



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Danske Bank A/S
Holmens Kanal 2-12
DK - 1092 Copenhagen K
DENMARK

Vår referanse
23/2053

15.01.2025

Vedtak om overtredelsesgebyr

1. Innledning

Det vises til Finanstilsynets varsel om vedtak om overtredelsesgebyr av 25. september 2024 for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon og svarbrev fra Danske Bank A/S ("Danske Bank") v/advokatfirmaet Thommessen av 31. oktober 2024, samt øvrig korrespondanse i saken mellom Danske Bank og Finanstilsynet i Danmark ("Finanstilsynet DK").

Som kjent har Finanstilsynet i samarbeid med Finanstilsynet DK, undersøkt transaksjoner gjennomført av Danske Bank i februar 2023.

De relevante transaksjonene ble gjennomført i det norske renteswapmarkedet. Transaksjonene ble utført i forbindelse med syndikeringen av et statsobligasjonslån for Norges Bank 7. februar 2023. Syndikeringen av lånet ble foretatt av DNB Bank ASA, Skandinaviska Enskilda Banken AB, Danske Bank A/S og Nordea Bank Abp ("syndikatbankene"). I syndikeringen ble norsk swaprente brukt som prisreferanse for lånets effektive rente og tilhørende kurs.

Finanstilsynets konklusjon er at Danske Bank har overtrådt forbudet mot markedsmanipulasjon i markedsmissbruksforordningen¹ (MAR) artikkel 15 jf. artikkel 12 nr. 1 a) jf. vphl. § 3-1. Finanstilsynet har på denne bakgrunn truffet et vedtak om å ilegge Danske Bank et overtredelsesgebyr på 50 millioner kroner, jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") §§ 21-1 (1), 21-9 og 21-14 og forvaltningsloven § 46.

Transaksjonene ble gjennomført ved Danske Banks filial i Norge. Finanstilsynet har stedlig tilsynskompetanse og sanksjonskompetanse for handlinger foretatt på norsk territorium jf. vphl. § 3-1 tredje ledd jf. MAR artikkel 22.

2. Sakens rettslige utgangspunkter

Det følger av vphl. § 3-1 første ledd at MAR med visse tilpasninger som følger av EØS-avtalen vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig, gjelder som lov i Norge.

¹ Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 av 16. april 2014 om markedsmissbruk ("markedsmissbruksforordningen") er gjennomført i verdipapirhandelloven (vphl.), jf. vphl. § 3-1

Virkeområde til forordningen følger av MAR artikkel 2, hvor det fremgår:

1. Denne forordningen får anvendelse på:

- a. *finansielle instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked, eller som er søkt opptatt til handel på et regulert marked,*
- b. *finansielle instrumenter som handles på en MHF, som er opptatt til handel på en MHF, eller som er søkt opptatt til handel på en MHF,*
- c. *finansielle instrumenter som handles på en OHF,*
- d. *finansielle instrumenter som ikke omfattes av bokstav a), b) eller c), hvis kurs eller verdi avhenger av eller har innvirkning på kursen på eller verdien av et finansielt instrument nevnt i disse bokstavene, herunder, men ikke begrenset til kredittapsbytteavtaler (CDS-er) og differansekontrakter (CFD-er).*

[...]

3. *Denne forordning får anvendelse på enhver transaksjon, ordre eller atferd i tilknytning til ethvert finansielt instrument som nevnt i nr. 1 og 2, uavhengig av om transaksjonen, ordren eller atferden finner sted på en handelsplass eller ikke.*

4. *Forbudene og kravene i denne forordning får anvendelse på handlinger og unnlater, i Unionen og i tredjestater, i tilknytning til instrumentene nevnt i nr. 1 og 2.*

Etter MAR artikkel 15 er markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon forbudt. Etter MAR artikkel 12 nr. 1 omfatter markedsmanipulasjon blant annet:

"a. *Inngåelse av en transaksjon, plassering av en handelsordre eller enhver annen atferd som*

- i) *gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument, [...], eller*
- ii) *sikrer eller er egnet til å sikre ett eller flere finansielle instrumenter, [...] på et unormalt eller kunstig nivå,*

med mindre personen som inngår en transaksjon, plasserer en handelsordre eller deltar i enhver annen atferd, godtgjør at transaksjonen, ordren eller atferden har blitt foretatt av legitime grunner og er i samsvar med akseptert markedspraksis i henhold til MAR artikkel 13."

I MAR artikkel 12 nr. 2 bokstav b, fremgår det at blant annet følgende former for atferd anses som markedsmanipulasjon:

b. Kjøp eller salg av finansielle instrumenter ved markedets åpnings- eller stengetid, som har eller er egnet til å ha den virkningen at investorer som handler på grunnlag av oppgitte kurser, herunder åpnings- og sluttkurser, villedes.

Vedlegg 1 til MAR angir i bokstav A en ikke-uttømmende liste over indikatorer på manipulerende atferd relatert til falske og villende signaler og kurssikring. Eksempler på slike indikatorer er:

- (b) *I hvilken utstrekning handelsordrer som inngis, eller transaksjoner som utføres av personer med en betydelig kjøps- eller salgsposisjon i et finansielt instrument, [...], medfører betydelige endringer i kursen på det finansielle instrumentet [...].*
- (e) *I hvilken utstrekning handelsordre som inngis, eller transaksjoner som utføres, er konsentrert til et kort tidsrom av handelsperioden og senere reverseres, og*

- (g) *I hvilken utstrekning handelsordre inngis eller transaksjoner utføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referansepriser, oppgjørpriser eller verdiberegninger foretas, og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slike priser og beregninger."*

Indikatorene er utdypet i vedlegg II til kommisjonsforordning 2016/522 som er gjennomført i verdipapirforskriften § 3-1 fjerde ledd. Det fremgår avsnitt 1 nr. 5 d):

"Former for praksis som spesifiserer indikatoren i avsnitt A bokstav e) i vedlegg I til forordning (EU) nr. 596/2014:

[...]

- (d) *Kjøp eller salg av et finansielt instrument, en tilknyttet spotkontrakt på varer eller et auksjonsprodukt basert på utslippskvoter, på referansetidspunktet for handelsperioden (f.eks. ved åpning, stenging eller oppgjør) i et bevisst forsøk på å øke, redusere eller holde referanseprisen (f.eks. åpningskurs, sluttkurs, oppgjørpris) på et bestemt nivå – vanligvis kjent som «marking the close». Denne praksisen kan også illustreres med følgende ytterligere indikatorer på markedsmanipulasjon:*

[...]

- iii. *Transaksjoner som utføres, eller handelsordrer som inngis, særlig nær et referansepunkt i løpet av handelsdagen, som på grunn av sin størrelse i forhold til markedet klart har en betydelig innvirkning på tilbudet eller etterspørselen, prisen eller verdien.*
- iv. *Transaksjoner eller handelsordrer som det ikke foreligger noen annen åpenbar grunn for, annet enn å øke/senke prisen eller øke handelsvolumet, særlig nær et referansepunkt i løpet av handelsdagen, for eksempel når markedet åpner, eller nær stengt.*

Finanstilsynet kan etter vphl. § 21-1 første ledd ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av MAR artikkel 15 og utfyllende forskrifter. Vilkårene for å ilegge overtredelsesgebyr fremgår av vphl. § 21-9. For juridiske personer vises det i annet ledd til forvaltningsloven § 46 første ledd. Det fremgår av denne bestemmelsen at når det er fastsatt i lov at det kan ilegges en administrativ sanksjon overfor et foretak, er skyldkravet uaktsomhet med mindre noe annet er bestemt. Skyldkravet kan oppfylles ved anonyme og kumulative feil. Ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmålingen fremgår det videre av vphl. § 21-14 at det kan tas hensyn til følgende:

1. overtredelsens grovhet og varighet,
2. graden av skyld hos overtrederen,
3. overtreders finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
4. oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
5. tap påført tredjepart som følge av overtredelsen,
6. vilje til å samarbeide med myndighetene,
7. tidligere overtredelser,
8. forhold som nevnt i forvaltningsloven § 46 annet ledd,
9. andre relevante forhold

Momentene i § 21-14 suppleres av til dels overlappende momenter i forvaltningsloven § 46 annet ledd, som gjelder sanksjoner mot foretak.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Undersøkelser i saken

Finanstilsynet har, i samarbeid med Finanstilsynet DK, foretatt undersøkelser av transaksjoner utført av Danske Bank. Transaksjonene er gjennomført i det norske renteswapmarkedet og ble foretatt i forbindelse med prisingen av en statsobligasjon fra Norges Bank 7. februar 2023. Undersøkelsene ble foretatt blant annet som følge av en rapport fra Danske Bank selv om mulig markedsmanipulasjon i banken. Rapporten ble sendt til Finanstilsynet DK i juli 2023, som videresendte rapporten til Finanstilsynet.

De aktuelle transaksjonene er utført av en megler ("Traderen") ved Danske Banks filial i Oslo. Traderen var ██████████ Renteswapinstrumentet som er omfattet av de aktuelle transaksjonene i saken ble opprettet og tatt opp til handel av en fransk multilateral handelsfasilitet (MHF), Tullett Prebon (MIC: TPIR), 7. februar 2023 kl. 14:14:00, med instrumentnavn "Rates Swap Fixed_Float 10 YEAR NOK-NIBOR 6 MNTH 20330209" og med ISIN EZ8KF586K277, heretter omtalt som 10-års norsk renteswaps.

3.2 Gjennomføring av syndikeringen av statsobligasjonslånet

6. februar 2023 annonserte Norges Bank at de hadde gitt DNB, SEB, Danske Bank og Nordea mandat til å syndikere et nytt 10-års statsobligasjonslån. Syndikeringen av lånet ble gjennomført 7. februar 2023.

Investorer som ønsket å tegne seg i statsobligasjonen ("obligasjonsinvestorer") indikerte sin interesse for obligasjonslånet fra kl. 09:00 7. februar og videre gjennom dagen, i en standard bookbuildingprosess. Investorene indikerte samtidig om de var interessert i å swappe obligasjonens effektive rente til flytende rente ved å inngå en renteswappavtale. Syndikatbankene blir motparter i slike renteswapper med obligasjonsinvestorene. Det oppstod dermed et behov for syndikatbankene å avhende renterisikoen de påtok seg. Denne renterisikoen kan avhendes enten i interbankmarkedet, eller gjennom direkte klientavtaler over-the-counter ("OTC"), forskjellige derivatkontrakter eller andre renteinstrumenter.

De endelige vilkårene for obligasjonslånet ble fastsatt av Norges Bank på syndikeringsdagen kl. 13:55. Allokeringen ble gjennomført kl. 14:40 ("allokeringstidspunktet"), det vil si at investorene som hadde vist sin interesse gjennom dagen 7. februar, nå fikk vite hvor stor prosentandel av opprinnelig budinteresse de faktisk ble allokert. Endelig allokering av opprinnelig budinteresse tar hensyn til parametere som horisont og rasjonale for investeringen, investorkategori, og geografi. Siste frist for obligasjonsinvestorene til å formidle swappebetingelser/-behov til syndikatbankene ble satt til kl. 15:00.

Norges Bank utstedte statsobligasjonen for NOK 22 mrd. I tillegg ble NOK 4 mrd. utover nevnte hovedstolbeløp beholdt av Norges Bank selv på egen bok for eventuelle senere auksjoner, totalt NOK 26 mrd.

3.3 Bruk av referansekurs

3.3.1 Prising av statsobligasjonen

I syndikeringen ble samtidig norsk swaprente brukt som prisreferanse for statsobligasjonen. Den endelige effektive renten og den påfølgende utstedelseskursen på statsobligasjonen ble fastsatt i en Price Call samme dag som syndikeringen, et referansetidspunkt bestemt av Norges Bank. Price Call startet kl. 15:15 og Norges Bank og de fire syndikatbankene deltok under selve Price Call. Selve prisingstidspunktet var kl. 15:20. Når det i det følgende refereres til Price Call vises det til tidsperioden fra kl. 15:15 til 15:20, og når det refereres til prisingstidspunktet vises det til kl. 15:20.

Swaprenten leses av på to ulike referanseskjermer. Valg av referanseskjermer som ble brukt til å reflektere prisreferansen ble gjort av Norges Bank i forkant av syndikeringen. Tullett Prebon, en multilateral handelsfasilitet i Frankrike og Storbritannia og BGC Group ("BGC"), en organisert handelsfasilitet i Storbritannia, ble i tråd med tidligere syndikeringer valgt som referanseskjermer, da de anses som mest likvide og har flest aktører, også internasjonale, i tillegg til de fire syndikatbankene.

Kvotert midswaprente leses av hva renteswapnivået er på disse skjermene på prisingstidspunktet kl. 15:20, hvorav gjennomsnittet av de to skjermene på dette tidspunktet brukes til å reflektere endelig swaprente. Kvotert midswaprente defineres i denne sammenheng som gjennomsnittet av 10-års norsk renteswaps slik den er reflektert på skjermene til Tullett Prebon og BGC på prisingstidspunktet, imidlertid korrigert for en forhåndsavtalt justering tilsvarende -0,2 basispoeng.

Tidspunktet for Price Call ble meldt til syndikatbankene og obligasjonsinvestorene på forhånd og var i stor grad kjent i markedet. Melding om at tidspunktet for Price Call ville starte kl. 15:15, gikk ut 7. februar 2023 kl. 14:40. Dette er det samme tidspunktet som når endelig allokering til investorene ble kjent.

3.3.2 Interessekonflikt

Referansekursen som blir fastsatt i Price Call brukes som nevnt av Norges Bank til å fastsette den effektive renten på statsobligasjonen som skal utstedes i forbindelse med syndikeringen. Den fastsatte effektive renten vil være den renten obligasjonsinvestorene vil motta. For obligasjonsinvestorene som velger å inngå renteswapavtaler med en syndikatbank vil investorene motta flytende rente. Obligasjonsinvestorene som inngår en bindende avtale om å bytte statsobligasjonens effektive rente med syndikatbanken, gjør dette før den faktiske renten er fastsatt. Syndikatbanken får etter renteswapavtalen den samme posisjonen som obligasjonsinvestoren hadde.

Dette medfører en iboende interessekonflikt i syndikeringsprosessen. Fordi syndikatbankene gjennom inngåelse av renteswapper med sine kunder overtar renteeksponeringen i forhold til statsobligasjonen er deres interesse (isolert sett) at den effektive renten blir så høy som mulig ved prisingstidspunktet. For Danske Bank vil en høy rente på prisingstidspunktet gi profitt i alle de kontraktene hvor de har avlastet sin overtakende fastrenterisiko i markedet til en lavere fastrente enn de ender opp med å motta fra obligasjonsinvestorene (det vil si den effektive renten som fastsettes for statsobligasjonen). I denne saken oppsto en profitt for Danske Bank i nær alle renteswapavtaler som ble gjort før og etter prisingstidspunktet. For Norges Bank derimot innebærer en høy effektiv rente økte rentekostnader på statsobligasjonen. Denne interessekonflikten – og dermed sårbarheten for en mulig irregulær påvirkning – er kjent for både Norges Bank og syndikatbankene. Finanstilsynet har forstått det slik at denne interessekonflikten skal håndteres ved at syndikatbankene balanserer sine hedgingstrategier mot den mulige påvirkningen dette kan ha på referanseprisen.

3.4 Danske Banks deltagelse i syndikeringen og deres håndtering av renterisiko

Det er primært fire avdelinger i Danske Bank som er involvert i syndikeringsprosessen og den tilhørende prosessen med å avhende renterisikoen banken overtok fra obligasjonsinvestorene:

- Debt Capital Markets Teamet er kontaktpunkt for Norges Bank og de andre syndikatbankene i forbindelse med syndikeringen av obligasjonslånet. Danske Bank har opplyst til Finanstilsynet at disse opererer bak informasjonsbarrierer.
- Sales Teamet har kontakt med potensielle obligasjonsinvestorer, og er de som kommuniserer deres interesse i obligasjonen til Debt Capital Markets Teamet. Det er videre Sales Teamet

som formidler både det antatte og endelige renteswapbehovet fra obligasjonsinvestorene til Trading Desk Teamet.

- Trading Desk Teamet innehar rollen med å håndtere bankens eget behov for å avhende risikoen de tar på seg i forbindelse med obligasjonsinvestorenes renteswapbehov. Det betyr at det er Trading Desk Teamet som må overveie den potensielle innvirkningen deres avhendingsbehov og aktiviteter vil ha på referanseprisen for obligasjonslånet, og avveie formålet med avhendingsstrategien mot risikoen for å legge unødvendig mye press på prisen som betales for renteswappene under Price Call.
- Risk Teamet håndterer bankens risikoterskler, som Trading Desk Teamet må forholde seg til. Teamet har hovedansvaret for å sette og overvåke risikogrenser, inkludert DV01, som er en målestokk for renterisiko. De sørger for at tradingaktiviteten er i tråd med selskapets overordnede risikopolicy. Risk Teamet overvåker eksponeringer og kan justere grensene basert på markedsforhold og risikokapasitet, og gjøres i samarbeid med de andre avdelingene.

Trading Desk Teamet informeres om relevant informasjon fra Norges Bank gjennom de øvrige teamene. Dette omfatter forhold som tidspunkt for når boken åpnes, vilkår for transaksjonen, allokeringstidspunktet, frist for obligasjonsinvestorene til å melde inn sine renteswapbetingelser, inkludert tidspunktet for Price Call.

I allokeringen av statsobligasjonslånet ble NOK 18,665 mrd. plassert hos investorer hvor Danske Bank var "eier" eller hvor Danske Banks Sales Team var indikert som kontaktperson. Dette utgjorde om lag 85 prosent av det totale lånet på NOK 22 mrd. Basert på allokeringen til Danske Bank sine kunder, endte banken opp med renteswapbehov fra obligasjonsinvestorene tilsvarende NOK 9,6 mrd. i nominell verdi (8 500 000 DV01²), som inkluderer beløpet som allokeres til banken i egenskap av være medlem av syndikatet [redacted]. De øvrige syndikatbankene, DNB, SEB og Nordea, endte opp med renteswapbehov fra obligasjonsinvestorene tilsvarende om lag [redacted] i nominell verdi, til sammen. Danske Bank hadde dermed betydelig større swappebehov enn de andre syndikatbankene. Videre var til sammenligning Danske Bank sitt swappevolum i 2022-syndikeringen på NOK 7,5 mrd. i nominell verdi (6 600 000 DV01).

Danske Bank gjorde gjennom dagen 7. februar anslag på hva det totale renteswapbehovet for banken ville bli. Traderen uttalte om morgenen 7. februar i samtaler med Risk-teamet at risikoen kunne komme opp i NOK 8,5 til 9 mrd. i nominell verdi. Etter dette ble det gjort fortløpende ulike anslag, og senest kl. 13:35 fikk Traderen klare indikasjoner fra [redacted] på at hedgingbehovet ville ligge på NOK 9,6 mrd. Dette er over 1,5 time før Price Call begynner. Det fremgår av uttalelser fra Traderen at han "pushet" salgsvdelingen i banken for å øke renteswapbehovet til banken.

Danske Bank har opplyst at den overtakende renterisikoen på NOK 9,6 mrd. ble avhendet i forskjellige stadier under syndikeringen. De har videre opplyst at det ikke er mulig å identifisere nøyaktig hvordan risikoen ble avhendet, men anslår at ca. 23 prosent ble avhendet før allokeringstidspunktet og før de fikk kjennskap til det endelige avhendingsbehovet. Dette tilsvarer om lag NOK 2,2 mrd. i nominell verdi (1 977 255,57 DV01), og ble i hovedsak gjort som klientordre OTC gjennom renteswapper med ulik løpetid, andre obligasjoner og futureskontrakter.

Ca. 46 prosent ble avhendet mellom allokeringstidspunktet og prisingstidspunktet for statsobligasjonslånet, og ble gjort i det åpne interbankmarkedet hos Tullett Prebon og BGC. Av

² DV01 (Dollar Value of One Basis Point) representerer hvor mye verdien av en obligasjon eller portefølje av rentederivater vil endres for hvert 1 basispunkt (0,01%) endring i renten. En trader opererer derfor som oftest under risikoterskler gjengitt i DV01, og innebærer at selskapets ledelse setter maksimale tillatte verdier for DV01 en trader kan sitte med til enhver tid, men det settes nødvendigvis ikke føringer for hvor raskt risikoen må elimineres, så lenge den ikke overskrides.

nevnte beløp, ble NOK 1,4 mrd. i nominell verdi (1 193 473,27 DV01) gjort under selve Price Call mellom kl. 15:15 og 15:20. Den resterende risikoen ble avhendet i løpet av de neste dagene etter prisingen av statsobligasjonslånet (ca. 30 prosent). Danske Bank har opplyst at det ikke har vært mulig å nøyaktig si når den resterende renterisikoen faktisk ble avhendet, ettersom de både var mottaker og betaler av fastrente i denne perioden, men at risikoen ble ansett som under kontroll av Trading Desk Teamet på slutten av dagen 13. februar.

I tabellen nedenfor er det en oversikt over hendelsesforløpet for Danske Bank sin risikoavhending i forbindelse med Norges Bank syndikeringen:

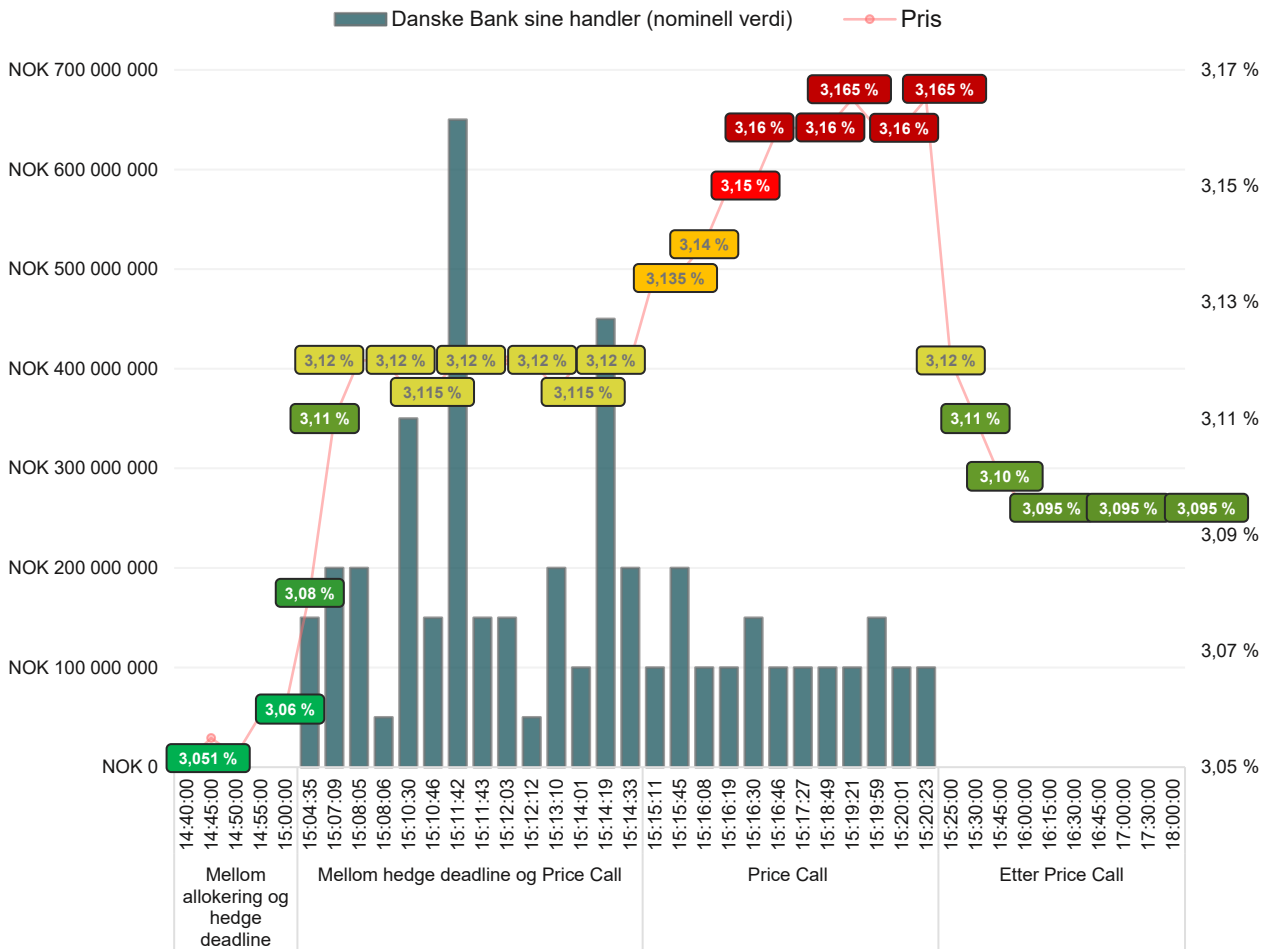
Hendelsesforløp					
Kommentar	Dato	Tidslinje	Prosent av renterisikoen på NOK 9,6 mrd. (8,5m DV01)	Renterisiko avhendet i nominell verdi	Renterisiko avhendet i DV01
Pre-hedge	06.feb	Dagen før syndikeringen	23,65 %	NOK 2 270 000 000	457 361,22 DV01
	07.feb	Før allokering kl. 14:40			1 519 894,35 DV01
Etter allokering	07.feb	Mellom kl. 14:40-15:15	46,35 %	NOK 4 450 000 000	2 711 417,91 DV01
Under Price Call	07.feb	Mellom kl. 15:15-15:20			1 193 473,27 DV01
Etter prisingen	08.feb	Første dag etter syndikeringen	30,00 %	NOK 2 880 000 000	430 428,9 DV01
	09.feb	Andre dag etter syndikeringen			602 701,39 DV01
	10.feb	Tredje dag etter syndikeringen			326 022,33 DV01
	13.feb	Fjerde dag etter syndikeringen			927 534,94 DV01

3.5 Nærmere om Danske Banks handler i forbindelse med Price Call

Finanstilsynet har undersøkt handlene som Danske Bank gjennomførte som ledd i sin risikoavhending i interbankmarkedet 7. februar. Handlene var inngått gjennom request for quote (RFQ) via megler hos Tullett Prebon og BGC. Tilbudene ble formidlet av meglerne på de to markeds plassene via Bloomberg-chat og muntlig korrespondanse, og handlene ble akseptert muntlig. Det ble benyttet et toveis kommunikasjonssystem kalt Squawk Box.

Det er i saken også innhentet transaksjonsdata som viser alle 10-års norsk renteswaps med ISIN kode EZ8KF586K277 som er handlet på BGC og Tullett Prebon 7. februar. Det har ut fra transaksjonsdata ikke vært mulig å finne det nøyaktige tidspunktet for når de ulike handlene er gjennomført. Finanstilsynet har for Danske Banks handler lagt til grunn tidspunkter banken selv har opplyst. Når det gjelder øvrige handler er tidspunktene estimert ut fra prisnivåene på handlene. Se vedlegg 1.

Finanstilsynets undersøkelser viser at Danske Bank gjennomførte 26 handler i perioden fra 15:04 til 15:20, hvorav 12 handler ble gjort i perioden 15:15 til 15:20 under Price Call. Finanstilsynet legger til grunn at det kun er Danske Bank som handlet i perioden 15:07 til 15:20 i det aktuelle instrumentet og at prisen på instrumentet i denne perioden ble flyttet fra 3,11 til 3,16 prosent. I tabellen nedenfor er Danske Bank sin handelsaktivitet oppsummert i en grafisk fremstilling:



Finanstilsynets undersøkelser av Squawk Box-opptaket av meglersamtalene viser at Traderen hadde en frenetisk opptreden ved inngåelse av handlene i denne perioden, og at jo mer det nærmet seg prisingstidspunktet, jo mer aktiv ble han. Traderen ropte blant annet at megleren skulle oppdatere skjermen ("*move your screen*") 16-17 ganger i løpet av en fem minutters periode, og ropte også gjentatte ganger fraser som "*total now*" og "*where is the offer now*". Ved en anledning fikk han beskjed av megler om å slutte å rope. Megleren uttalte "*Stop doing it mate. It's on the fucking chat.*"

Det fremgår videre av transaksjonsdata at Danske Bank sluttet å handle nøyaktig på prisingstidspunktet. I Squawk Box-opptaket av meglersamtalene kan man høre at en person i bakgrunnen, trolig en person som sitter sammen med Traderen, si "*da er vi ferdige*", og så uttaler Traderen "*Aggh fuck it – take me off – OFF OFF OFF!*" [...] "*I am off*". Dette skjer kl. 15:20.

Danske Bank avstod etter dette tidspunktet fra å handle på tilbud om motgående renteswaps ut dagen 7. februar. Megleren hos markedsplassen Tullett Prebon la etter Price Call ut ca. 20 løpende tilbud på 10-års norsk renteswaps. Dette fremgår av Bloomberg-chatten med megleren hos Tullett Prebon. Tilbudene var til gjennomgående lavere nivåer, og prisen fallende, sammenlignet med hva Danske Bank betalte under Price Call. Danske Bank aksepterte som nevnt ingen av tilbudene.

Det fremgår også av dokumentasjon i saken at Traderen i Danske Bank tidligere samme dag som Price Call, fikk tilbud av en kollega i København om å gjøre en motgående renteswap i prisvinduet

ved Norges Bank syndikeringen. Dette ville redusert avhendingsbehovet til Danske Bank, men Traderen avstod fra et slikt tilbud.

3.6 Nærmere om Danske Bank sin hedgingstrategi

Finanstilsynet har gjennomgått store mengder informasjon som er blitt oversendt fra Danske Bank i forbindelse med saken, blant annet lydopptak av telefonsamtaler, Teams samtaler, e-poster, og Bloomberg-chatter.

Finanstilsynet mener at samtaler mellom kollegaer i Danske Bank belyser Danske Banks hedgingstrategi ved avhendingen av renterisikoen de hadde påtatt seg i forbindelse med syndikeringen, herunder Danske Banks oppmerksomhet rundt prisingstidspunktet for statsobligasjonslånet og renteswappene med obligasjonsinvestorene. Samtalene belyser også Danske Banks egne vurderinger av hedgingstrategien i etterkant av hendelsen.

Enkeltuttalelser er sitert under Finanstilsynets vurderinger, men Finanstilsynet legger ved relevante utdrag slik at uttalelsene kan leses i sin sammenheng. Se vedlegg 2.

3.7 Prisbevegelsene i renteswapmarkedet 7. februar 2023

Ved syndikeringen 7. februar 2023 var det en markant stigning i 10-års norsk swaprente fra om lag 3,05 prosent, til om lag 3,16 prosent på prisingstidspunktet kl. 15:20, før den deretter umiddelbart reverseres tilbake til om lag 3,095 prosent, hvor den forblir ut den aktuelle handelsdagen.

Figur 1:

NOK IRS 10Y – line chart (7 February 2023)

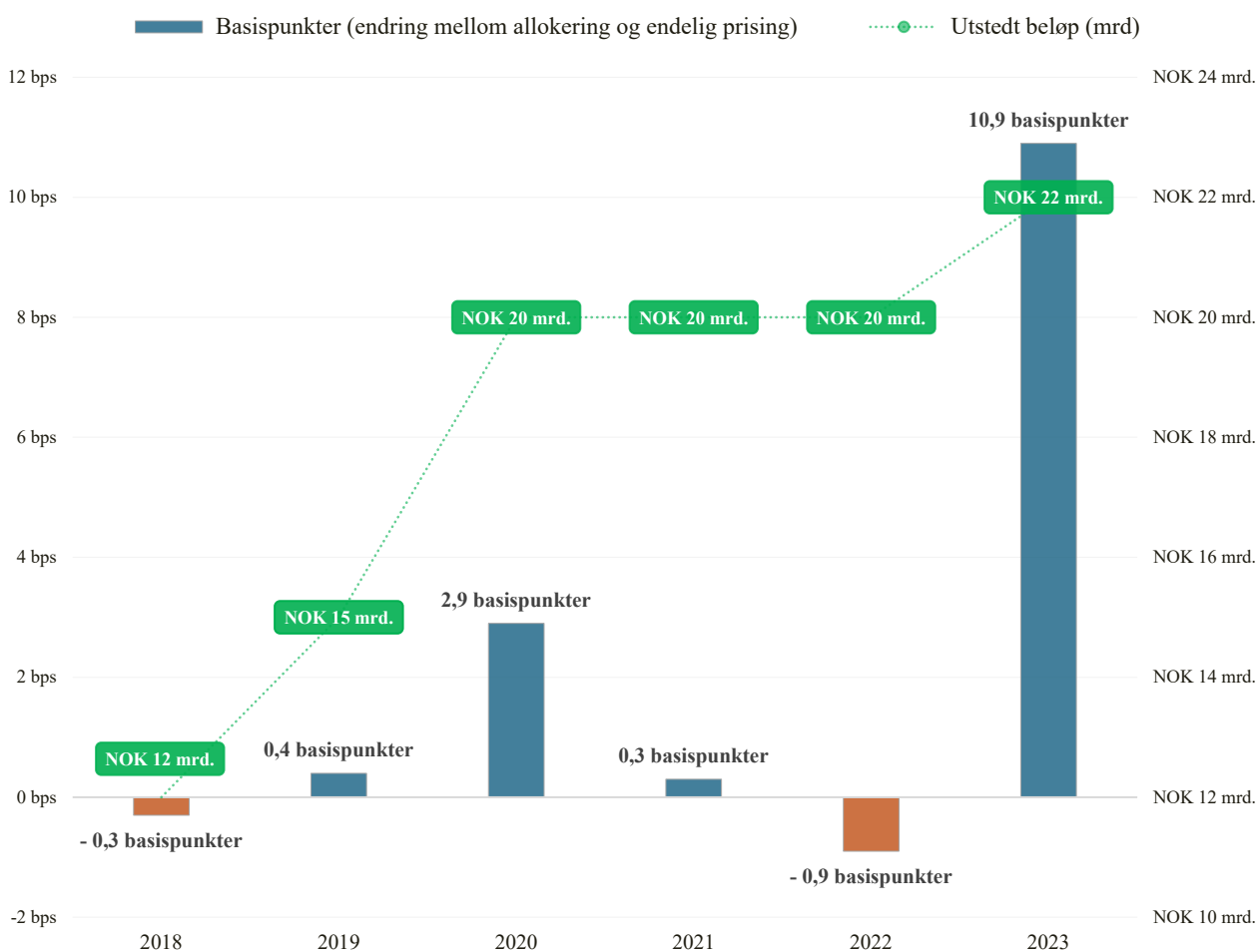


Kilde: Danske Bank

Interbankmarkedet kunne ikke vise til tilsvarende nivåer som ble observert under Price Call kl. 15:15-15:20 verken før eller etter Norges Bank syndikeringen.

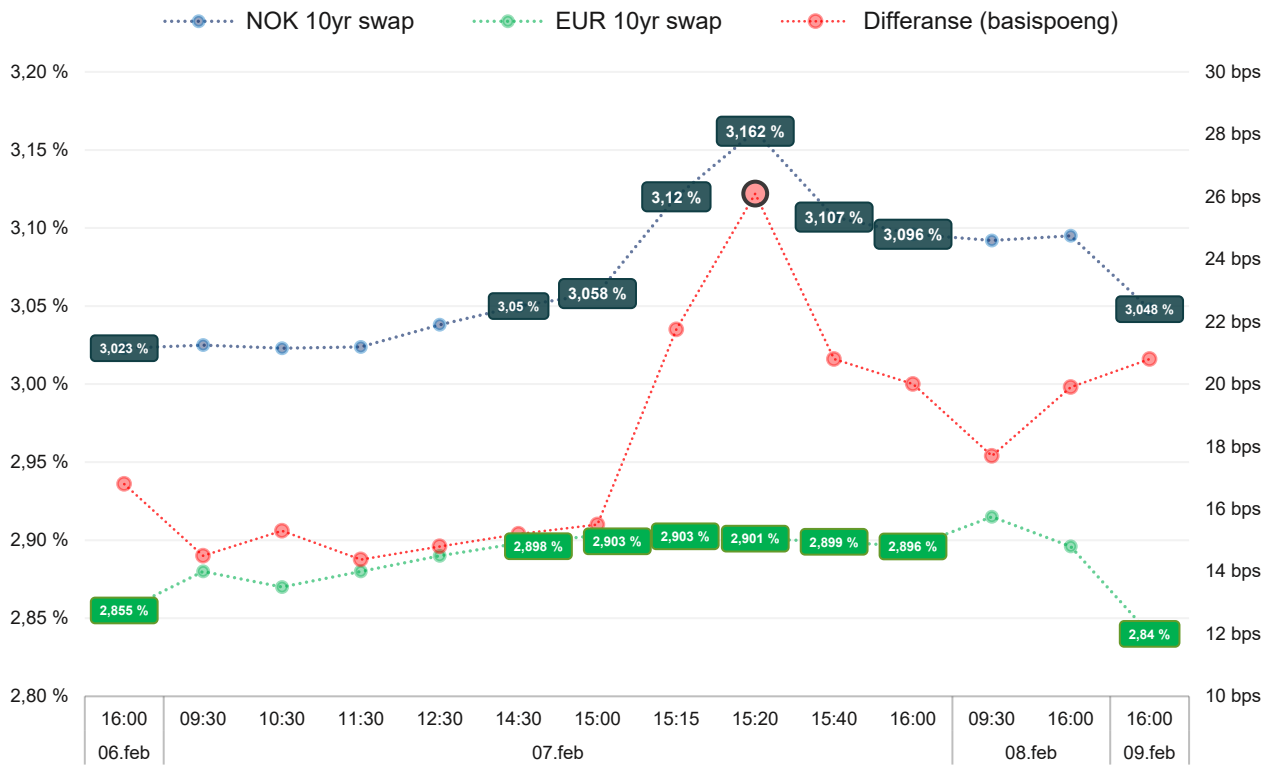
Prisen på en renteswap i NOK stiger ofte noe i dagene før en syndikering fra Norges Bank og også i forkant av prisingstidspunktet. Nedenfor er det laget en oversikt over endringer og prisutviklingen i interbankmarkedet målt i basispunkter i tidsrommet mellom allokeringen og endelig prising i 10-års norsk swaprente ved Norges Banks syndikeringer i perioden 2018-2023, men slik at endringen i 10-års swap kvotert i EUR i det samme tidsrommet er trukket fra.

Figur 2:



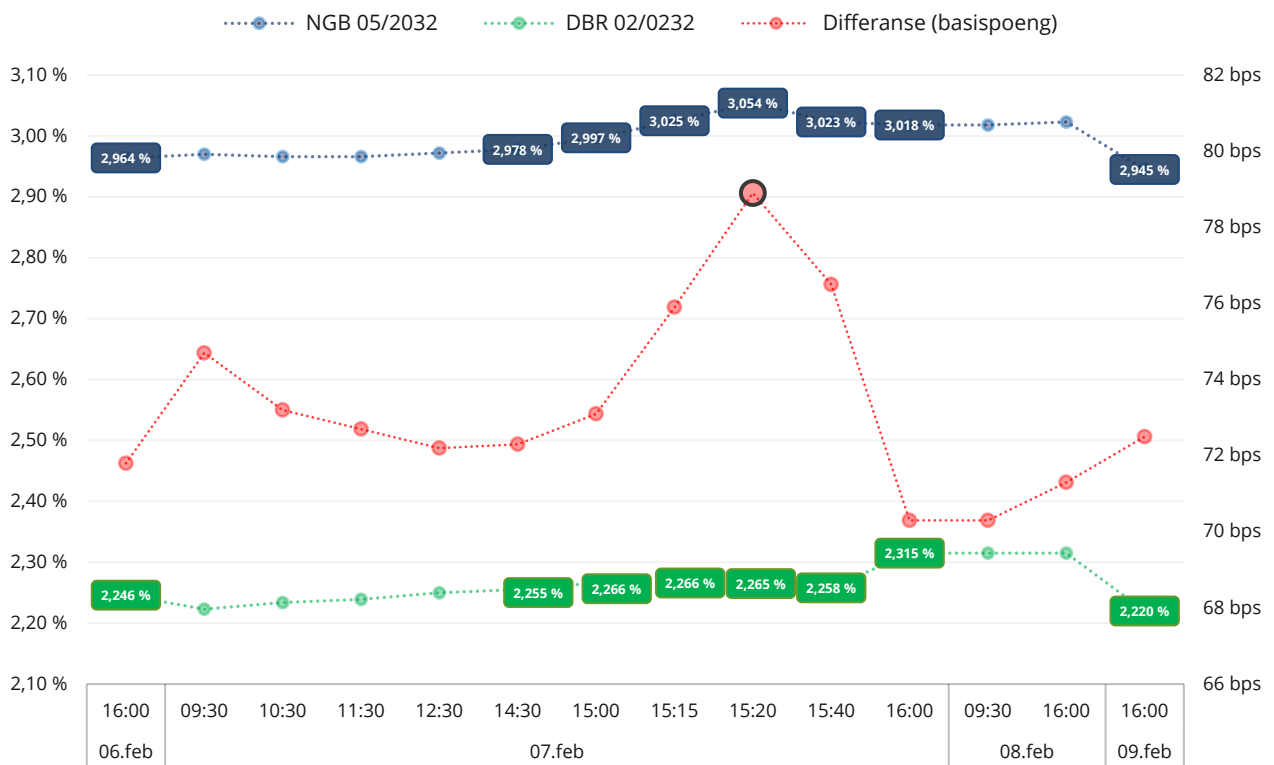
En oversikt over utviklingen i kvotert norsk og europeisk 10-års swaprente og differansen mellom disse i perioden 6. februar 2023, gjennom dagen 7. februar, samt 8-9. februar, fremgår av figuren nedenfor. Det fremgår at det ikke var noen store endringer i kurven for europeisk 10-års swaprente 7. februar. Dette tyder på at det ikke var noen eksterne markedsforhold denne dagen som kan forklare bevegelsene rundt Price Call i det norske renteswapmarkedet.

Figur 3:



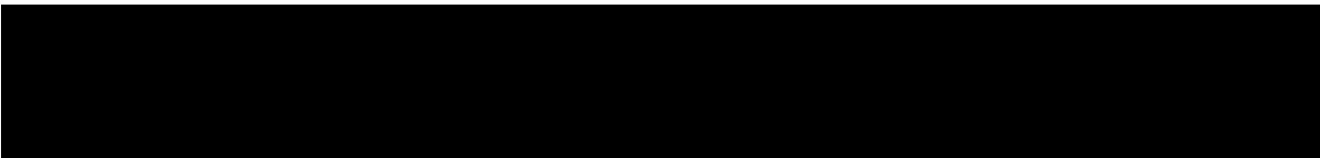
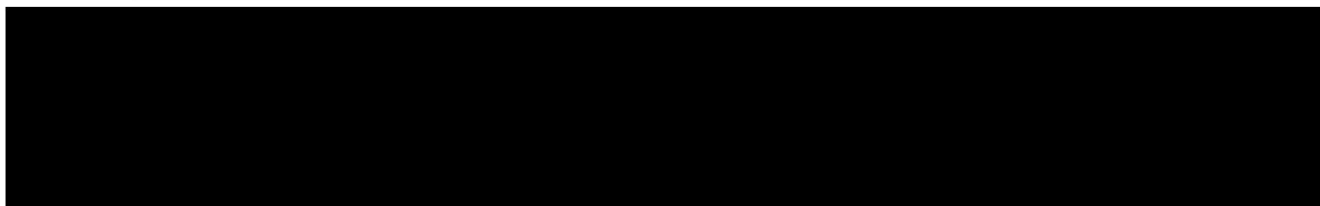
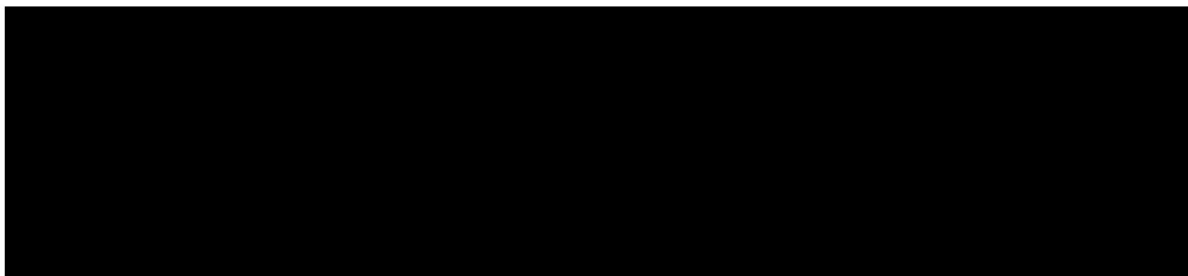
Tilsvarende utvikling kan man se i figuren nedenfor for kvotert 9-årig statsobligasjonsrenter i Norge og Tyskland i samme tidsperiode.

Figur 4:



3.8 Oppfølging i etterkant av syndikeringen

Det fremgår av sakens dokumenter at Norges Bank og Danske Bank i etterkant av syndikeringen har hatt samtaler om hendelsen i renteswapmarkedet, og at Norges Bank stilte spørsmål ved om Danske Bank hadde håndtert de iboende interessekonfliktene i forbindelse med syndikeringen godt nok. Det fremgår av Danske Banks referat fra samtalerne at Norges Bank var opptatt av følgende:



4. Danske Banks kommentarer

4.1 Merknader til forespørsler om opplysninger

Finanstilsynet DK, har i samarbeid med Finanstilsynet, sendt flere brev til Danske Bank med forespørsel om informasjon. Danske Bank har svart på disse henvendelsene i brev av 10. oktober og 1. november 2023 og 29. januar, 5. april, 26. april og 22. mai 2024.

Danske Bank har i brev av 10. oktober 2023 vist til at kursen på renteswapper blir etablert på bakgrunn av markedsforhold, og at syndikatbankenes overtakende renterisiko som avhendes før Price Call kan påvirke referanseprisen. De viser til den iboende interessekonflikten som ligger i en slik syndikeringsprosess, og at denne hedgingaktiviteten er i Norges Banks interesse da det øker interessen for tegning og forbedrer likviditeten i det norske statspapirmarkedet.

Videre uttaler Danske Bank følgende om den iboende interessekonflikten i sitt brev av 29. januar 2024:

"As explained in the Second Letter, there is an inherent conflict of interest in the syndication process when IRSs are provided to Bonds investors in connection with the syndication as the Bank needs to hedge its resulting market risk, which might potentially affect the issue price. The provision of IRSs to Bonds investors is in the interest of the Issuer as it increases investor interest in the Bond, reduces execution uncertainty, and improves liquidity in the secondary market, etc., but at the same time it is not in the Issuer's interest if the resulting hedging activity of the Bank affects the issue price.

Hedging activities should balance the conflicting interests by pre-hedging a portion of the Bank's expected market risk prior to allocation, hedging a certain portion between allocation and pricing and by retaining a portion of market risk to be hedged in the days after pricing.

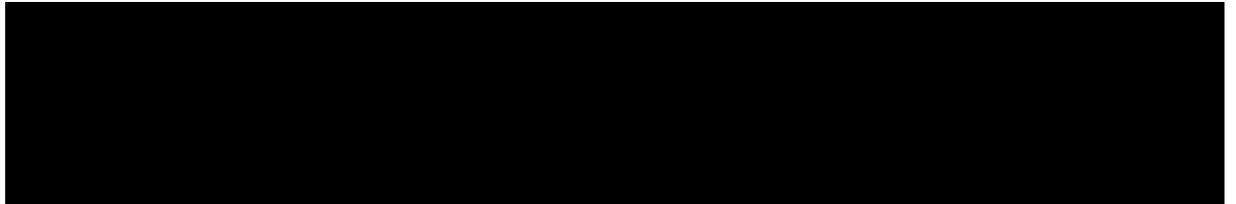
As the Bank has participated in similar syndications for the Issuer since 2018, the hedging drew, in this case, on the experience of those previous syndications.



I brev fra Finanstilsynet DK av 8. desember 2023 ble det stilt spørsmål om Norges Bank var gjort oppmerksom på oppsettet med at pre-hedging i renteswapmarkedet kunne skje før prising og at det kunne påvirke renten på utstedelsen av statsobligasjonen. Danske Bank har i sitt brev av 29. januar 2024 svart følgende:

"The Bonds issue was structured as a reference price transaction and conducted as a syndicated offering in the wholesale primary bond market, and it is our understanding that the Issuer is a professional issuer that has extensive experience with the mechanisms and practices involved with such bond issues. The Bank has participated in similar syndicated transactions for the Issuer since 2018, and the Bank followed a substantially similar procedure in this syndication as in previous syndications for the Issuer. The Bank has found no indication of concerns regarding the conduct of syndications prior to that of February 2023.

Accordingly, the Bank did not identify any need to make the Issuer specifically aware in advance of the February 2023 syndication that pre-hedging could take place before the pricing and that it might potentially affect the yield on the Bonds.



På spørsmål om Danske Bank visste om de andre syndikatbankene hadde lignende setup og foretok pre-hedging før Price Call, uttalte banken følgende:

"The Bank does not have any confirmed information about how the other Joint Lead Managers managed the syndication vis-a-vis Bonds investors, including whether the other Joint Lead Managers offered hedges to investors and/or undertook pre-hedging prior to the pricing call, and the Bank will therefore abstain from speculating on the actions of the other Joint Lead Managers. However, it is worth noting that approx. 85% of the Bonds were placed with investors for whom the Bank was indicated as "owner" or where a Danske Bank sales person was indicated as contact as further explained in section 4 below, and the Bank would therefore expect hedging requirements of investors procured by the other Joint Lead Managers and the Joint Lead Managers' resulting hedging need to be substantially smaller than that of the Bank."

Det ble videre i brevet stilt spørsmål om Danske Bank har en pre-hedging policy, inkludert en klar definisjon? Hvem vurderer om når pre-hedging "kan" (må) bli brukt og når den skal unngås? Videre, hvordan er det sikret at megler minimerer påvirkningen bankens egen hedgingaktiviteter kan ha på markedet så det ikke er noen ulemper for utsteder? Danske Bank svarte:

"The Bank does not have a pre-hedging policy but has a Global Front Office Procedure for Markets and Securities (the version in place at the time of the syndication is attached as Appendix 6), in which the Bank's procedure for hedging of reference price transactions is set out in section 1.12.3 (the "Hedging Procedure").

As set out in the Hedging Procedure, hedging of a reference price transaction can take place before, during and after the reference time (the time of pricing of the Bonds). The Hedging Procedure does not include a definition of "pre-hedging", but this is a term commonly used to refer to hedging transactions undertaken in anticipation of a client order to manage the risk associated with such client order. Accordingly, in context of the syndication, the term "pre-hedging" refers to hedging transactions undertaken by the Bank in anticipation of the investors' hedging requirements to manage some of the market risk associated with the (expected) hedging commitments towards investors in the Bonds.

The trading desk is responsible for assessing whether to undertake hedging transactions, and the extent of such transactions, before the reference time (the time of pricing of the Bonds). The Hedging Procedure outlines the main points to be considered by the trading desk in this regard (on a non-exhaustive basis) and requires the trading desk to consider the potential impact of the hedging activities on the reference price and balance the objectives of the hedging strategy against the possibility of exerting undue pressure on the reference price, while recognizing that some price pressure is to be expected, particularly for large transactions or transactions in less liquid markets such as IRSs on Norwegian bonds."

På spørsmål om hva som er business rasjonale for å handle renteswapper for så store nominelle beløp så nærme tidspunktet for prisingen når det kan påvirke renten på en måte som ikke er i utsteders/kundens interesse, har Danske Bank svart følgende:

"The Bank is not contractually obligated towards the Issuer to take on any market risk on IRSs required by investors when placing the Bonds, and the Bank could therefore hedge the full market risk on such IRSs prior to pricing thereby reflecting the market position in the absence of inventory risk of the Bank. There is no required pattern for hedging, but it would not be unusual to trade approx. a third (i) pre-allocation, (ii) post-allocation but before pricing, and (iii) after pricing.

In the period leading up to the allocation of the Bonds, the trading team had estimated that the hedging requirements of investors in the Bonds would be around NOK 6.9 bn notional, but after allocation the actual figure turned out to be approx. NOK 9.6 bn notional (including required hedging of Bonds allocated to the Bank itself). Due to this increase in hedging requirements of investors, the trading team had a corresponding requirement to increase the hedging of its market risk with IRSs between allocation and pricing.

As explained in section 2, the Bank offers hedges to potential investors to facilitate interest in the Bonds, and this activity is in the interest of the Issuer to increase interest from investors in fixed rate Norwegian government bonds. There are limits to the market risk that the Bank can and will carry on such issues, which is the rationale for the hedging strategy, some of which will have to be carried out after the allocation has been decided by the Issuer and investors have confirmed their hedging requirements, including as the Bank's need to hedge its market risk is only clear after allocation and investors' confirmation of their hedging requirements."

Videre uttaler banken følgende på spørsmål om hvorfor bare deler av risikoen ble hedged før Price Call:

"Prior to allocation of the Bonds at 14:40 GET and subsequent confirmation of the investors' hedging requirements, the Bank did not know the exact hedging requirements of investors and could only estimate. It follows that the Bank could not pre-hedge all the risk before allocation of the Bonds. If the Bank had hedged "the entire market risk" (or the remaining part

thereof) between 15:00 GET, which is when investors had to commit to their hedging requirement, and the pricing call, which began at 15:15 GET, it would likely have had a significant impact upon the market and thereby the issue price of the Bonds to the disadvantage of the Issuer (see also section 21-biii with regard to the trader's observations relating to the potential price effect had the Bank hedged all its market risk from the investor IRSs prior to pricing). The Bank sought to balance its and the Issuer's interests by the Bank carrying approx. 30% of the market risk post pricing. This action constrained possible market impact whilst delivering a profit for the day's trading. The significant risk that the Bank carried post pricing is considered hedged by end of business on 13 February 2023. Please refer to section 10 above."

På spørsmål om hvorfor banken ikke valgte å vente med å hedge renterisikoen til etter prisingen, svarer banken:

"As explained in the section 10 above, it is not unusual to trade a third, or so, of the total hedging requirement in the period between allocation and pricing. This balances the interests of the Issuer and the Bank, which is not required to carry any market risk on IRSs required to place the Bonds."

We further note that the Bank has participated in such syndications for the Issuer since 2018 and this configuration of activity has not previously delivered discernible disadvantage to the Issuer."

4.2 Merknader til varsel om overtredelsesgebyr

Finanstilsynet sendte 25. september 2024 varsel om overtredelsesgebyr til Danske Bank. Banken ga merknader til varselet i tilsvar 31. oktober 2024. I tilsvaret anføres det prinsipielt at Danske Bank ikke har opptrådt i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon. For det tilfelle at Traderens atferd utgjorde lovbrudd anføres det at Danske Bank ikke kan holdes ansvarlig for vedkommendes adferd. Under enhver omstendighet må bankens ansvar kun anses å utgjøre uaktsomhet. Det anføres til slutt at vurderingskriteriene i vphl. § 21-14 tilsier at det ikke bør ilegges overtredelsesgebyr, og under enhver omstendighet at overtredelsesgebyret må reduseres i vesentlig grad.

Det stilles også spørsmål ved om Finanstilsynets forståelse av virkeområdet til MAR og forbudet til markedsmanipulasjon oppfyller klarhetskravet i den europeiske menneskerettighetskonvensjon ("EMK). Danske Bank har bedt om et nytt forhåndsvarsel for å sikre bankens rett til kontradiksjon etter forvaltningsloven § 16 og artikkel 6 i EMK.

Når det gjelder faktum i saken har Danske Bank blant annet presisert at de endelige vilkårene for statsobligasjonen ble fastsatt kl. 13:55, og at det på " *dette tidspunktet var indikert interesse mer enn NOK 68 mrd. Dette innebar en vesentlig overtegning av boken som skapte usikkerhet om (i) hvilke investorer som ville allokere hvilke beløp under statsobligasjonen, (ii) om disse investorene hadde indikert sin interesse gjennom Danske Bank eller en av de andre tre banker i konsortiet og (iii) om dette var investorer som ønsket å inngå renteswap-avtaler med Danske Bank. Faktisk allokering skjedde deretter kl. 14.40, med frist for å indikere interesse for å swappe obligasjonens effektive rente til flytende rente kl. 15.00."*

Videre viser banken til at både " *faktisk allokering for statsobligasjonen, herunder prisfastsettelse, og volumet av obligasjonsinvestorer som ønsket å inngå renteswapper med Danske Bank, var utenfor bankens kontroll og ukjente faktorer for Danske Bank. Det var først etter allokeringen kl. 14.40 og utløpet av fristen for å bekrefte renteswapper kl. 15.00 at det var mulig for Danske Bank å vite hvilken renterisiko banken hadde påtatt seg gjennom de bilaterale derivatavtalene med obligasjonsinvestorene som ønsket flytende rente."*

Når det gjelder hedgingen Danske Bank gjorde før kl. 15, viser banken til at denne *"innebar at Danske Bank selv tok på seg en betydelig renterisiko. Det var først etter kl. 15.00 at det var mulig for Danske Bank å beregne faktisk renterisiko som følge av at obligasjonsinvestorene bekreftet sin interesse for å inngå renteswapavtaler med Danske Bank som motpart. Dette underbygger hvorfor det var både naturlig, rasjonelt og helt legitimt for Danske Bank å intensivere sin handel av renteswapper etter kl. 15.00."*

Danske Bank fremholder også at handlene som ble utført før Price Call, *" var beløpsmessig større enn de handlene som ble gjennomført under prisingscallen. Dette handelsmønsteret viser med andre ord at traderen forsøkte å avhende bankens renterisiko hurtigst mulig etter at hedgingbehovet var klarlagt kl. 15.00 og før prisingen skulle gjøres fra kl. 15.15. Under enhver omstendighet viser ikke dette handelsmønsteret at traderen på noen måte ventet til prisingscallen ble startet med å gjennomføre handler som potensielt kunne påvirket prisingen av renteswappene og statsobligasjonen, slik Finanstilsynet synes å indikere. Handelsmønsteret kan med andre ord ikke tas til inntekt for at traderen forsettlig forsøkte å påvirke kursen, men snarere det motsatte."*

Finanstilsynet finner det hensiktsmessig å redegjøre for bankens nærmere kommentarer fortløpende under punkt 5 om Finanstilsynets vurderinger.

5. Finanstilsynets vurdering

5.1 De aktuelle handlene

Det er dokumentert at Danske Bank handlet 10-års norsk renteswaps i interbankmarkedet både rett forut for og under Price Call. Finanstilsynets undersøkelser viser at Danske Bank gjennomførte 26 handler i perioden fra 15:04 til 15:20, hvorav 12 handler ble gjort i perioden 15:15 til 15:20 under Price Call. Finanstilsynets legger til grunn at det kun er Danske Bank som handlet i perioden 15:07 til 15:20 i det aktuelle instrumentet og at det er Danske Banks handler som flyttet prisen på renteswapinstrumentet fra 3,11 til 3,16 prosent.

Finanstilsynet har valgt å avgrense saken til de 12 handlene som ble foretatt under Price Call og som flyttet kursen på instrumentet fra 3,12 til 3,16 prosent. Disse handlene utgjør NOK 1,4 mrd. i nominell verdi (1 193 473,27 DV01).

5.2 Virkeområdet til MAR

Danske Bank har anført at det i varselet er uklart hvilke transaksjoner Finanstilsynet mener er omfattet av MAR.

Som nevnt under punkt 3.1. er det transaksjoner i renteswapinstrumentet "Rates Swap Fixed_Float 10 YEAR NOK-NIBOR 6 MNTH 20330209" og med ISIN EZ8KF586K277 Finanstilsynet har undersøkt. Instrumentet ble opprettet og tatt opp til handel av den fransk multilateral handelsfasilitet (MHF), Tullett Prebon (MIC: TPIR), 7. februar 2023 kl. 14:14.

Danske Bank gjennomførte, som nevnt, 26 handler i dette instrumentet i perioden 15:04 til 15:20 denne dagen. Handlene ble utført på henholdsvis den franske MHFen (Tullett Prebon), og på en britisk MHF (Tullett Prebon) og en britisk OHF (BGC). Det fremgår av punkt 5.1. ovenfor hvilke 12 transaksjoner som danner grunnlag for saken. Transaksjonene fremgår av vedlegg 1.

Når det gjelder det saklige virkeområdet til MAR følger det av MAR artikkel 2 nr. 1 bokstav b, at MAR gjelder *"finansielle instrumenter som handles på en MHF, som er opptatt til handel på en MHF, eller som er søkt opptatt til handel på en MHF"*. Det følger av MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 7, jf. MiFID artikkel 4 nr. 1 punkt 22 at dette gjelder MHF'er som har tillatelse etter MiFID-regelverket.

Av MAR artikkel 2 nr. 1 bokstav d fremgår det at forordningen får anvendelse på:

"finansielle instrumenter som ikke omfattes av bokstav a), b) eller c), hvis kurs eller verdi avhenger av eller har innvirkning på kursen på eller verdien av et finansielt instrument nevnt i disse bokstavene [...]"

Videre fremgår det av MAR artikkel 2 nr. 3 at *"forordning får anvendelse på enhver transaksjon, ordre eller atferd i tilknytning til ethvert finansielt instrument som nevnt i nr. 1 og 2, uavhengig av om transaksjonen, ordren eller atferden finner sted på en handelsplass eller ikke"*. Det følger av MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 10 jf. MiFID artikkel 4 nr. 1. punkt 24 at handelsplass omfatter regulert marked, MHF eller OHF med tillatelse etter MiFID-regelverket. Det vises også til Ventrizzo, Mock, Market Abuse Regulation (2022) s. 211 hvor det fremgår følgende:

"Therefore, the Market Abuse Regulation is not limited to transaction, orders or behaviour taking place at trading venues. In fact, the place where or the way in which a violation of the Market Abuse Regulation is committed does not matter and does not limit the scope of its application. If a transaction, order or behaviour has an impact on the price or value of financial instruments covered by Article 2(1) or Article 2(2), the Market Abuse Regulation applies."

Når det gjelder det stedlige virkeområdet, fremgår det av MAR artikkel 2 nr. 4 at *"forordning får anvendelse på handlinger og unnlater, i Unionen og i tredjestater, i tilknytning til instrumentene nevnt i nr. 1 og 2"*.

De 12 transaksjonene som danner grunnlaget for dette vedtaket, gjelder et finansielt instrument som er tatt opp til handel og handles på en fransk MHF. Instrumentet er omfattet av virkeområdet til MAR artikkel 2 nr. 1 bokstav b ("EØS-instrumenter"). Forordningen gjelder uavhengig av om transaksjonen er utført på en EØS-handelsplass eller ikke, jf. MAR artikkel 2 nr. 3.

Finanstilsynet mener derfor at alle de 12 handlingene, som danner grunnlag for vedtaket, er omfattet av virkeområdet til MAR. Dette fremgikk også klart av varslet.

Handlingene er utført i Norge og omfattet av det stedlige virkeområdet til MAR artikkel 2 nr. 4.

Danske Bank stiller spørsmål ved om Finanstilsynets forståelse av virkeområde til MAR oppfyller klarhetskravet i EMK artikkel 7. Klarhetskravet innebærer at hjemmelsgrunnlaget for overtredelsesgebyr må oppfylle kravene til tilgjengelighet og forutberegnelighet. Hjemmelen må være tilgjengelig og tilstrekkelig presist utformet slik at man i rimelig utstrekning kan forutberegne sin rettsstilling³.

Finanstilsynet mener at virkeområdet til MAR er tilgjengelig og tilstrekkelig presist utformet i MAR. Det følger klart av ordlyden i MAR artikkel 2 nr. 1 bokstav b at MAR får anvendelse på et instrument tatt opp til handel på en fransk handelsplass. Det samme følger av formålsbetraktninger hvor en annen forståelse ville føre til åpenbare omgåelsesmuligheter. Endelig følger det av ordlyden i MAR artikkel 2 nr. 3. at MAR er ment å gjelde uavhengig av hvordan eller hvor transaksjoner i EØS-instrumenter gjennomføres. Finanstilsynet mener etter dette at klarhetskravet er oppfylt i relasjon til virkeområdet.

Danske Bank har videre anført at det er uklart i varslet hvilket instrument som Finanstilsynet mener er manipulert.

Finanstilsynets vedtak gjelder transaksjonene som Danske Bank gjorde i renteswapmarkedet. Dette fremkommer flere steder i varslet, men det vises særlig til Finanstilsynets vurderinger i punkt 5 i

³ Prop. 62 L (2015-2016) punk 4.4

varselet hvor det fremgår at det gjelder manipulasjon i renteswapmarkedet i forbindelse med fastsettelse av en referanserente i dette markedet. Fordi prisingen av statsobligasjonen var avhengig av kursen i renteswapmarkedet, vil statsobligasjonen – etter Finanstilsynets vurdering – også falle inn under virkeområdet av MAR, jf. MAR artikkel 2 nr. 1 bokstav d. Dette har imidlertid ikke avgjørende betydning for vedtaket her.

Finanstilsynet kan ikke se at det er behov for et revidert forhåndsvarsel av hensyn til kontradiksjon. Danske Bank har gitt utfyllende bemerkninger i sitt brev av 31. oktober 2024, og banken har også kommentert begge alternativer, både manipulasjon av de noterte renteswappene og statsobligasjonen.

5.3 Vilkårene for illeggelse av overtredelsesgebyr

5.3.1 De objektive vilkårene for illeggelse av overtredelsesgebyr

Det følger av MAR artikkel 15 at markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon er forbudt. Etter MAR artikkel 12 nr. 1 omfatter markedsmanipulasjon:

"a. Inngåelse av en transaksjon, plassering av en handelsordre eller enhver annen atferd som

- i) gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument, [...], eller*
- ii) sikrer eller er egnet til å sikre ett eller flere finansielle instrumenter, [...] på et unormalt eller kunstig nivå,*

Finanstilsynet vurderer MAR artikkel 12 nr. 1 alternativ ii) om kurssikring i punkt 5.3.1.1, og alternativ i) om falske eller villedende signaler i punkt 5.3.1.2.

5.3.1.1 Kurssikring

Det oppstilles to vilkår for at inngåelse av en transaksjon, plassering av en handelsordre eller enhver annen atferd kan anses for å utgjøre markedsmanipulasjon etter denne bestemmelsen; handlingen må *"sikre eller være egnet til å sikre kursen"* på et eller flere finansielle instrumenter og dette må skje på et *"unormalt eller kunstig nivå"*. Bestemmelsen er virkningsorientert og det oppstilles ikke noe krav om at man har hatt til hensikt å sikre kursen på et unormalt eller kunstig nivå. Subjektive forhold kan likevel spille inn ved den samlede vurderingen av om kursen er sikret på et unormalt eller kunstig nivå.

Det følger av rettspraksis at det er tilstrekkelig at man "sikrer" kursen kun for en kort periode. Om vilkåret at kursen skal være "sikret", har EFTA-domstolen uttalt følgende i en rådgivende uttalelse⁴:

"Kursen ville blitt sikret etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt hvis prisen på en transaksjon, som salgstransaksjonen i den foreliggende sak, har en avgjørende betydning for den pris som avtales i påfølgende transaksjoner, som kjøpstransaksjonen i dette tilfelle." (Vår understrekning)

Ved vurdering av om Danske Banks transaksjoner har *"sikret eller vært egnet til å sikre kursen på et unormalt eller kunstig nivå"* på et finansielt instrument tar Finanstilsynet utgangspunkt i at banken

⁴ Rådgivende uttalelse fra EFTA-domstolen av 4. februar 2020 [E-5/19]. Uttalelsen er relatert til prissikringsalternativet under markedsmissbruksdirektivet, men uttalelsen er relevant også for forståelsen av MAR.

gjennomførte 12 handler, til en nominell verdi NOK 1,4 mrd., under Price Call. Banken utgjorde 100 prosent av kjøpersiden i interbankmarkedet i denne perioden.

Basert på konsentrasjonen av handler i dette korte tidsrommet og likviditeten i markedet, er det vanskelig å se det annerledes enn at Danske Banks handler har sikret eller vært egnet til å sikre kursen på nivået som kommer frem av figur 1 under punkt 3.7.

Det er dermed Finanstilsynets vurdering at Danske Bank "sikret" kursen på 10-års renteswaps i NOK ved de 12 handlerne som ble inngått under Price Call 7. februar 2023. Under en forutsetning av at MAR kommer til anvendelse, synes Danske Bank heller ikke å være uenige i at "*kjøpet av de noterte renteswappene kan sies å ha sikret eller vært egnet til å sikre kursen på både de noterte renteswappene og den unoterte statsobligasjonen*".

EFTA-domstolen har videre i den rådgivende uttalelsen uttalt følgende om forståelsen av "unormal eller kunstig" kurs:

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

Som det har fremkommet, var kursen på 10-års norsk renteswaps 7. februar kl. 15:20 høy sammenlignet med kursen både før og etter Price Call. Finanstilsynet har dokumentert at det i denne perioden skjedde en kursendring på 10-års norsk renteswaps på 4 basispunktet fra 3,12 til 3,16 prosent, før den deretter umiddelbart ble reversert tilbake til om lag 3,095 prosent, hvor den forble ut den aktuelle handelsdagen. Det vises til figur 1 under punkt 3.7. Rentekurven viste altså en skarp økning frem mot prisingstidspunktet, før den deretter falt tilbake til normale nivåer. Dette alene tyder sterkt at kursen var "unormal" eller "kunstig" på prisingstidspunktet kl. 15:20.

I vurderingen av om det var spesielle markedsforhold som skulle tilsi en vesentlig kursendring denne dagen, mener Finanstilsynet at det er naturlig å sammenligne renteswapmarkedet i NOK med renteswapmarkedet i EUR med samme løpetid i samme tidsperiode. Danske Bank har anført at det "*ikke er relevant å sammenligne swapkurvene for EUR og NOK, som nettopp påvirkes ulikt av tilbudet, etterspørselen og likviditeten for hhv. EUR- og NOK-swapper*". Finanstilsynet er ikke enig i dette og viser til at norsk og europeisk økonomi er tett integrert med hverandre, både makroøkonomisk og med hensyn til risikoforhold. Vesentlige endringer i NOK-markedet bør, alt annet likt, gjenspeiles med utslag i EUR-markedet i noe grad, dersom endringene er resultat av eksterne markedsforhold.

Det vises til figur 3 i punkt 3.7 overfor, hvor det fremgår at det ikke var noen store endringer i kurven for europeisk 10-års swaprente 7. februar. Dette tyder på at det ikke var noen eksterne markedsforhold denne dagen som kan forklare bevegelsene rundt Price Call i det norske renteswapmarkedet. Dette støttes også av figur 4 i punkt 3.7, som viser utviklingen i kvotert 9-årig statsobligasjonsrenter i Norge og Tyskland i samme tidsperiode.

I oversikten over endringer og prisutviklingen i interbankmarkedet i 10-års norsk swaprente ved Norges Banks syndikeringer i perioden 2018-2023, som fremgår av figur 2 i punkt 3.7 ovenfor, fremstår det som at 2023 transaksjonen har en avvikende og unormal prisutvikling frem mot endelig prising i Price Call sammenlignet med tidligere syndikeringer. Finanstilsynet er kjent med, som anført av Danske Bank, at likviditeten og volatiliteten i det norske renteswapmarkedet skilte seg fra tidligere år.

Finanstilsynet er også kjent med at størrelsen på syndikeringen kan ha påvirket markedsforholdene.

Høyesterett⁵ har uttalt følgende om vurderingen av "unormal og kunstig kurs":

"Det kan være vanskelig å fastslå hva som er en kunstig kurs i et marked som beror på så mange ulike faktorer som aksjemarkedet. Det må legges til grunn at en kurs som er et resultat av en alminnelig tilbuds- og etterspørselseffekt er en normal kurs. En kurs kan først bli unormal eller kunstig der den også er et resultat av andre faktorer. Som jeg alt har vært inne på var det ikke en normal tilbuds- og etterspørselseffekt som skapte prisendringene i de tilfellene tiltalen gjelder, men de tiltaltes utnyttelse av den automatiske responsen fra Timber Hills aksjrobot. Det er nærliggende å anse priser som fremkommer på denne måten som unormale eller kunstige i lovens forstand". (Vår understrekning)

Danske Bank har anført at det ikke er riktig at kursen på 10-års norsk renteswaps medførte eller var egnet til å sikre kursen på et "unormalt eller kunstig nivå". Det vises blant annet til at handlende er et utslag av et legitimt hedgingbehov, som var en direkte konsekvens av bankens tilbud til investorer i statsobligasjonen om å swappe statsobligasjonens effektive rente til flytende rente. Dette var i Norges Banks interesse, og Danske Bank var ikke forpliktet til å bære denne renterisikoen. Videre viser Danske Bank til at bankens avlastningsbehov forsterket seg frem mot kl. 15 og at banken var under betydelig tidspress for å avlaste den store renterisikoen de hadde påtatt seg.

Videre har Danske Bank påpekt at det var en interessekonflikt mellom bankens behov for å avhende risiko og hensynet til ikke å påvirke referanseprisen som fastsettes i interbankmarkedet. Banken fremholder at "ettersom statsobligasjonen benyttet de noterte renteswappene som referanseinstrumenter, hadde den normale og naturlige kursstigningen for renteswappene den konsekvens at den unoterte statsobligasjonen også ble priset annerledes" og at dette var en "konsekvens av Norges Banks ønskede strukturering av utstedelsen av statsobligasjonen".

Finanstilsynet har ingen grunn til å betvile Danske Banks hedgingbehov. Finanstilsynet er imidlertid uenig i bankens anførsel i sitt svarbrev om at de i teorien kunne avhende all sin renterisiko mellom 15:00 og 15:20 uten at dette ville utgjøre markedsmisbruk og at hvordan Danske Bank velger å avhende sin egen renterisiko, utelukkende er en risiko av betydning for Danske Bank. Som redegjort for innledningsvis er det aktuelle markedet hvor renteswappene handles underlagt offentligrettslig regulering. Det er derfor ikke riktig at Danske Bank kunne avlastet sin risiko som de selv ønsket uten hensyn til kursutslaget i markedet. For ordens skyld bemerkes at selv om det er riktig at Norges Bank har en interesse i at syndikatbankene tilbyr renteswap-avtaler, er det åpenbart – slik Danske Bank selv er inne på – at de ikke derved har akseptert enhver form for hedgingaktiviteter fra syndikatbankene opp mot prisingstidspunktet.

Utover Danske Banks interesse i å avlaste risikoen i renteswapmarkedet hadde Danske Bank en interesse – som tidligere nevnt – i å gjøre dette på en slik måte at deres renteswapavtaler med obligasjonsinvestorene ble økonomisk fordelaktig. For Danske Bank vil en høy rente på prisingstidspunktet gi profitt i alle de kontraktene hvor de har avlastet sin overtakende fastrenterisiko i markedet til en lavere fastrente enn de ender opp med å motta fra obligasjonsinvestorene (det vil si den effektive renten som fastsettes for statsobligasjonen). Mer konkret tilsa denne interessen at det ble fastsatt en høy effektiv rente i renteswapmarkedet på prisingstidspunktet. Situasjonen Danske Bank befant seg i var slik sett motsatt av det som er normalt i handel; banken hadde på sett og vis den samme interessen som motparten i transaksjonene som ble inngått i interbankmarkedet, ved å tilby en høy fastrente i renteswapavtalen opp mot prisingsperioden.

Til dette bilde hører også at situasjonen sannsynligvis førte til at motpartene i renteswaptransaksjonene fikk en forståelse av Danske Banks betalingsvillighet, noe som i sin tur

⁵ Rt 2012/686, Saken er relatert til gammel lovt tekst, men uttalelsen er relevant også for forståelsen av MAR.

fikk betydning for prisen på renteswappene. Når betalingsvilligheten fra den som ønsker å betale fastrente i en renteswaptransaksjon stadig øker, er det klart at selgersiden i denne bytteavtalen kan tolke prisøkningen som et signal de kan utnytte for å oppnå bedre vilkår for sine transaksjoner ved å teste hvor langt kjøpersiden er villig til å gå. Tullett Prebon og BGC tjener som referanse for aktørene i markedet, og aktørene handler og tar investeringsbeslutninger på bakgrunn av prisene som reflekteres på de respektive skjermene.

Videre vil det å konsentrere et stort antall transaksjoner i et kort tidsrom av handelsperioden på et bestemt tidspunkt når en referansepris fastsettes, være et typisk eksempel som faller i kjernen av markedsmanipulasjon etter MAR artikkel 12 nr. 1 a ii). Som nevnt er "*i hvilken utstrekning handelsordre inngis eller transaksjoner utføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referansepriser, oppgjørpriser eller verdiberegninger foretas, og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slike priser og beregninger*" én indikator på manipulerende atferd i vedlegg I til MAR.

Det vises til at også MAR artikkel 12 nr. 2, som gir eksempler på adferd som anses som markedsmanipulasjon, i bokstav b) omtaler kjøp av finansielle instrumenter i forbindelse med bestemte tider når kurser settes, riktignok ved åpnings- og stenetid. "*Kjøp og salg av finansielt instrument [...] på referansetidspunktet for handelsperioden [...] f.eks. ved åpning, stenging eller oppgjør*) i et bevisst forsøk på å øke, redusere eller holde referanseprisen (f.eks. åpningskurs, sluttkurs, oppgjørpris) på et bestemt nivå" er også omtalt som en indikator i kommisjonsforordning (EU) 2016/522, vedlegg II, avsnitt 1 nr. 5 d). Denne praksisen illustreres med følgende ytterligere indikatorer:

- iii. *Transaksjoner som utføres, eller handelsordrer som inngis, særlig nær et referansepunkt i løpet av handelsdagen, som på grunn av sin størrelse i forhold til markedet klart har en betydelig innvirkning på tilbudet eller etterspørselen, prisen eller verdien.*
- iv. *Transaksjoner eller handelsordrer som det ikke foreligger noen annen åpenbar grunn for, annet enn å øke/senke prisen eller øke handelsvolumet, særlig nær et referansepunkt i løpet av handelsdagen, for eksempel når markedet åpner, eller nær stenetid*

Som tidligere nevnt kan subjektive forhold være relevant i vurderingen av hva som er en "unormal eller kunstig kurs". Finanstilsynet finner det derfor hensiktsmessig å her gå nærmere inn på dokumentasjon innhentet i saken og som inneholder samtaler som Finanstilsynet mener viser at Traderen har hatt som formål å øke prisen nær referansetidspunktet for å sikre kursen på et høyt nivå. Ved gjengivelse av muntlige samtaler bygger utdragene på transkribering gjort av Danske Bank.

I samtaler med [REDACTED] i etterkant av transaksjonene 7. februar sier Traderen:

"honestly if you get big enough in these markets you can fucking control the mid's and I just needed to make sure it was low and it didn't move 10 basis points on execution it moved fucking 6 because I pushed the curve down ahead of it".

[...]

"Moved it 11bps vs EUR"

[...]

"I mean to be honest -keep this to yourself like-it was a fucking home run mate! We made a killing today-I made, I've printed this 12 year at 3 and I got it up at 16".

Finanstilsynet forstår "*and I got it up at 16*" som en henvisning til at han fikk kursen på 10-års norsk renteswaps opp til 3,16 prosent på prisingstidspunktet. Traderen visste at han var størst i markedet og at han kunne flytte kursen i en for banken gunstig retning.

Finanstilsynet viser også til uttalelser fra Traderen i samme samtale med [REDACTED] hvor han uttaler at Norges Bank "*got fucked*" og at de "*fucking hated this shit*". Finanstilsynet forstår uttalelsene dithen at Traderen mente at Norges Bank måtte betale en for høy pris på statsobligasjonen som følge av referanseprisen som ble satt.

Danske Bank synes å erkjenne at Traderen ikke hadde tilstrekkelig oppmerksomhet rundt betydningen av å handle nær et tidspunkt for fastsettelse av en referansepris. De uttaler følgende i svarbrevet til varselet:

"De transkriberte samtalene gjengitt i Varselet vitner om at traderen ikke har vurdert sikringshandlenes potensielle påvirkning på referanseprisen eller balansert formålene med hedgingaktiviteten mot det som potensielt kunne være utøvelse av urettmessig press på referanseprisen i tilstrekkelig grad, slik han var pålagt etter Danske Banks skriftlige rutiner".

Som tidligere nevnt opphørte Danske Banks transaksjoner umiddelbart etter at referansekursen var satt. Det var tilbud om motgående renteswaps etter kl. 15:20 til gjennomgående lavere og fallende nivåer, som banken ikke benyttet seg av. Finanstilsynet viser til uttalelser fra Traderen om morgenen 7. februar, det vil si før det var klart hvor stort hedgingbehov banken fikk, som tyder på at det var planlagt å avhende mye risiko tett opptil prisingstidspunktet:

"We are gonna continue to pre-hedge it and then we are gonna try to off-set a lot of that risk interbank at the time of pricing, but I am not sure how much we are gonna be able to do, so I don't know the residual risk we have this afternoon, right?" (Vår understrekning)

Danske Bank synes i svarbrevet til varselet å bestride at de sluttet å handle nøyaktig på prisingstidspunktet. De viser til at renterisikoen ble avhendet både før, under og etter dette tidspunktet. Det følger av transaksjonsdata at Danske Bank sluttet å handle nøyaktig kl. 15:20 og ikke handlet mer den dagen.

Dette understøttes også i uttalelser fra Traderen i samtale med [REDACTED] tidlig på dagen 7. februar. Han var da veldig opptatt av å få vite det nøyaktige prisingstidspunktet. Han uttalte blant annet følgende:

"Yeah, and then I need you to, I need you to exactly the second it's priced. I.. I need to know, you need to post it in the chat (recording cut off between 4:07 – 4:11) you come back and you rang the bell five times if you have to." (Vår understrekning)

Videre vises det til at man i opptaket av meglersamtalene under Price Call kan høre at en person i bakgrunnen, trolig en person som sitter sammen med Traderen, si "*da er vi ferdige*", og så uttaler Traderen "*Aggh fuck it – take me off – OFF OFF OFF!*" [...] "*I am off*". Dette skjer kl. 15:20.

Finanstilsynet kan etter dette vanskelig se hvordan Danske Bank kan bestride at de sluttet å handle nøyaktig kl. 15:20. Dette fremstår som planlagt på forhånd. Det er, etter Finanstilsynets syn, ikke gitt noen god forklaring på hvorfor de sluttet å handle nøyaktig på dette tidspunktet. Finanstilsynet viser til at Danske Bank etter prisingstidspunktet ikke lenger hadde noen interesse i at kursen gikk videre opp, da disse handlende i så fall ville bli inngått på høyere kurs enn kursen på renteswappene de hadde inngått med obligasjonsinvestorene. Finanstilsynet mener dette var førende for at Danske Bank sluttet å handle nøyaktig på dette tidspunktet.

Når det gjelder Danske Banks anførsel om at banken hadde et stort avlastningsbehov, viser Finanstilsynet også til at Traderen avstod fra å motta motgående renteswaps fra en kollega som

kunne ha redusert renterisikoen til banken. I en samtale med kollegaen, hvor motgående renteswap tilbys, uttaler Traderen blant annet følgende:

"But I can't have you messed around"

[...]

"That means you can't be involved until I say ok"

[...]

"You can't show offers interbank"

Traderen avstår etter dette delvis å motta motgående renteswap fra kollegaen.

Kollegaen reagerer på dette, og har blant annet i etterkant uttalt følgende:

"men det passer bare ikke. Hvis han ville undgå at flytte markedet meget kunne han bare have taget min risk med på prisningen. Det tilbød jeg ham helt fra morgenstunden, men han afslø. Dvs han ville gerne have 'ammo' til at flytte markedet."

Det vises videre til følgende uttalelse fra [REDACTED]

"Det jo klart at [Traderen] løfter broker på 16 for at flytte markedet ikke for at cleare risk."

Traderen selv har blant annet uttalt følgende om hvorfor han ikke tok imot motgående renteswap fra kollegaen:

"No, it's just with. For me, no, I need it to be done this way so I can maximize the Bank's money. And I told him in advance, please don't get involved, stay out of it. I need to just be able to do my thing here so we can maximize what we can get. I didn't know it was going to go hard. But I also, if, if, if I'd gone the other way that I'd gone too much risking too early I didn't want to swap and he started offering, I'll lose six million per basis points each time to see, right. So, it's just, I don't know, I don't know. Like, it's a gamble for me, and I said beforehand, a week before hand 'don't get involved' and he said, 'yeah I understand of course, of course,' and then he gets involved anyway or gets cranky cause he can't get involved even more, and then, I don't understand."

Danske Bank har erkjent i sitt svarbrev til varselet at heller ikke de skjønner hvorfor Traderen avstod fra å motta motgående renteswapper som kunne redusert renterisikoen til banken. Det fremkommer også av dokumentasjon i saken at Traderen hadde "pushet" salgssavdelingen for å få mer renteswapper. I forbindelse med at han får vite anslaget på hedgingbehovet uttaler han "*and here I was pushing sales to do more*".

Videre har Danske Bank anført at hedgingbehovet forsterket seg frem mot kl. 15, og at de ble overrasket over det store hedgingbehovet. Finanstilsynet viser til at Traderen allerede fra morgenen (kl. 9:21) i samtaler med Risk-teamet anslo at risikoen kunne komme opp i NOK 8,5 til 9 mrd. i nominell verdi:

"Yeah, so I am about 470... that is about, let's assume, so now it is growing right, now it is growing cause I get more and more orders in, so it is about 6.2 already... eh... 6 billion we have... eh... so let's assume it is about 5 to 8, 5 to 9 billion in this. That is the DV01 about 500 to 800K."

Videre har Traderen ulike anslag på hedgingbehovet gjennom dagen og senest kl. 13:35 får han vite av [REDACTED] at hedgingbehovet trolig vil ligge på NOK 9,6 mrd. Dette er over 1,5 time før Price Call begynner.

Finanstilsynet viser til andre uttalelser fra Traderen som indikerer at tidspunktet for handlene var motivert av et ønske om å maksimere bankens profitt, ikke av hensyn til hvor mye risiko banken kunne bære. I en samtale med [REDACTED] etter hendelsen uttaler Traderen:

"I did the best to er, get as much money as possible. Maybe, I got a bit too much, erm, that could be all good, erm, but who knows.

I en samtale med [REDACTED] uttaler han:

"I was offering just to make sure I was fucking making money on this and then I let it go and then ok so I got a lot of aggh slightly more 10 year than I needed but there wasn't any liquidity in the swap so I started lifting and I thought like last year it was going to go 3 or 4 basis points but fuck it went 10!" (Vår understrekning)

Finanstilsynet forstår uttalelsene "*make sure I was fucking making money*" som en referanse til at banken har en interesse i å oppnå en høy pris ved prisingstidspunktet. Som nevnt har fastrenten direkte betydning for Danske Banks gevinster. Traderen erkjenner videre at han handlet mer enn han trengte og at kursen på 10-års norsk renteswaps gikk opp 10 basispunkter. Videre forstår Finanstilsynet "*and then I let it go*" som en referanse til at han slutter å handle etter dette, det vil si at Danske Bank bevisst trakk seg ut av interbankmarkedet da referanseprisen var satt.

Det vises også til uttalelser fra Traderen i forkant av hendelsen som kan indikere at han hadde kurspåvirkningshensikt. Traderen uttalte blant annet følgende til [REDACTED] i banken om morgen 7. februar:

"we dont necessary want to find liquidity"

[...]

"if no one offers that curve will move"

Kollegaen svarer da "*I get it*".

Videre vises det til at enkelte av Traderens kollegaer også tilsynelatende forstod det slik at Traderen hadde kurspåvirkningshensikt. Som nevnt uttalte [REDACTED] i en samtale at "*Det jo klart at [Traderen] løfter broker på 16 for at flytte markedet ikke for at klare risk*". En annen kollega uttalte at Traderen "*ville gerne have 'ammo' til at flytte markedet*". Til slutt vises det til uttalelser fra Traderen selv hvor han snakker om hvor mye han faktisk klarte å flytte markedet; "*Moved it 11bps vs EUR*" og "*I mean to be honest -keep this to yourself like-it was a fucking home run mate! We made a killing today-I made, I've printed this 12 year at 3 and I got it up at 16*".

Finanstilsynet viser endelig til at Traderen i meglersamtalene hadde en frenetisk opptreden ved inngåelse av handlene under Price Call. Traderen ropte blant annet at megleren skal oppdatere skjermen ("*move your screen*") 16-17 ganger i løpet av denne fem minutters perioden. Finanstilsynet forstår utsagnet "*move your screen*" dithen at det var viktig for Traderen at prisen på de to referanseprisskjermene var oppdatert med hensyn til den kursen det faktisk ble handlet på. Jo nærmere prisingstidspunktet de kom, jo mer frenetisk ble Traderen. At skjermen var oppdatert og reflekterte den faktiske kursen det ble handlet på var av betydning for hva referanseprisen ville bli kl. 15:20.

Finanstilsynets vurdering er etter dette at Traderen hadde kurspåvirkningshensikt.

Oppsummeringsvis legger Finanstilsynet til grunn at kursen på referansepristidspunktet var et resultat av den aktive hedgingstrategien som ble benyttet, og ikke renteswappens underliggende- og faktiske markedsverdi. At markedsforholdene var annerledes enn tidligere år var Danske Bank klar over, og dette måtte de hensynta ved gjennomføringen av sine handler. Finanstilsynet viser til

at Danske Bank hadde en interesse i å oppnå en høy kurs på referansepristidspunktet, som sikret en gevinst på renteswapinstrumentene som Danske Bank hadde inngått med obligasjonsinvestorene og ville sikre gevinst på de renteswapinstrumentene som ville bli inngått etter at kursen reverserte. Finanstilsynet er av den oppfatning at denne interessen har vært førende for Danske Bank sin hedgingstrategi, og medført at transaksjonene som ble inngått i interbankmarkedet, og prisen som ble satt, ikke var utslag av "normal tilbuds- og etterspørseffekt". Slik Finanstilsynet vurderer det er referansekursen nettopp "et resultat av andre faktorer". Kursen på 10-års norsk renteswap 7. februar kl. 15:20 var høy sammenlignet med kursen både før og etter Price Call, og det var ikke noen andre eksterne markedsforhold denne dagen som kan forklare bevegelsene rundt Price Call i det norske renteswapmarkedet.

Finanstilsynet er etter dette av den oppfatning at Danske Banks handler under Price Call hadde den virkning at kursen på 10-års norsk renteswap ble "sikret", og at dette ble gjort på et "unormalt eller kunstig nivå".

Til slutt vises det til Danske Banks anførsel om at forbudet mot markedsmanipulasjon har til hensikt å ramme "misbruk" og "misbruksstrategier" og at det må dokumenteres at Finanstilsynet har foretatt en vurdering av rettsstridsreservasjonen i norsk rett. Videre har de stilt spørsmål ved om Finanstilsynets forståelse av forbudet mot markedsmanipulasjon oppfyller klarhetskravet i EMK artikkel 7.

Finanstilsynet viser til at siktemålet med verdipapirregelverket er å kanalisere kapital på en samfunnsmessig gunstig måte. For å oppnå dette må regelverket utformes slik at det skapes tillit til markedet. Markedsmanipulasjon er uheldig fordi det svekker markedsdeltakernes tillit til markedet, som igjen kan medføre at kapitalen forsvinner eller ikke blir utnyttet på best mulig måte.

EFTA-domstolen uttaler følgende i sin rådgivende uttalelse⁶:

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

Manipulasjon av et finansielt instrument i forbindelse med fastsettelse av en referansepris er egnet til å undergrave markedets integritet og investorenes tillitt. Finanstilsynet viser til at Norges Bank reagerte på kursendringen på referansepristidspunktet og har fulgt opp Danske Bank i etterkant av hendelsen. Norges Bank var i disse samtalene særlig opptatt å gjenopprette tilliten i markedet. Finanstilsynet er også kjent med at andre aktører i markedet reagerte på kursendringen i renteswapmarkedet 7. februar 2023.

Finanstilsynet mener at Danske Banks handler under Price Call var over terskelen for "misbruk". Hendelsen var egnet til å undergrave tilliten til at handel i markedet foregår på en rettfærdig måte og faller ikke inn under rettsstridsreservasjonen i norsk rett.

Når det gjelder spørsmålet om klarhetskravet i EMK artikkel 7 er oppfylt, bemerker Finanstilsynet at MAR artikkel 12 er bygget på et system der markedsmanipulasjon angis som en rettslig standard med eksempler. Begrunnelsen er at det ikke vil være mulig å konkret angi alle mulige metoder for

⁶ Rådgivende uttalelse fra EFTA-domstolen av 4. februar 2020 [E-5/19]

misbruk⁷. Klarhetskravet innebærer at det endelige tolkningsresultatet må ha tilstrekkelig forankring i selve loven, slik at hensynet til forutberegnelighet ivaretas⁸.

Finanstilsynets vurdering er at de objektive vilkårene i MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 a) ii) er oppfylt.

5.3.1.2 Falske eller villedende signaler

Finanstilsynet ser videre på spørsmålet om handlingene som er foretatt i Price Call også "*gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument*" etter MAR artikkel 12 nr. 1 a) i).

Bestemmelsen er virkningsorientert, det vil si at det sentrale er om handelen eller ordren har den sannsynlige effekt at den gir et uriktig bilde av tilbud, etterspørsel eller kursen i markedet. Prisene i renteswapmarkedet fremgår på skjermene til markedsplasser som Tullett Prebon og BGC. Dette er kun indikative priser, og de kan ikke handles på. Det er ikke uvanlig at markedsaktørene fører egne prisoversikter. Finanstilsynet legger til grunn at skjermene tjener som referanse for aktørene i markedet, og at aktørene handler og tar investeringsbeslutninger på bakgrunn av prisene som reflekteres på de respektive skjermene. Det vil i dette tilfellet derfor være viktig å beskytte denne "handelsfeeden" mot falske eller villedende signaler.

Danske Bank mener at bankes transaksjoner i 10-års norsk renteswaps ikke medførte "falske eller villedende signaler". Det vises til at transaksjonene ble gjennomført som en legitim, reell og nødvendig hedgingstrategi.

Finanstilsynet viser til omtalen av Danske Banks handler ovenfor, herunder Traderens handlemønster og adferd i forbindelse med Price Call. Som det fremgår var handlingene konsentrert til et kort tidsrom av handelsperioden, ved fastsettelse av en referansekurs, og medførte en kursendring på 4 basispunkter som senere ble reversert. Renteswaptransaksjonene ble gjennomført under Price Call, det vil si på et bestemt tidspunkt når referansepriser nærmer seg, eller skal foretas. Det vises videre til uttalelser fra Traderen selv og fra hans kollegaer om bankens hedgingstrategi.

Samlet sett så er det mye som tyder på at Danske Banks handler var særlig timede handler som flyttet referansekursen i renteswapmarkedet 7. februar 2023, og at dette var egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument.

Det vises til punkt 5.3.1.1 overfor om Finanstilsynets vurdering av at Danske Banks handler under Price Call var over terskelen for "misbruk".

Finanstilsynets vurdering er at også de objektive vilkårene i MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 a) i) er oppfylt.

5.3.2 De subjektive vilkårene for ileggelse av overtredelsesgebyr

Skyldkravet for foretak er uaktsomhet, jf. vphl. § 21-1 jf. forvaltningsloven § 46 første ledd. Skyldkravet kan oppfylles ved at noen som opptre på foretakets vegne oppfyller skyldkravet. Skyldkravet kan også oppfylles ved kumulative og objektive feil.

⁷ Prop. 96 LS (2018-2019) og fortalet til MAR punkt 38.

⁸ HR-2020-2019-A

Det er Finanstilsynets konklusjon at Traderen hadde til hensikt å påvirke kursen. Dette medførte at kursen på 10 års norsk renteswaps ble sikret på et unormalt eller kunstig nivå, og det var også egnet til å gi falske eller villedende signaler til markedet. Traderen har dermed forsettlig overtrådt forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15 jf. artikkel 12 og vphl. § 3-1.

Danske Bank mener at banken ikke kan identifiseres med Traderen, som følge av at Traderen har begått et illojalt instruksbrudd.

Kravet til den funksjonelle tilknytningen er at handlingen som utgjør overtredelse av et straffebud må ha en nær forbindelse til gjerningspersonens oppgaver for foretaket. Rammen for rollen som representant for foretaket bestemmes typisk av arbeidsavtalen.

Lovbruddet her har vært begått i direkte utøvelse av Traderens oppgaver og på vegne av Danske Bank. Det er i denne sammenhengen ikke avgjørende om det har forekommet et instruksbrudd.

5.4 Vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges og gebyrets størrelse

Som det kommer frem over anser Finanstilsynet at de objektive og subjektive vilkårene er til stede for å ilegge Danske Bank overtredelsesgebyr.

Vphl. § 21-14 og forvaltningsloven § 46 annet ledd gir anvisning på en rekke momenter som Finanstilsynet kan ta i betraktning ved vurderingen av om overtredelsesgebyr skal ilegges og ved utmålingen av overtredelsesgebyr. Oversikten over momenter er ikke uttømmende. Vurderingen må gjøres på konkret grunnlag i den enkelte sak.

Danske Bank mener at vurderingskriteriene i vphl. § 21-14 tilsier at det ikke bør ilegges et overtredelsesgebyr overhodet. Subsidiært anføres det at gebyret må reduseres i vesentlig grad. Det anføres bl.a. at lovbruddet "*hviler på en uklar angivelse av hvordan forbudet mot markedsmanipulasjon kommer til anvendelse*" og at denne uklarheten må vektlegges i vurderingen av om det skal ilegges sanksjon og alternativt ved sanksjonens størrelse.

Om dette viser Finanstilsynet til drøftelsen i punkt 5.2 og punkt 5.3.1.1, hvor det fremgår at det er Finanstilsynets oppfatning at hensynet til forutberegnelighet er ivaretatt ved at det med rimelighet kunne forutsettes at bankens handler falt innenfor virkeområdet til MAR og at den hedgingstrategi som ble benyttet var i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon.

I det følgende vil de relevante momentene vurderes samlet for om overtredelsesgebyr skal ilegges og i forhold til utmålingsspørsmålet.

Overtredelsens grovhet:

Finanstilsynet viser innledningsvis til at forbudet mot markedsmanipulasjon, sammen med forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon og innsidehandel, er en av de helt sentrale bestemmelsene i MAR, og har den høyeste grensen for utmåling.

Finanstilsynet har vektlagt at Danske Bank utviste en atferd som er egnet til å undergrave tilliten i markedet. Finanstilsynet har fått opplyst at flere aktører reagerte på stigningen i renteswapmarkedet 7. februar 2023. Når det er snakk om en slik synlig hendelse i markedet er det særlig viktig at Finanstilsynet reagerer, av hensyn til markedets integritet.

Graden av skyld:

Finanstilsynet vil fremheve at Danske Bank er en profesjonell aktør i verdipapirmarkedet og forutsettes å kjenne det regulatoriske regelverket den er underlagt. Banken har deltatt i flere syndikeringer tidligere og er også en av Norges Banks panelbanker. Den iboende interessekonflikten som foreligger ved risikoavlastning som skjer i interbankmarkedet før prisingstidspunktet, er Danske Bank godt kjent med. Videre er Finanstilsynet av den oppfatning at Danske Bank var klar over at renteswapmarkedet var noe mer illikvid enn tidligere. Finanstilsynet mener dermed at Danske Bank var klar over konsekvensene av å konsentrere et stort volum handler på et tidspunkt når referansepriser skulle settes. Gitt situasjonen forventes det at Danske Bank har kontrollmekanismer som sørger for at risikoavlastning i markedet ikke gjøres på en slik måte at det er egnet til å sikre kursen på et unormalt eller kunstig nivå. Når dette ikke har skjedd anser Finanstilsynet dette for alvorlig.

Danske Bank har opplyst at de har endret sine interne rutiner i etterkant av hendelsen. Finanstilsynet tar dette til etterretning. Finanstilsynet forutsetter at det også gis adekvat opplæring.

Danske Bank anfører at Traderen har opptrådt på egenhånd. Dette er Finanstilsynet ikke enig i. Finanstilsynet viser her blant annet til samtaler mellom Traderen og [REDACTED] om at transaksjonene skal gjøres "as close to the pricing as possible", og om viktigheten av nøyaktig å vite prisingstidspunktet, jf. uttalelser fra Traderen om at "I need you to exactly the second it's priced. I.. I need to know, you need to post it in the chat (recording cut off between 4:07 – 4:11) you come back and you rang the bell five times if you have to [REDACTED] svarer da "Yeah, yeah, yeah".

Det vises også til samtaler med [REDACTED] i banken om morgen 7. februar, hvor Traderen uttaler "we dont necessary want to find liquidity" og "if no one offers that curve will move". [REDACTED] svarer da "I get it". Til slutt vises det til at man i opptaket av meglersamtalene under Price Call kan høre at en person i bakgrunnen, trolig en person som sitter sammen med Traderen, si "da er vi ferdige", og så uttaler Traderen "Aggh fuck it – take me off – OFF OFF OFF!" [...] "I am off". Dette skjer kl. 15:20.

Traderen synes dermed å ha fått lagt opp hedgingstrategien med forståelse av flere andre kollegaer i banken.

Det vises også til at Danske Bank i sitt svarbrev til varselet uttaler følgende:

"Det er ikke tvilsomt at Danske Bank har opptrådt "forsettlig" i gjennomføringen av sin hedgingstrategi, i den forstand at banken har ment å gjennomføre sin hedgingstrategi med en bevisst vilje. Poenget i denne sammenheng er at gjennomføring av hedgingstrategien objektivt sett ikke utgjorde markedsmanipulasjon, slik vi ser på saken. Selv om det skulle legges til grunn at det objektivt sett var markedsmanipulasjon, hadde Danske Bank aldri noen tanke, og langt mindre noen intensjon, om å bryte reglene"

Oppnådd fortjeneste:

Danske Bank har anført at det ikke er mulig å beregne hvilken fortjeneste banken har hatt på hedgingaktiviteten før prisingstidspunktet, og skriver at dette "skyldes at handelsboken til Danske gjøres opp på daglig basis. Handelsboken har to hovedformål: risikostyring og market making. I løpet av en handelsdag vil det gjøres en lang rekke handler for å ivareta disse formålene, og disse handlerne gjøres ikke kun i én retning. Det er derfor ikke mulig å isolere enkelte handler foretatt i løpet av en dag og beregne profitten som følge av disse handlerne, i vårt tilfelle de 12 kjøpene Finanstilsynet har fremhevet i Varselet".

Danske Bank er også uenig i måten fortjenesten er regnet ut og hevder at man må se på "røll kjøpspris for de 12 handlerne [...] og se på differansen mot faktisk salgspris for det samme volumet

av bilaterale swapper til kurs 3,16". Banken kommer etter dette til at de hadde en profitt på [redacted] Danske Banks argumentasjon om at gevinsten må isoleres til de 12 handlende som utgjør markedsmanipulasjon kan åpenbart ikke føre frem.

Finanstilsynet er enig i at det ikke lar seg gjøre å fastslå nøyaktig hva gevinsten har vært, men estimerer at den ligger på om lag NOK 40 millioner som følge av overtredelsen. Danske Banks handler under Price Call medførte som nevnt at referanseprisen endte på 3,16 prosent. Fastrenten Danske Bank får fra renteswappene de inngikk med obligasjonsinvestorene fastsettes på bakgrunn av referanseprisen. Denne fastrenten får banken på sitt totale swappevolum på NOK 9,6 mrd. i hele statsobligasjonens løpetid, det vi si 10,5 år. Finanstilsynet er av den oppfatning at de 12 handlende Danske Bank gjennomførte under Price Call dro kursen opp fra 3,12 prosent til en unormal eller kunstig kurs på 3,16 prosent, det vi si 4 basispoeng. Differansen mellom hvilken fortjeneste Danske Bank ville fått på sitt totale swappevolum på hhv 3,12 prosent og 3,16 prosent tilsvarer NOK 40 320 000. [redacted]

Gevinstberegningen er oppsummert i tabellen nedenfor:

Referanseverdi for beregningene (swappevolumet til Danske Bank)	Rente	Total årlig fast innbetaling fra investorene som ønsket å swappe	Økning i den årlige faste innbetalingen ved rente + 1 bps	Akkumulert økning i den årlige faste innbetalingen (hvert år – målt fra 3,06 prosent)	Akkumulert økning i den årlige faste innbetalingen (over 10,5 år – hele obligasjonens løpetid)
NOK 9 600 000 000	3,12 %	NOK 299 520 000	NOK 960 000	NOK 5 760 000	NOK 60 480 000
	3,13 %	NOK 300 480 000	NOK 960 000	NOK 6 720 000	NOK 70 560 000
	3,14 %	NOK 301 440 000	NOK 960 000	NOK 7 680 000	NOK 80 640 000
	3,15 %	NOK 302 400 000	NOK 960 000	NOK 8 640 000	NOK 90 720 000
	3,16 %	NOK 303 360 000	NOK 960 000	NOK 9 600 000	NOK 100 800 000
Differansegevinst mellom endelig rente på 3,12 prosent og 3,16 prosent:					NOK 40 320 000

Danske Banks finansielle styrke:

Overtrederens økonomiske styrke er også et sentralt moment i utmålingsvurderingen. Danske Bank hadde i 2023 en årsumsetning på DKK 52,4 mrd., og et netto driftsresultat på DKK 21,3 mrd. Banken anfører at dette momentet først og fremst er "relevant som et preventivt virkemiddel, noe som ikke synes å være relevant i denne sammenheng". Finanstilsynet er usikker på hva banken mener med dette, men er uansett ikke enig i at Danske Banks økonomiske styrke ikke er relevant ved utmåling av overtredelsesgebyr.

Annet:

Samlet sett finner Finanstilsynet at overtredelsen i denne saken er egnet til å undergrave tilliten til markedet. Preventive hensyn tilsier at det bør reageres på denne typen overtredelser. I formildende retning legges det vekt på at Danske Bank selv tok kontakt med tilsynsmyndighetene om forholdet, selv om dette skjedde noe tid etter hendelsen. Videre har Danske Bank samarbeidet godt under sakens gang. [redacted]

Finanstilsynets konklusjon etter dette er at overtredelsesgebyret ut fra en helhetsvurdering passende bør settes til NOK 50 millioner.

6. Vedtak om overtredelsesgebyr

Ut fra de forhold som er omtalt, legger Finanstilsynet Danske Bank A/S et overtredelsesgebyr på NOK 50 millioner for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 a) i) og ii), jf. vphl. § 3-1.

Hjemmel for å ilegge overtredelsesgebyr er vphl. § 21-1, jf. § 21-9 og forvaltningsloven § 46.

Dette vedtaket kan påklages innen 3 uker etter at vedtaket er mottatt. En eventuell klage sendes Finanstilsynet. Klageinstans er Finansdepartementet. Forvaltningsloven §§ 18 og 19, om partenes adgang til å gjøre seg kjent med sakens dokumenter, gjelder.

Overtredelsesgebyrer innkreves av Skatteetaten ved Statens innkrevingsentral. I tilfeller der vedtaket ikke påklages vil Statens innkrevingsentral sende krav om betaling umiddelbart etter klagefristens utløp. I tilfeller der vedtaket påklages, sendes kravet etter at klagen er avgjort av Finansdepartementet. Statens innkrevingsentralers frist for betaling er 3 uker etter at faktura er sendt.

Finanstilsynet viser til regler om offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. forordning (EU) nr. 596/2014 (markedsmisbruksforordningen) artikkel 17, jf. artikkel 7. Finanstilsynet legger til grunn at foretaket vurderer sin behandling av informasjon iht. disse reglene.

For Finanstilsynet

Per Mathis Kongsrud
finansstilsynsdirektør

Marte Voie Opland
avdelingsdirektør

Dokumentet er godkjent elektronisk.

Kopi til:
Advokatfirmaet Thommessen AS