsdeltakers faktiske subjektive motiv.

71. I denne sammenheng gjør F gjeldende at siden objektiv virkning på markedet er kjerneprinsippet i definisjonen av markedsmanipulering, må virkningen på markedet kunne verifiseres for å kunne vurderes. I en kontekst der det ikke har vært noen handler på flere uker, finnes det per definisjon ikke noe relevant kursnivå å sammenligne med. Mer eller mindre bindende interessermarkeringer fra markedsdeltakere til meglere – ikke en gang om de foreligger i form av juridisk bindende kjøps-/salgstilbud som kan matches på en handelsplattform og danne utgangspunkt for en juridisk bindende handel – kan klart ikke anses å markere et kursnivå som skal brukes som referanse ved vurdering av kunstighet. EUs lovgivende organer har klart fastslått at subjektive intensjoner eller motiver ikke er relevante, for kriteriene er ment å være objektive og basert på virkning.

72. F anfører videre at det ikke er grunnlag for noen generell forventning, som beskrevet i spørsmålet, om «at andre investorer selger og kjøper til beste kurser i samsvar med sin egen reelle kjøps- og salgsinteresse». Denne forventning ville innebære et krav om at hver

² Det vises til dom i *IMC Securities*, C-445/09, EU:C:2011:459.

enkelt transaksjon må være et mål i seg selv, slik at det ikke åpnes for handelsstrategier eller situasjoner med et bakenforliggende motiv. Et slikt regime ville være ytterst skadelig for markedets funksjon og troverdighet og være i strid med finansmarkedenes grunnleggende struktur. Hva viktigere er, er at lovgiverne helt klart ikke har utformet kriteriene for å åpne for en slik kontraproduktiv tolkning av reglene.

73. Når det gjelder andre del av det tredje spørsmål, gjør F gjeldende at det burde være klart og uomtvistet at en enkelttransaksjon, avhengig av markedskontekst og objektive muligheter for å utnytte situasjonen, faktisk kan sikre en kurs på et kunstig nivå. Dette er tilfelle når en likvid aksje handles på en automatisert handelsplattform. En typisk situasjon vil være en «marking the close»-situasjon der én transaksjon av tilstrekkelig størrelse i sluttauksjonen klart kan sikre kursen i det aktuelle tidsrom (dvs. på tidspunktet for sluttauksjonen) og på et kunstig nivå. Det er imidlertid ikke lett å se hvordan en slik situasjon kan oppstå i et marked uten noen auksjonsordning/ handelsplattform, der alle handler inngås gjennom et antall ulike meglere, der det ikke finnes noen informasjon tilgjengelig om hvem som eier utestående obligasjoner, der handler rapporteres med utsatt offentliggjøring (dvs. ikke i sanntid) og der likviditeten er svært lav.

74. F forklarer videre at selv om det klart er forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at én enkelt transaksjon under et gitt sett av omstendigheter kan innebære at kursen sikres på et kunstig nivå, vil mangelen på en auksjonsbasert handelsplass og mangelen på likviditet innebære at det må et svært spesielt sett av omstendigheter til for å etablere kurssikring på et unormalt eller kunstig nivå. Slike omstendigheter vil generelt måtte omfatte en samordnet innsats for å sikre at alle kjøps- eller salgstilbud over eller under en gitt kurs tas ut hos det aktuelle meglerhus, i så lang tid som det måtte være nødvendig, for at det skulle være mulig å dra fordel av kurssikringen i en av situasjonene beskrevet i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF.

75. Når det gjelder det fjerde spørsmål, gjør F gjeldende at spørsmålet må avvises siden det ikke finnes noen akseptert markedspraksis som er godkjent av Finanstilsynet; følgelig har ankemotpartene ikke tatt opp dette i sitt tilsvarende svar. Etter Fs oppfatning burde det ikke være noen grunn til å avvike fra direktivets klare ordlyd i så måte, for grunndefinisjonen av markedsmanipulering er rent virkningsbasert og ikke basert på noen vurdering av motiv eller forsett bak handelsaktiviteten. Følgelig har det fjerde spørsmål ingen betydning eller relevans for hovedsaken og bør avvises.

76. Endelig, når det gjelder det femte spørsmål, anfører F at spørsmålet bare er relevant i den grad det gjelder opplysninger gitt til en megler med sikte på videreformidling til en bestemt motpart som et ledd i en forhandling. Siden ordet «spre» («disseminate») bokstavelig talt betyr «utbre» («spread widely»), faller kommunikasjon til én part, som et ledd i en prisforhandling, klart utenfor definisjonen. En slik situasjon ligger også utenfor virkeområdet for reglene for beskyttelse av markedet som sådan, samtidig som situasjonen klart faller inn under ordinære bedrageribestemmelser som regulerer eventuell relevant

feilinformasjon. Gitt at det er en straffesak det gjelder, vil det å anvende begrepet «spre» på en situasjon med en-til-en-kommunikasjon gjennom en megler, uten noen forventning om videre spredning, klart være i strid med legalitetsprinsippet.

77. F anmoder EFTA-domstolen om å besvare spørsmålene på følgende måte:

1. Det er ikke forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt at reelle transaksjoner – dvs. transaksjoner som overfører regning og risiko med full virkning mellom uavhengige parter – skal rammes av ordlyden «gir eller kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler».

2. Siden melding til markedet av transaksjoner som er utført, ikke inneholder og heller ikke skal anses å inneholde informasjon om de bakenforliggende motiv for partene i handelen, er reelle transaksjoner av natur ikke egnet til å tilkjennegi uriktige eller villedende signaler til markedet.

3. Det er ikke forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt å fastsette hva som er et «unormalt eller kunstig nivå» på grunnlag av subjektive elementer / individuelle forutsetninger for investoren som utfører handelen eller handlens. Bedømmelsen av om kursen er sikret på et «unormalt eller kunstig nivå», må baseres på faktiske transaksjoner, ikke på kursindikasjoner oppgitt av meglere.

4. Spørsmålet bør avvises.

5. Det er ikke forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c å anse en opplysning som spredt når en investor har gitt opplysningen til en megler med sikte på videreformidling til en bestemt motpart som et ledd i en prisforhandling, eller når megleren faktisk har videreformidlet opplysningen til en bestemt motpart som et ledd i en prisforhandling.

G

78. Som en innledende bemerkning anfører G at siden den foreliggende sak gjelder strafferettslige spørsmål, må det tas behørig hensyn til prinsippene om legalitet, rettsikkerhet og forutsigbarhet, og at tolkningen av direktivet artikkel 1 nr. 2 er underlagt visse skranker og ikke kan avvike fra bestemmelsens ordlyd.³

79. Når det gjelder det første spørsmål, gjør G gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 skiller mellom to ulike typer markedsmanipulering, nemlig transaksjonsbasert

³ Det vises til Koen Lenaerts and Jose A. Gutierrez-Fons, «To say what the law of the EU is: Methods of interpretation and the European Court of Justice», *EUI Working Paper*, AEL 2013/9, s. 7.

manipulering og informasjonsbasert manipulering.⁴ Artikkel 1 nr. 2 bokstav a gjelder den førstnevnte. Videre gjør G gjeldende at bestemmelsen ut fra ordlyden i artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt gjelder for transaksjoner og handelsordrer som med overveiende sannsynlighet – med andre ord som er sannsynlige, og som mest sannsynlig vil forekomme⁵ – vil få en fornuftig investor til å tro noe som er feil eller usant om tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen til finansielle instrumenter. På denne bakgrunn anfører G at en reell transaksjon – som medfører en endring i det reelle eierskap til en obligasjon og innebærer en reell markedsrisiko for den aktuelle handler (eller «trader») – ikke kan anses å gi, eller forventes å gi, uriktige eller villedende signaler, gitt den riktige tolkning av begrepene, med hensyn til tilgangen til,⁶ etterspørselen etter eller kursen til det finansielle instrument, og kan dermed ikke rammes av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt. I den sammenheng anfører G at ordet «villedende» («misleading») må tolkes i samsvar med sin vanlige betydning.

80. Når det gjelder det andre spørsmål, anfører G at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt inntar en virkningsbasert tilnærming til hva som utgjør markedsmanipulering.⁷ Derfor ligger fokus på de faktiske eller sannsynlige virkninger av en transaksjon eller handelsordre på det aktuelle marked. Siden bestemmelsen ikke inneholder noen henvisning til den aktuelle persons intensjoner eller mål, gjør G gjeldende at de motiv en handler kan ha for å kjøpe eller selge et verdipapir, ikke bør tas i betraktning ved vurdering av om en transaksjon eller handelsordre utgjør markedsmanipulering, med mindre dette kan gjøre det mulig å tilbakevise et for øvrig objektivt funn av et tilfelle av markedsmanipulering.⁸

81. Når det gjelder det tredje spørsmål, gjør G gjeldende at siden direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, i motsetning til første strekpunkt i samme bestemmelse, ikke inneholder noen henvisning til «uriktige eller villedende signaler», får det anvendelse på både reelle transaksjoner og fiktive. G hevder imidlertid at på grunnlag av eksemplene som er oppført i direktivet artikkel 1 nr. 2 på hva som kan utgjøre markedsmanipulering, og signalene gitt i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF som kan tilsi at atferd utgjør markedsmanipulering, vil det generelt kreves mer for at en reell transaksjon skal anses å

⁴ Det voses til Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, tredje utgave, 2014, s.703, og Sebastian Mock/Marco Ventoruzzi (red.): *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, 2017, s. 35.

⁵ Det vises til Odd-Harald B. Wasenden, *EU Market Abuse Regulation in Energy Markets*, 2008, s. 172, og Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, fjerde utgave, 2014, s. 308.

⁶ For tolkningen av begrepene «uriktige» eller «villedende» vises det til Odd-Harald B. Wasenden, som omtalt over, s. 169-171, og Konstantinos Sergakis, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, 2018, s. 175.

⁷ Det vises til Niamh Moloney, som omtalt over, s. 741

⁸ Det vises til Odd-Harald B. Wasenden, som omtalt over, s. 169-170 og 163, og Guido A. Ferrarini, «The European Market Abuse Directive», *Common Market Law Review*, vol. 41, 2004, s. 711-741, på s. 726.

utgjøre markedsmanipulering enn for en fiktiv.⁹ Denne tolkning har støtte i direktivets formål,¹⁰ som er å sikre finansmarkedenes troverdighet og styrke investorenes tillit i EØS-området. Når det gjelder reelle transaksjoner, anser G at det er spesielt viktig å utvise forsiktighet i en situasjon en megler kan bli stilt til ansvar og straffes for markedsmanipulering.¹¹

82. G gjør gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt krever bevis for en årsakssammenheng mellom den aktuelle transaksjon eller handelsordre og den unormale eller kunstige kurs til et finansielt instrument, siden det er langt mer krevende å sikre en slik kurs enn å gi uriktige eller villedende signaler om kursen.¹² Ved bedømmelse av om et kursnivå har blitt sikret, bør det videre tas hensyn til det aktuelle marked. Siden begrepet «sikre» tyder på et krav om kontroll over det aktuelle finansielle instrument, vil dette – spesielt i lys av det norske foretaksobligasjonsmarkeds karakter – forutsette at vedkommende person har stor markedsrett og/eller at en gruppe markedsaktører samordner innsatsen for å sikre kursen på det aktuelle marked.

83. Videre anfører G når det gjelder bedømmelsen av hva som utgjør et unormalt eller kunstig kursnivå, at ingen av disse uttrykk er definert eller forklart i direktivet. Slik G ser det, viser disse begreper generelt til et nivå som avviker fra en normal situasjon med hensyn til tilbud og etterspørsel som må ta utgangspunkt i det aktuelle markeds struktur og egenskaper i tillegg til markedsbildet på det aktuelle tidspunkt.¹³ I denne sammenheng anfører G at artikkel 4 i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF nevner en *vesentlig* endring i kursen til det finansielle instrument som et signal som må tas i betraktning ved vurdering av om en kurs ligger på et unormalt eller kunstig nivå.

84. I forbindelse med den første del av det tredje spørsmål viser G til sine anførsler til det andre spørsmål, nemlig at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt ikke viser til hovedmannens intensjoner eller mål. Følgelig kan det ikke tas hensyn til den individuelle investors forutsetninger for å foreta en handelsordre eller transaksjon, som vedkommendes strategi, verdsetting av det aktuelle verdipapir og/eller vurdering av situasjonen i markedet, og en generell forventning om at andre investorer selger og kjøper til beste kurser.

85. I forbindelse med andre og tredje del av det tredje spørsmål gjør G gjeldende at om en enkelt handel i seg selv kan sikre et unormalt eller kunstig kursnivå for et finansielt instrument, avhenger av om den aktuelle handel faktisk har ført til at kursnivået har endret seg til et slikt nivå, og av om den sikret kursen på dette nivå. Med samme logikk gjør G

⁹ Det vises til Niamh Moloney, som omtalt over, s. 703.

¹⁰ Det vises til betraktning 12.

¹¹ Det vises til Niamh Moloney, som omtalt over, s. 704.

¹² Det vises til Odd-Harald B. Wasenden, som omtalt over, s. 169-170, 176 og 181.

¹³ Det vises til Odd-Harald B. Wasenden, som omtalt over, s. 176.

gjeldende at om et verdipapir som har kommet til gjennom bilaterale forhandlinger, som obligasjonen hovedsaken gjelder, skal kunne sikre et slikt kursnivå, vil være avhengig av om handelen forhindrer at andre handlede kjøper obligasjonen til en annen kurs og dermed sikrer kursen på et unormalt eller kunstig nivå.

86. I forbindelse med det fjerde spørsmål gjør G gjeldende at ingen av ankemotpartene i hovedsaken har hevdet at unntaket i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt kommer til anvendelse, siden det andre vilkår om akseptert markedspraksis ikke er oppfylt. Den aktuelle vedkommende myndighet ikke har vedtatt noen slik praksis, slik direktivet artikkel 1 nr. 5 krever. Siden spørsmålet ikke har noen betydning for de faktiske forhold i den foreliggende sak, gjør G gjeldende at det bør avvises.¹⁴

87. I forbindelse med det femte spørsmål bemerker G at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c gjelder informasjonsbasert markedsmanipulering.¹⁵ I motsetning til direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a fastslår det i denne bestemmelse at hovedmannens forsett er relevant, og faktisk en nødvendig forutsetning, for å kunne vurdere om spredningen av den aktuelle opplysning utgjør markedsmanipulering. Gitt betydningen av ordet «spre» («disseminate»), gjør G gjeldende at artikkel 1 nr. 2 bokstav c får anvendelse på spredning av den aktuelle opplysning til et bredt publikum. Etter Gs syn, er dette også i tråd med direktivets formål. Videre må det ved tolkning av formuleringen «på annen måte» i artikkel 1 nr. 2 bokstav c sees hen til hva begrepet «spre» egentlig betyr, og skrankene som prinsippene om legitime forventninger og legalitet setter.¹⁶ Etter Gs oppfatning kan en opplysning dermed ikke anses som spredt når den er gitt til en megler med sikte på videreformidling til én investor, eller når megleren, etter å ha mottatt opplysningen, faktisk har gitt opplysningen til én investor, hvis den aktuelle opplysning ikke har blitt kunngjort eller er allment tilgjengelig.

88. G anmoder EFTA-domstolen om å besvare spørsmålene på følgende måte:

1) Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt får ikke anvendelse på reelle transaksjoner som den hovedsaken gjelder.

2) Ved bedømmelse av om en reell transaksjon utgjør markedsmanipulering som angitt i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, kan det ikke tas hensyn til hovedmannens motiver for å kjøpe eller selge et verdipapir, med mindre dette kan gjøre det mulig å tilbakevise et for øvrig objektivt funn av at en transaksjon eller handelsordre utgjør markedsmanipulering.

¹⁴ Det vises til dom i *Wightman*, C-621/18, EU:C:2018:999, s. 27.

¹⁵ Det vises til *Niamh Moloney*, som omtalt over, s. 703.

¹⁶ Det vises til *Koen Lenaerts and Jose A. Gutierrez-Fons*, som omtalt over, s. 7.

3) Ved bedømmelse av om en kurs er «unormal» eller «kunstig» som definert i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, kan det ikke tas hensyn til den individuelle investors forutsetninger for å foreta en handelsordre eller transaksjon, som vedkommendes strategi, verdsetting av det aktuelle verdipapir og/eller vurdering av situasjonen i markedet, og en generell forventning om at andre investorer selger og kjøper til beste kurser.

Om en enkelt handel i seg selv kan oppfylle kriteriene om å sikre kursnivået til et finansielt instrument på et unormalt eller kunstig nivå, avhenger av om det kan godtgjøres at den aktuelle handel faktisk har ført til at kursnivået endret seg til et slikt nivå, og om den sikret kursen på dette nivå.

På samme måte vil spørsmålet om et verdipapir som ikke handles i en auksjonsmekanisme, men som har kommet til gjennom bilaterale forhandlinger mellom to meglerhus, slik som obligasjonen hovedsaken gjelder, er egnet til å «sikre» en kurs på et «unormalt» eller «kunstig» nivå som angitt i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt, avhenge av om handelen hindrer andre handlere fra å kjøpe obligasjonen til en annen kurs og dermed sikrer kursen på et unormalt eller kunstig nivå.

4) Spørsmålet bør avvises.

5) Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c kan ikke tolkes slik at en opplysning må anses som spredt når opplysningen er gitt til en megler med sikte på videreformidling til én investor, eller når megleren, etter dette, faktisk har gitt opplysningen til én investor, hvis den aktuelle opplysning ikke har blitt kunngjort eller er allment tilgjengelig.

Den tsjekkiske republikk

89. Når det gjelder første og andre spørsmål, anfører Den tsjekkiske republikk at enhver handelsordre, uansett art, kan falle inn under virkeområdet til direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a, inkludert første strekpunkt, og derfor kan utgjøre markedsmanipulering. Den tsjekkiske republikk anfører videre at verken bestemmelsens ordlyd – i denne sammenheng artikkel 1 nr. 2 siste ledd, som fastsetter en ikke-uttømmende liste over eksempler som kan utgjøre markedsmanipulering – eller noen annen bestemmelse i direktivet tilsier at det bør gjøres noe skille på ulike typer transaksjoner eller handelsordrer. I denne sammenheng gjør Den tsjekkiske republikk gjeldende at om det ikke skulle være slik – det vil si dersom visse transaksjoner eller handelsordrer automatisk skulle falle utenfor forbudets virkeområde – ville målene direktivet forfølger, blitt undergravd. Derfor kan en reell transaksjon falle inn under virkeområdet til direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a.

90. Den tsjekkiske republikk gjør gjeldende at det samme vil være tilfelle når en handelsordre inngis, eller en transaksjon utføres og meldes til markedet, selv med korrekt

pris og volum. Det er den anmodende domstol som må bringe på det rene om vilkårene i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a er oppfylt eller ikke i saken som står for den.

91. Når det gjelder første del av tredje spørsmål, gjør Den tsjekkiske republikk gjeldende at spørsmålet bør besvares bekreftende siden en vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering, generelt bør baseres på analyse gjort i ettertid fra en fornuftig investors ståsted. I denne sammenheng anfører Den tsjekkiske republikk at investorer i sin vurdering vanligvis tar hensyn til slike faktorer, dvs. om en gitt kurs utgjør et avvik fra markedskurs.

92. Når det gjelder andre del av tredje spørsmål, anfører Den tsjekkiske republikk at også dette spørsmål bør besvares bekreftende, særlig når det gjelder illikvide markeder, som foretaksobligasjonsmarkedet. I denne sammenheng anfører Den tsjekkiske republikk for det første at store individuelle handelsordrer eller transaksjoner som etablerer et unormalt eller kunstig kursnivå, i praksis forekommer, og for det andre at de mål direktivet forfølger, ville bli undergravd om en atferd, som atferden direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt gjelder, falt utenfor forbudet utelukkende fordi den skriver seg fra én enkelt transaksjon eller handelsordre.

93. Når det gjelder tredje del av tredje spørsmål, gjør Den tsjekkiske republikk gjeldende at en transaksjon som har kommet i stand gjennom direkte forhandlinger mellom to av flere meglerhus, kan falle inn under virkeområdet til direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt siden – som det ble bemerket i forbindelse med det første og andre spørsmål – enhver transaksjon, uansett måte handelen er gjennomført på, har potensial til å sikre kursen i henhold til denne bestemmelse. Videre vil dette spesielt være tilfelle når transaksjonen gjennomføres i et illikvid marked.

94. Når det gjelder det fjerde spørsmål, anfører Den tsjekkiske republikk at de to krav fastsatt i siste ledd i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a – at investoren må ha legitime grunner til å utføre transaksjonen, og at transaksjonen må være i samsvar med gjeldende markedspraksis – begge må være oppfylt for at en transaksjon eller handelsordre som oppfyller kriteriene i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a, skal falle utenfor forbudet. Videre må det sees hen til gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF artikkel 3 nr. 3, som fastsetter at beslutninger fra vedkommende myndigheter om gjeldende markedspraksis på det aktuelle regulerte marked må offentliggjøres og oversendes til Komiteen av europeiske verdipapirtilsyn.

95. Den tsjekkiske republikk bemerker at det i den foreliggende sak ikke er noe som tilsier at det foreligger noen slik beslutning fra vedkommende nasjonale myndighet. Den tsjekkiske republikk ser det derfor slik at det andre krav – at transaksjonen eller handelsordren må være i samsvar med akseptert markedspraksis – ikke kan oppfylles. I tillegg gjør den gjeldende at begrepet legitim begrunnelse» ikke kan leses isolert, for

«akseptert markedspraksis» og «legitim begrunnelse» har overlappende innhold.¹⁷ I denne forbindelse anfører den at grunnene beskrevet av den anmodende domstol kan anses som legitime, forutsatt at grunnene er i samsvar med akseptert markedspraksis, noe det er den anmodende domstol som må bringe på det rene.

96. Når det gjelder det femte spørsmål, anfører Den tsjekkiske republikk at dette bør besvares bekreftende. Den er av den oppfatning at det faktum at den aktuelle opplysning ikke har blitt offentliggjort eller er allment tilgjengelig, er uten betydning for anvendelsen av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c. I denne sammenheng gjør den for det første gjeldende at ordlyden i bestemmelsen – det vil si henvisningen til «på annen måte» – tyder på at den ikke utelukkende gjelder for offentlig spredning av informasjon, siden de avgjørende faktorer er informasjonens mulige virkninger (gir den, eller forventes den å gi, uriktige eller villedende signaler) og kunnskapen hos den person som sprer informasjonen. For det andre, ifølge Den tsjekkiske republikk, kan selv informasjon som bare spres mellom to enkeltpersoner, utgjøre markedsmanipulering.

97. På det grunnlag mener Den tsjekkiske republikk at målene direktivet forfølger, ville blitt undergravd hvis spredningen av informasjon som gir eller kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler med hensyn til finansielle instrumenter, skulle falle utenfor forbudet mot markedsmanipulering i direktivet artikkel 5, utelukkende med henvisning til at den aktuelle informasjon ikke var offentliggjort eller var allment tilgjengelig.

98. Den tsjekkiske republikk anmoder EFTA-domstolen om å besvare spørsmålene på følgende måte:

Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt må tolkes slik at en reell transaksjon, så vel som enhver annen transaksjon eller handelsordre, kan falle inn under denne bestemmelses virkeområde og kan derfor utgjøre markedsmanipulering. Det samme vil være tilfelle for en handelsordre som inngis, eller en transaksjon som utføres og meldes til markedet, selv med korrekt pris og volum.

Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt må tolkes slik at de individuelle forutsetninger for investorene, som deres strategi, verdivurdering av det aktuelle verdipapir 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 interesse, skal tas i betraktning ved en vurdering av om kursen er på et unormalt eller kunstig nivå.

¹⁷ Det vises til Andri Fannar Bergþórsson: *What Is Market Manipulation? An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context*, 2018, s. 260, og Rudiger Veil, *European Capital Markets Law*, andre utgave, 2017, s. 238.

Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt må tolkes slik at én enkelt handelsordre eller transaksjon kan anses å etablere et «unormalt eller kunstig nivå» etter denne bestemmelse.

Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt må tolkes slik at en transaksjon som gjelder et verdipapir som ikke handles i en auksjon, men som har kommet til gjennom direkte forhandlinger mellom to av flere meglerhus, kan sikre kursen i henhold til denne bestemmelse. I denne sammenheng er spørsmålet om i hvilken grad eller under hvilke omstendigheter en slik transaksjon kan sikre den aktuelle kurs, irrelevant.

Begrepet «legitime grunner» etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a må tolkes slik at det omfatter et tilfelle der den part som har utført en transaksjon eller ordre som oppfyller kriteriene i bestemmelsens første og andre strekpunkt, 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,*

forutsatt blant annet at slike motiv er i samsvar med akseptert markedspraksis på det berørte regulerte marked, noe som det er opp til den nasjonale domstol å vurdere.

Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c må tolkes slik at en opplysning kan anses som «spredt» selv om opplysningen ennå ikke har blitt offentliggjort eller er allment tilgjengelig.

ESA

99. ESA vurderer de to første spørsmål samlet og forstår dem slik at de i angår om en reell, korrekt rapportert transaksjon i prinsippet kan rammes av definisjonen av markedsmanipulering.

100. For det første gjør ESA gjeldende at det ikke er noe i ordlyden i verken det første – eller for den saks skyld det andre – strekpunkt i artikkel 1 nr. 2 bokstav a som indikerer at reell og/eller korrekt rapporterte transaksjoner av prinsipp bør utelukkes fra begrepet markedsmanipulering. Faktisk er det ingenting i ordlyden i seg selv som tilsier at den objektive atferd den beskriver må kombineres med et subjektivt element, for eksempel en indikasjon på forsett om å begå markedsmissbruk, slik som å utføre en transaksjon som ikke er reell eller som er feilrapportert for å føre markedet bak lyset.

101. Lest i sammenheng innebærer begrepene «uriktig» eller «villedende» å gi feil oppfatning eller inntrykk og derfor få noen til å tro noe som ikke er sant. Med andre ord kan de oppfattes slik at de gir uttrykk for et element av forsett. Imidlertid kan en transaksjon likevel gi et «villedende» signal, selv om den er reell og/eller korrekt rapportert, dersom hensikten er å manipulere. I denne sammenheng bemerker ESA at selv om transaksjonene og ordrene som var gjenstand for saken *IMC Securities*¹⁸ var reelle transaksjoner, utelukket ikke EU-domstolen dem fra begrepet markedsmanipulering.

102. ESA gjør gjeldende at formålet med direktivet, som særlig kommer til uttrykk i betraktning 2 og 12 og som er anerkjent i EU-domstolens rettspraksis, er å sikre finansmarkedenes troverdighet i EU og styrke investorenes tillit til disse markeder. Den riktige tolkning av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a kan dermed ikke være i strid med dette formål, og det virker ikke å være noen prinsipielle grunner til at reelle og/eller korrekt rapporterte transaksjoner ikke skulle kunne villedde investorer.

103. Videre hevder ESA at sett i lys av gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4, og særlig bokstav a og dens beskrivelsen av signaler som bør tas i betraktning ved en vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a, synes det klart at behørig rapporterte reelle transaksjoner kan rammes av artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt.

104. Avslutningsvis fremsetter ESA visse tilleggskommentarer til hovedsakens strafferettslige karakter. ESA gjør gjeldende at det må utvises særlig aktsomhet for å sikre at det tas særlig hensyn til grunnleggende EØS-rettslige prinsipper, herunder prinsippene om uskyldspresumsjon og rettssikkerhet, noe som også innebærer at grensene for hva som er straffbart som markedsmanipulering bør være forutsigbare.

105. Når det gjelder det tredje spørsmål, behandler ESA hver av de tre deler separat.

106. Når det gjelder første del av tredje spørsmål, forstår ESA spørsmålet slik at det spørres om det er forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at de individuelle forutsetninger til investoren(e) som gjennomfører transaksjonene, kan brukes til å fastslå om kursnivået til handelsordrer eller transaksjoner er «unormalt» eller «kunstig».

107. ESA bemerker at det kan argumenteres for at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt bare kan anvendes på transaksjoner som er gjennomført på tilstrekkelig likvide og gjennomsiktige markeder med en markedskurs som er fastslått eller lett kan fastslås. Markedsmanipulering av markeder som er illikvide og ikke gjennomsiktige, som det norske obligasjonsmarked, vil da bare kunne straffes etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt.

¹⁸ Det vises til dommen i *IMC Securities*, som omtalt over.

108. Ifølge ESA ville imidlertid en slik tolkning føre til en utilbørlig begrensning av begrepet markedsmanipulering og være i strid med direktivets mål. I de fleste tilfelle vil bedømmelsen av om en markedskurs har blitt sikret på et «unormalt» eller «kunstig» nivå, ikke baseres utelukkende på det uunngåelige faktum at enhver ordre som plasseres, på en eller annen måte vil påvirke markedet. I stedet vil den baseres på en objektiv vurdering av markedsforholdene og ta i betraktning hva markedskursen ville ha vært om de aktuelle transaksjoner eller handelsordrer ikke hadde blitt utført, og om markedskursen ble påvirket av måten transaksjonene eller handelsordrene ble utført på.

109. Slik ESA vurderer det, er det imidlertid i enkelte tilfelle, som i den foreliggende sak, umulig å utelukke muligheten for at en investors individuelle forutsetninger på markedet er de eneste faktorer som foreligger for å fastslå hva som ville være normal kurs for en obligasjon. Under slike omstendigheter, når det ikke er mulig å fastslå en normal markedskurs, for eksempel på grunn av mangel på likviditet i markedet, må det være mulig å ta hensyn til de individuelle motiv, forutsetninger eller kunnskap hos personer som utfører transaksjoner eller inngir ordrer. Det kan dessuten også sees på de individuelle forutsetninger for alle investorer i en viss avgrenset sektor av et marked, når markedskursen ikke kan fastslås ved hjelp av generelt aksepterte objektive standarder. Dersom markedskursen fastslås gjennom forhandlinger med individuelle investorer som hver arbeider ut fra en konkret investeringsstrategi, er det mulig at markedskursen på dette bestemte marked (eller del av markedet) kan fastslås i tilstrekkelig grad ved å identifisere en sentral tendens og kursdifferansen mellom investorenes individuelle forutsetninger.

110. Når det gjelder andre del av tredje spørsmål, slår ESA fast at det er forenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at én enkelt handelsordre eller transaksjon kan etablere et kursnivå som er «unormalt» eller «kunstig».

111. ESA gjør gjeldende at målet med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt er å sikre markedseffektivitet ved å forhindre at kursene kan sikres på et «unormalt eller kunstig nivå». I *IMC Securities* kom EU-domstolen til at kursene kunne sikres på et slikt nivå også om de ikke opprettholdt dette nivå i mer enn en viss tid, som i den aktuelle sak «ikke varte i mer enn ett sekund».¹⁹ Selv om dommen gjelder varigheten av en kunstig eller unormalt sikret kurs, anfører ESA at EU-domstolens resonnement er relevant i den foreliggende sak. EU-domstolens resonnement var at direktivets formål «would be undermined if conduct such as that contemplated in Article 1(2)(a) second indent» kunne falle utenfor forbudets virkeområde bare fordi atferden «gave rise to a single transaction».

112. På samme måte gjør ESA gjeldende at direktivets formål, som er å beskytte finansmarkedenes troverdighet, vil kunne undergraves dersom markedsmanipulering var utelukket i en situasjon hvor én enkelt transaksjon sikret markedskursen på et unormalt

¹⁹ Som omtalt over.

eller kunstig nivå. Uansett kan det ikke utelukkes at én enkelt transaksjon under enkelte omstendigheter kan påvirke markedskursen til den aktuelle obligasjon. Slik ESA ser det, krever dette en vurdering i det enkelte tilfelle. I vurderingen av om den aktuelle transaksjon påvirker markedskursen, bør den anmodende domstol ta i betraktning faktorer som markedsdominans, markedets art og type, om markedet er likvid eller illikvid, om markedet er gjennomsiktig, transaksjonens volum, måten markedskursen fastsettes på, samt markedets størrelse.

113. ESA oppfatter tredje del av tredje spørsmål slik at det gjelder i hvilken grad forhandlingsbaserte transaksjoner, i motsetning til auksjonsbaserte transaksjoner mellom to eller flere meglerhus, kan sikre kursen etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt.

114. Ifølge ESA er det første spørsmål som må besvares i denne sammenheng, om forhandlingsbaserte transaksjoner mellom to eller flere meglerhus i det hele tatt er egnet til å «sikre» kursen. ESA gjør gjeldende at dette kan skje i sjeldne tilfelle. Ved å ta hensyn til faktorer som markedsdominans, markedets art og type, om markedet er likvid eller illikvid, om markedet er gjennomsiktig, transaksjonens volum, måten markedskursen fastsettes på, samt markedets størrelse, kan det fastslås i hvilken grad og under hvilke omstendigheter slike forhandlingsbaserte transaksjoner er egnet til å sikre markedskursen.

115. ESA er av den oppfatning at det er vanskelig å beskrive en klar grense mellom transaksjoner som er egnet til å sikre kursen, og de som ikke er det, på en generell og abstrakt måte. Svaret må heller baseres på en vurdering i det enkelte tilfelle. Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt utelukker imidlertid ikke muligheten for at en transaksjon som har kommet til gjennom direkte forhandlinger mellom to eller flere meglerhus, kan sikre en markedskurs på et unormalt eller kunstig nivå.

116. Når det gjelder det fjerde spørsmål, gjør ESA gjeldende at den vurdering domstolene må gjøre for å fastslå om det foreligger «legitime grunner», må variere fra sak til sak, og at det ikke finnes noen uttømmende liste over legitime transaksjoner som er forenlige med direktivet. ESA forstår siste ledd i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a slik at den bare blir relevant etter at det er brakt på det rene at en bestemt transaksjon rammes av første eller andre strekpunkt i artikkel 1 nr. 2 bokstav a. Tilsynelatende inneholder bestemmelsen to kumulative kriterier, forbundet med ordet «og», som begge må være oppfylt for at en bestemt transaksjon eller ordre skal kunne omfattes av unntaket. ESA viser til det første av disse som «legitime grunner»-kriteriet. Det fjerde spørsmål fokuserer på dette kriterium.

117. Når det gjelder kriteriet om «akseptert markedspraksis», bemerker ESA at disse er definert i direktivet artikkel 1 nr. 5 som: «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».

118. ESA bemerker at ut fra den informasjon de har tilgjengelig, er det ingenting som tyder på at noen akseptert markedspraksis som er relevant for det foreliggende marked, har blitt kunngjort eller på annen måte gjort tilgjengelig av Finanstilsynet. Dette synes å innebære at handlere ikke kan oppfylle det andre kriterium. Hvis bestemmelsen tolkes slik at begge kriterier må være oppfylt for at unntaket skal gjelde, vil det synes umulig for en handler å utføre transaksjoner som omfattes av unntaket.²⁰ I situasjoner som den hovedsaken gjelder, der staten ikke har gjort akseptert markedspraksis tilgjengelig, ville dette med andre ord gjøre bestemmelsen umulig å anvende og helt grunnleggende endre balansen den gir uttrykk for, der handlinger som omfattes av første og andre strekpunkt er knyttet til unntaket fastsatt i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a siste ledd. Selv om spørsmålet ikke er uttrykkelig tatt opp i foreleggelsen, gjør ESA gjeldende at dette ikke kan være en korrekt forståelse av bestemmelsen.

119. Når det gjelder forståelsen av begrepet «legitim», bemerker ESA at teksten i direktivet ikke gir noen direkte veiledning. Likevel fastsetter underavsnittet som følger etter hoveddefinisjonen av «markedsmanipulering» i artikkel 1 nr. 2 bokstav a, b og c, tre eksempler utledet fra nevnte definisjon: «atferd der én person eller flere personer i fellesskapsikrer 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 stengetid 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».

120. ESA gjør gjeldende at disse eksempler er illustrasjoner på motiv for transaksjoner eller handelsordrer, slik som å sikre en viss virkning av «en dominerende stilling når det gjelder tilbudet av eller etterspørselen etter et finansielt instrument», som aldri kan anses som legitime.

121. Motsetningsvis kan man i følge ESA utlede av definisjonen av akseptert markedspraksis i direktivet artikkel 1 nr. 5, som «praksis som med rimelighet kan forventes

²⁰ Det vises til Panagiotis K. Staikouras, «Four Years of MADness: The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation through the Lens of a Critical, Comparative Analysis», *European Business Law Review*, vol. 19, 2008, s. 775-809, s. 803, Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik*, 2017, s. 512-513, Niamh Moloney, som omtalt over, s. 750-751, Odd-Harald B. Wasenden, *Om det finansielle kraftmarkedet: En rettslig studie, med vekt på reguleringen av informasjonstilgang og markedsatferd*, 2007, s. 296-301, 367-369, og Andri Fannar Bergþórsson: *What Is Market Manipulation? An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context*, 2018, s. 261.

på ett eller flere finansmarkeder», at en legitimt grunn også med rimelighet må kunne forventes dersom den skal kunne påberopes i denne sammenheng.

122. Mer generelt anfører ESA at EU-domstolen har lagt til grunn at direktivets formål er «to protect the integrity of EU financial markets and to enhance investor confidence in those markets».²¹ Dermed må henvisningen til interesser som er «legitime», vise til grunner som personer som regelmessig foretar transaksjoner på det aktuelle marked ville anse som legitime, og som ikke er i strid med dette formål.

123. Etter ESAs oppfatning innebærer dette en todelt test. For det første kan motivet for transaksjonene eller handelsordrene ikke ha vært i strid med formålet om å styrke troverdigheten til finansmarkedene i EØS-området og å styrke tilliten til disse. For det andre kan transaksjonene eller handelsordrene ikke ha skadet troverdigheten til finansmarkedene i EØS-området eller tilliten til disse. Denne todelte test er nødvendig fordi transaksjoner med skadeformål aldri kan være legitim, og på samme måte kan heller ikke transaksjoner med skadelig virkning være legitime.²² Eksemplene i anmodende domstols andmodning om ønsket om 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» må undersøkes på bakgrunn av disse hensyn. I prinsippet synes de ifølge ESA å kunne utgjøre legitime grunner for å utføre en transaksjon, forutsatt at motivet for og virkningene av transaksjonene ikke motvirker direktivets formål, noe som det er opp til den nasjonale domstol å vurdere.

124. Endelig, når det gjelder det femte spørsmål, anfører ESA at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c tilsier at for at opplysningen skal kunne bli spredt, må dette finne sted blant annet gjennom «mediene» og «Internett». ESA gjør gjeldende at begrepene «mediene» og «Internett» viser til massekommunikasjonsmidler, og at det er snakk om en viss offentliggjøring. På den andre side anfører ESA at bestemmelsen også åpner for at spredning kan skje «på annen måte», som vil omfatte alle andre former for kommunikasjon.

125. ESA understreker at formålet med direktivet særlig er å sikre finansmarkedenes troverdighet i EU og styrke investorenes tillit til disse markeder. Følgelig vil spredning av informasjon «på annen måte» som skader troverdigheten til markedet i EØS og undergraver investorenes tillit til de markeder, anses som markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c, forutsatt at bestemmelsens øvrige vilkår er oppfylt.

126. ESA gjør av den grunn gjeldende at opplysningen kan anses som spredt både når en investor har kontaktet en megler, selv om opplysningen ennå ikke har blitt offentliggjort

²¹ Det vises til dommen i *IMC Securities*, som omtalt over.

²² Det vises til Gina-Gail S. Fletcher, «Legitimate yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation», *Duke Law Journal*, vol. 68, 2018, s. 479–554.

eller er allment tilgjengelig, og når megleren faktisk har videreformidlet opplysningen til en eller flere investorer i markedet, forutsatt at opplysningen skader finansmarkedenes troverdighet og undergraver investorenes tillit til disse markeder.

127. ESA anmoder EFTA-domstolen om å besvare spørsmålene på følgende måte:

1. Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt er ikke til hinder for at reelle transaksjoner, som er transaksjoner som overfører regning og risiko med full virkning mellom uavhengige parter, kan kvalifiseres som markedsmanipulering.

2. Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt er ikke til hinder for at transaksjoner som er gjennomført og meldt til markedet med korrekt pris og volum, kan kvalifiseres som markedsmanipulering.

3. Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt må tolkes slik at det ikke er til hinder for at én enkelt handelsordre eller transaksjon kan anses å etablere et unormalt eller kunstig nivå. Det er heller ikke til hinder for at transaksjoner som har kommet i stand gjennom direkte forhandlinger mellom to eller flere meglerhus, kan være egnet til å sikre en markedskurs på et unormalt eller kunstig nivå. Bedømmelsen av om en markedskurs har blitt sikret på et «unormalt» eller «kunstig» nivå, må normalt gjøres på grunnlag av en objektiv vurdering av markedsf forholdene, herunder en vurdering av hva en «normal» markedskurs ville være. Det er bare når det ikke er mulig å fastsette en normalt markedskurs, for eksempel på grunn av mangel på likviditet i markedet, at det kan tas hensyn til de individuelle motiv, forutsetninger eller kunnskap hos personer som utfører transaksjoner eller inngir ordrer.

4. Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt må tolkes slik at begrepet legitime grunner for transaksjonen eller handelsordrene omfatter enhver grunn som personer som regelmessig foretar transaksjoner på det aktuelle marked, ville anse som legitim, og som verken har som mål eller virkning å undergrave troverdigheten til finansmarkedene i EØS-området og tilliten til disse markeder.

5. Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c må tolkes slik at en opplysning skal anses som «spredt» når en investor har gitt opplysningen til en megler med forventning om at den vil bli videreformidlet til én eller flere andre investorer i markedet, selv om opplysningen ennå ikke har blitt offentliggjort eller er allment tilgjengelig, dersom opplysningen skader finansmarkedenes troverdighet og undergraver investorenes tillit til disse markeder.

Kommisjonen

128. Kommisjonen forstår det slik at den anmodende domstol med sine fem spørsmål i bunn og grunn søker å avklare begrepet «markedsmanipulering» etter direktivet artikkel 1

nr. 2 i to henseender. Den ønsker for det første å bringe på det rene under hvilke omstendigheter, om i det hele tatt noen, en transaksjon om kjøp eller salg av en obligasjon som ved første øyekast er legitim, vil utgjøre markedsmanipulering, og for det andre om spredning av informasjon fra en investor til en megler med sikte på at den skal videreformidles til en eller flere investorer, eller i tilfelle der den har blitt videreformidlet til en eller flere investorer, utgjør spredning av informasjon som utgjør markedsmanipulering.

129. Når det gjelder spørsmål 1 til 3, gjør Kommisjonen gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav må leses sammen med artikkel 4 i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF med hensyn til begrepet markedsmanipulering – som inneholder en ikke-uttømmende liste over signaler det bør tas hensyn til når transaksjoner eller handelsordrer undersøkes, men som ikke nødvendigvis i seg selv bør anses som markedsmanipulering – og artikkel 2 i gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF med hensyn til begrepet akseptert markedspraksis.

130. Når det gjelder spørsmål 1 til 3, gjør Kommisjonen også gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a krever en objektiv vurdering av hvilke bestanddeler en transaksjon eller handelsordre består av. En slik analyse vil omfatte en vurdering av virkningene eller konsekvensene av transaksjonen eller handelsordren i det aktuelle marked med henvisning til begrepene som brukes i artikkel 1 nr. 2 bokstav a, som «uriktig eller villedende», «sikre», «kurs» og «unormalt eller kunstig nivå». Disse begreper baserer seg ikke på den berørte persons subjektive intensjon. Ifølge Kommisjonen er det samme tilfelle når det gjelder begrepene «transaksjon» og «spredning», som krever en undersøkelse av det aktuelle marked og de skritt atferden består av. Dette er det opp til den anmodende domstol å ta stilling til.

131. Når det gjelder det første spørsmål, anser Kommisjonen at det ikke er klart om den anmodende domstol bare viser til transaksjonen som fant sted 19. august 2016, eller til transaksjonen som fant sted 22. august 2016, eller begge. Kommisjonen gjør gjeldende at begrepet «transaksjon» ikke begrenser seg til fiktive transaksjoner. I fravær av ulovlig samarbeid mellom selger og kjøper er imidlertid en transaksjon som følger av aksept av et bud, tilsynelatende legitim. Dette gjelder begge de to transaksjoner i saken for den anmodende domstol.

132. Kommisjonen bemerker videre når det gjelder overføringen av risiko og eierskap, at etter gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4 bokstav c er mangelen på endring av reelt eierskap et signal – som ikke kommer til syne i den foreliggende sak – som kan tas i betraktning ved vurdering av om en transaksjon utgjør markedsmanipulering. For at legitimiteten ved transaksjonene skal kunne trekkes i tvil, og for å kunne konkludere med hva som utgjør markedsmanipulering, må andre elementer fra direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt være til stede, for eksempel at transaksjonen faktisk «gir eller kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler», lest i sammenheng med gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4. Derfor anser Kommisjonen at en

transaksjon som tilsynelatende er legitim, ikke i seg selv er utelukket fra virkeområdet til direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a.

133. Når det gjelder det andre spørsmål, og i lys av sitt forslag til svar på det første spørsmål, gjør Kommisjonen gjeldende at en transaksjon som ved første øyekast anses som legitim, og som meldes til markedet med korrekt pris og volum, sammen med den påfølgende rapportering til vedkommende myndighet og den utsatte offentliggjøring fra børsen, og som følger av at en selger har akseptert et bud fra en annen markedsdeltaker, bare kan anses å utgjøre markedsmanipulering hvis den likevel gir eller kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler med hensyn til tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen til finansielle instrumenter.

134. Kommisjonen bemerker at svaret på spørsmålet om en transaksjon gir eller kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, krever en vurdering av alle omstendigheter som transaksjonen utføres i, og virkningene – herunder eventuell skade – den har på den aktuelle marked. I denne sammenheng gjør Kommisjonen gjeldende at ethvert argument som måtte bli fremsatt med hensyn til kjøperens eller selgerens motiv, for eksempel om det foreligger en reell interesse i transaksjonen, vil innebære en subjektiv vurdering som ikke er relevant. Tvert imot vil gjennomføring av en transaksjon som har funnet sted, og som er i samsvar med etablert standard og praksis på et relevant marked, innebære at transaksjonen som sådan umiddelbart anses som legitim og følgelig ikke uriktig, i ordets objektive forstand.

135. Kommisjonen gjør gjeldende at dersom den anmodende domstol likevel skulle komme til at de aktuelle transaksjoner var resultatet av et ulovlig samarbeid mellom den potensielle kjøper som la ut budet, og selgeren som godtok det, ville transaksjonen måtte anses som fiktiv og følgelig også alle virkninger den hadde på det aktuelle marked. Transaksjoner som ikke gjenspeiler den aktuelle investors reelle interesse, kan anses å utgjøre markedsmanipulering hvis for eksempel disse transaksjoner inngår i en handelsstrategi (se i denne sammenheng direktivet artikkel 1 nr. 2 andre ledd første strekpunkt). Kommisjonen gjør gjeldende at – selv om dette i de fleste situasjoner ville innebære en serie transaksjoner – en slik strategi kan bestå av én enkelt transaksjon.

136. Når det gjelder vurderingen av hva som utgjør villedende signaler, anfører Kommisjonen at dette krever en grundigere vurdering. Her må det tas hensyn til om transaksjonen oppnår virkninger som er slik at de utgjør en vesentlig endring med hensyn til tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen til det finansielle instrument. Disse virkninger kan også omfatte – uten å være begrenset til – atferden eller aktivitetene nevnt i gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4. Kommisjonen gjør gjeldende at et av de elementer som må tas i betraktning i hovedsaken for å bringe på det rene om kursen var villedende, er å vurdere om ankemotpart F fastsatte kursnivået for den første transaksjon uten noen objektiv vurdering av det aktuelle marked.

137. Derfor gjør Kommisjonen gjeldende at en situasjon der en handelsordre inngis eller en transaksjon utføres og meldes til markedet, med korrekt pris og volum, bare kan anses å utgjøre markedsmanipulering hvis den anses å gi uriktige eller villedende signaler med hensyn til tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen til det aktuelle finansielle instrument. Her vil det kreves en objektiv vurdering av virkningen av transaksjonen på det aktuelle marked.

138. Når det gjelder første del av tredje spørsmål, gjør Kommisjonen gjeldende at begrepene «unormalt» og «kunstig» bør forstås i deres vanlige betydning. Kommisjonen viser til gjennomføringsdirektiv 2003/124/EF artikkel 4 og gjør gjeldende at i et tilfelle av markedsmanipulering som påvirker kursen på et finansielt instrument, bør den aktuelle kurs representere et vesentlig avvik fra den kurs det aktuelle marked normalt ville forvente. I illikvide markeder, som det marked hovedsaken gjelder, der det ikke finnes noen kursinformasjon tilgjengelig, vil vurderingen av om en kurs har blitt sikret på et unormalt eller kunstig nivå, kreve sammenligning mot en tidligere kurs og en sammenligning med endringene i handels- og markedsforholdene for det aktuelle finansielle instrument.

139. Kommisjonen gjør gjeldende at kursen på et verdipapir bestemmes av samspillet mellom tilbud og etterspørsel. Den virkelige test når det gjelder å fastslå hva et verdipapir er verdt, er den kurs som oppnås i en transaksjon på armlengdes avstand i markedet, dvs. den kurs som oppnås når et kjøpstilbud matcher et salgstilbud med hensyn til både pris og volum. Ifølge Kommisjonen vil de forutsetninger den anmodende domstol har satt opp for investorer, gjøre det mulig å foreta en objektiv vurdering av det aktuelle marked for en gitt obligasjon. Det er lite sannsynlig at en kurs som fremkommer under slike omstendigheter – spesielt sett i sammenheng med saken for den anmodende domstol – vil være kunstig eller unormal. Følgelig er det ikke uforenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt om bedømmelsen av om en kurs ligger på et unormalt eller kunstig nivå, gjøres på grunnlag av en investors individuelle forutsetninger når en handelsordre eller transaksjon foretas, for eksempel de den anmodende domstol viser til.

140. Når det gjelder andre del av tredje spørsmål, gjør Kommisjonen gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt ikke sier noe om hvor mange transaksjoner som må utføres for å sikre et unormalt eller kunstig prisnivå. Derfor kan det ikke utelukkes at én enkelt transaksjon kan være tilstrekkelig til å sikre en slik kurs.

141. Når det gjelder tredje del av det tredje spørsmål, anfører Kommisjonen at etter direktivet artikkel 9 omfatter dets virkeområde finansielle instrumenter som er opptatt til notering på et regulert marked, også om de handles utenfor handelsplassen. Derfor får forbudet mot markedsmanipulering anvendelse også på transaksjoner som gjennomføres bilateralt (i et OTC-marked), etter forhandlinger gjennomført gjennom meglere. Kommisjonen anfører videre at gjeldende markedsverdi bestemmes i et lovlig samspill mellom kjøpstilbud og salgstilbud i markedet, selv om det er betydelig avstand i tid mellom transaksjonene.

142. Når det gjelder det fjerde spørsmål, gjør Kommisjonen gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a siste ledd er rettet mot den – fysiske eller juridiske – person som påberoper seg denne bestemmelse, og krever en subjektiv vurdering av vedkommende persons intensjon og praksis. Kommisjonen gjør gjeldende at begge vilkår – at investorens motiv er legitime, og at transaksjonen er i samsvar med akseptert markedspraksis – må være oppfylt samtidig.

143. Kommisjonen bemerker at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a ikke spesifikt definerer hva begrepet legitim begrunnelse kan innebære. Arten av eller innholdet i det som kan utgjøre en legitim begrunnelse, er derfor ikke beskrevet på noen uttømmende måte. Derfor er det ingenting som tyder på at grunnene angitt i første og tredje strekpunkt i den anmodende domstols spørsmål ikke vil kunne anses som legitime, forutsatt at transaksjonen eller handelsordren er i samsvar med akseptert markedspraksis. Når det gjelder grunnen angitt i andre strekpunkt, gjør Kommisjonen gjeldende at det å utnytte investorers usikkerhet isolert sett kanskje ikke vil kunne anses som legitim, men dette må vurderes ut fra den konkrete sammenheng i den foreliggende sak. I denne forbindelse gjør Kommisjonen gjeldende at ordet «legitim» må forstås i dets vanlige forstand, altså ikke ulovlig eller utilbørlig, eller så uvanlig at det må anses som avvikende, feil eller uærlig.

144. Når det gjelder det andre vilkår, understreker Kommisjonen at det er selve transaksjonen – ikke grunnen som påberopes – som må være i samsvar med det som anerkjennes som akseptert markedspraksis. Kommisjonen bemerker at etter direktivet artikkel 1 nr. 5 defineres gjeldende markedspraksis som en som godtas av vedkommende myndighet. I denne sammenheng viser Kommisjonen til gjennomføringsdirektiv 2004/72/EF artikkel 2, som fastsetter en rekke faktorer som det skal tas hensyn til ved vurdering av markedspraksis.

145. Når det gjelder det femte spørsmål, gjør Kommisjonen gjeldende at direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c krever både en objektiv vurdering – med hensyn til hva som utgjør spredning av informasjon på en bestemt plattform – og en subjektiv, siden bestemmelsen viser til en persons kunnskap med hensyn til sine handlinger.

146. Kommisjonen gjør gjeldende at forbudet etter sin ordlyd gjelder en form for offentlig spredning som tar sikte på å påvirke markedet, og at uttrykket «på annen måte» ikke bør forstås isolert som noe som skal dekke alle typer kommunikasjon som egentlig er privat. Dette viser snarere til et forum eller en plattform som kan sammenlignes med mediene. Dessuten er ikke det å spre informasjon i seg selv tilstrekkelig. Spredningen må gi, eller forventes å gi, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter. Ifølge Kommisjonen bør begrepene «uriktig» og «villedende» vurderes på samme måte som i forbindelse med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a, som angitt i dens forslag til svar på første og andre spørsmål.

147. Derfor konkluderer Kommisjonen med at det ikke forekommer noen spredning av informasjon etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c i de eksempler den anmodende domstol har gitt i sitt femte spørsmål.

148. Kommisjonen anmoder EFTA-domstolen om å besvare spørsmålene på følgende måte:

1. Direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a utelukker ikke at en transaksjon som ved første øyekast er legitim, kan anses som en transaksjon som «gir eller kan forventes å gi uriktige eller villedende signaler», men andre elementer fra artikkel 1 nr. 2 bokstav a lest sammen med gjennomføringsdirektivet 2003/124/EF artikkel 4 må være til stede for at det skal kunne konkluderes med markedsmanipulering.

2. Ved anvendelse av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt kan en handelsordre som er inngitt eller en transaksjon som er utført og meldt til markedet, med korrekt pris og volum, bare anses å utgjøre markedsmanipulering hvis den anses å gi uriktige eller villedende signaler med hensyn til tilgangen til, etterspørselen etter eller kursen til det aktuelle finansielle instrument. I denne sammenheng vil det kreves en vurdering av virkningen av transaksjonen i markedet for det aktuelle finansielle instrument.

3. Det er ikke uforenlig 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 forutsetninger for investoren(e) som foretar en handelsordre eller transaksjon, slik som for eksempel vedkommendes investeringsstrategi, verdivurdering 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 dermed, for eksempel, ikke selger til lavere kurs enn de samtidig er villige til å kjøpe for.

Samtidig er direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt ikke til hinder for at én transaksjon kan være tilstrekkelig til å sikre kursen på et «unaturlig» eller «kunstig» nivå.

4. Det er ikke uforenlig med direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt at en person oppgir som grunn for å utføre en transaksjon eller handelsordre som oppfyller kriteriene i første og andre strekpunkt, at han utførte transaksjonen eller handelsordren fordi han 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,

forutsatt at de aktuelle transaksjoner eller handelsordrer er i samsvar med akseptert markedspraksis på det aktuelle regulerte marked.

5. Det forekommer ingen spredning av informasjon etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav c 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 en eller flere andre investorer i markedet,*

selv om opplysningen ennå ikke har blitt offentliggjort eller er allment tilgjengelig.

Páll Hreinsson

Saksforberedende dommer