



**FINANSTILSYNET**  
THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY

# Markedsmanipulasjonsak av 22. januar 2025

Ole Morten Beichmann

Seksjon for markedsatferd, Verdipapirseminaret 3. juni 2025

**Saksforholdet**

**Prisingen**

**MAR**

**Gebyret**

## Saksforholdet

### Prisingen

### MAR

### Gebyret

## 7. februar 2023

---

- Norges Bank skal plassere et nytt fastrente statsobligasjonslån ute i markedet
- Total verdi: 22 milliarder kroner
- Løpetid: 10 år
- Plasseringen skjer gjennom et syndikat av fire ulike banker
- På syndikeringsdagen skulle en rekke forhold finne sted:
  - *Boken skulle fylles*
  - *Interesse for obligasjonen skulle vurderes*
  - *Enighet om vilkårene for lånet*
  - *Prisfastsettelsen for lånet*

Saksforholdet

## Prisingen

MAR

Gebynet

# Price Call

---

- I forkant av syndikeringen ble det bestemt at statsobligasjonen skulle prises som en referansepris transaksjon
- Referansen viste til:
  - 10-årig norsk renteswap
  - På et forhåndsbestemt tidspunkt
- I tråd med tidligere syndikeringer fra Norges Bank
- **Referansetidspunktet hadde to formål:**
  - 1) Fastsette lånets effektive rente
  - 2) Fastsette lånets utstedelseskurs

Saksforholdet

Prisingen

MAR

Gebyret

# Bevisst strategi

---

MAR art. 15, jf. art. 12 nr 1 a)

- Sikret referansekursen på et «unormalt» eller «kunstig» nivå
- Under enhver omstendighet også «villedende»

- Inidikatorer på manipulativ atferd:

Transaksjoner som medfører «*betydelige endringer*»

Transaksjoner som konsenteres i et «*kort tidsrom*» og som «*senere reverseres*»

Transaksjoner på eller omkring når «*referansepriser skal gjøres opp*»

Transaksjoner med bevisst formål om å «*marking the close*»

Transaksjoner som «*på grunn av sin størrelse*» klart påvirker referansepriser

Transaksjoner som «*uten noen åpenbar grunn*» øker referanseprisen

Saksforholdet

Prisingen

MAR

**Gebyret**

# 50 millioner kroner

---

- Slik Finanstilsynet så saken, var atferden foretaket utviste under syndikeringen av statsobligasjonslånet fra Norges Bank 7. februar 2023, egnet til å undergrave tilliten i markedet, og at det av preventive hensyn tilsa at det burde reageres på denne typen overtredelser
- Profesjonell aktør
- Synlig hendelse
- Egenvinning som følge av atferden
- **Formildende forhold:**
  - Banken tok selv kontakt med Finanstilsynet
  - Samarbeidet godt under sakens gang

# Nyanser og utfordringer

1

2

# Nyanser

# og

# utfordringer

1

2

## Grenseoverskridende sakskompleks



Handlene i renteswappen ble gjort fra Bankens filial i Oslo



Foretak underlagt danske tilsynsmyndigheter



Frankrike RCA for markedsplassen som tok opp swappen til handel



Hovedvekten av handlene ble gjort på handelsplasser i London

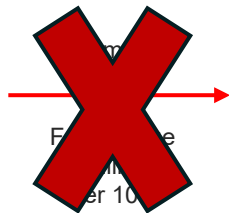
# Nyanser og utfordringer

1

2

## Bankenes legitime hedgingbehov

Norges Bank



Obligasjons-  
investorer



Flytende 6mnd NIBOR



Rente X



Syndikatbankene



# Nyanser

# og

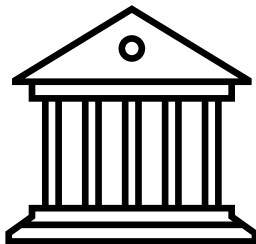
# utfordringer

1

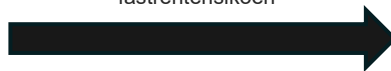
2

## Bankenes legitime hedgingbehov

Syndikatbankene



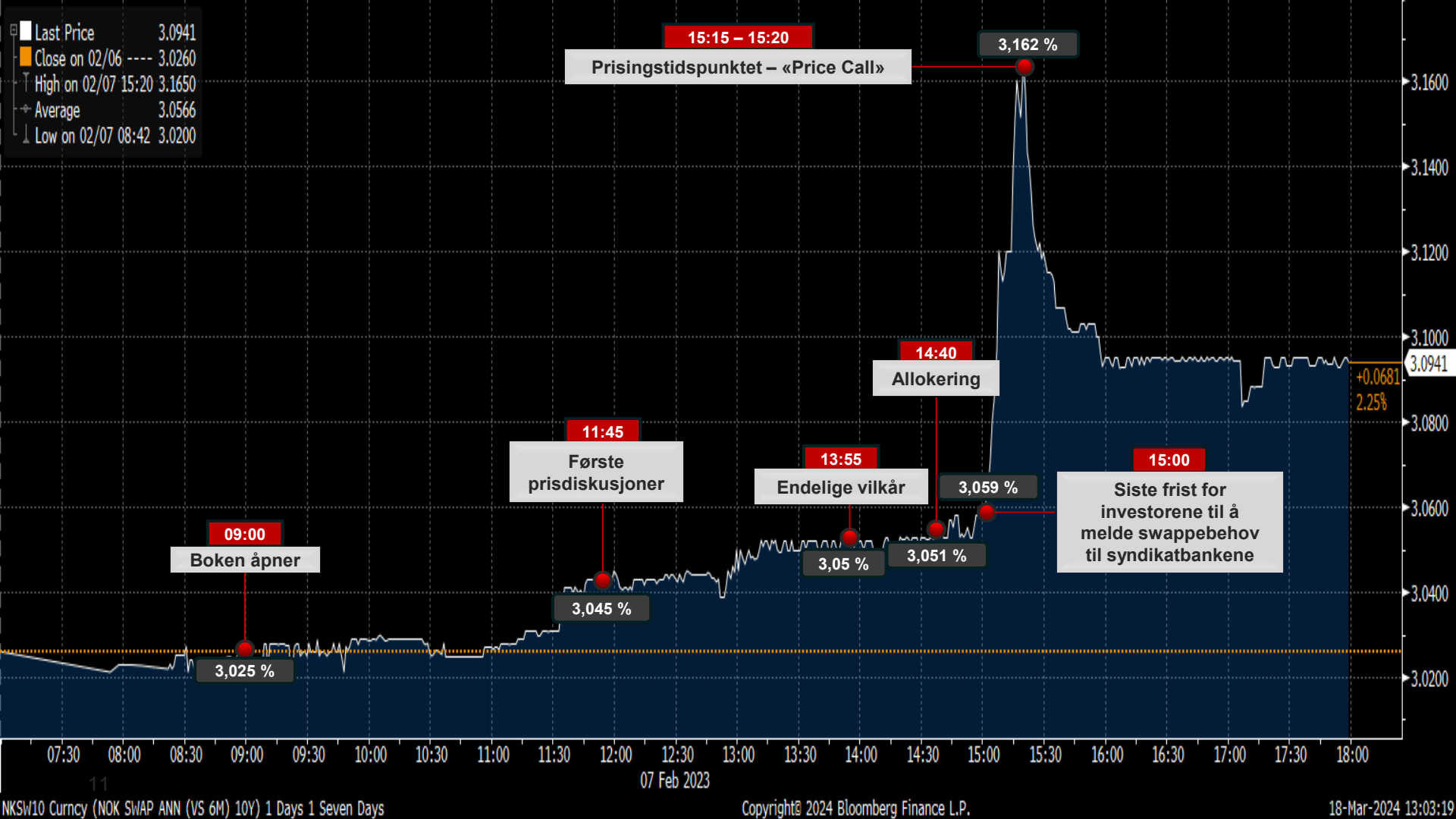
Ut i markedet for å avlaste  
fastrenterisikoen



OTC derivater

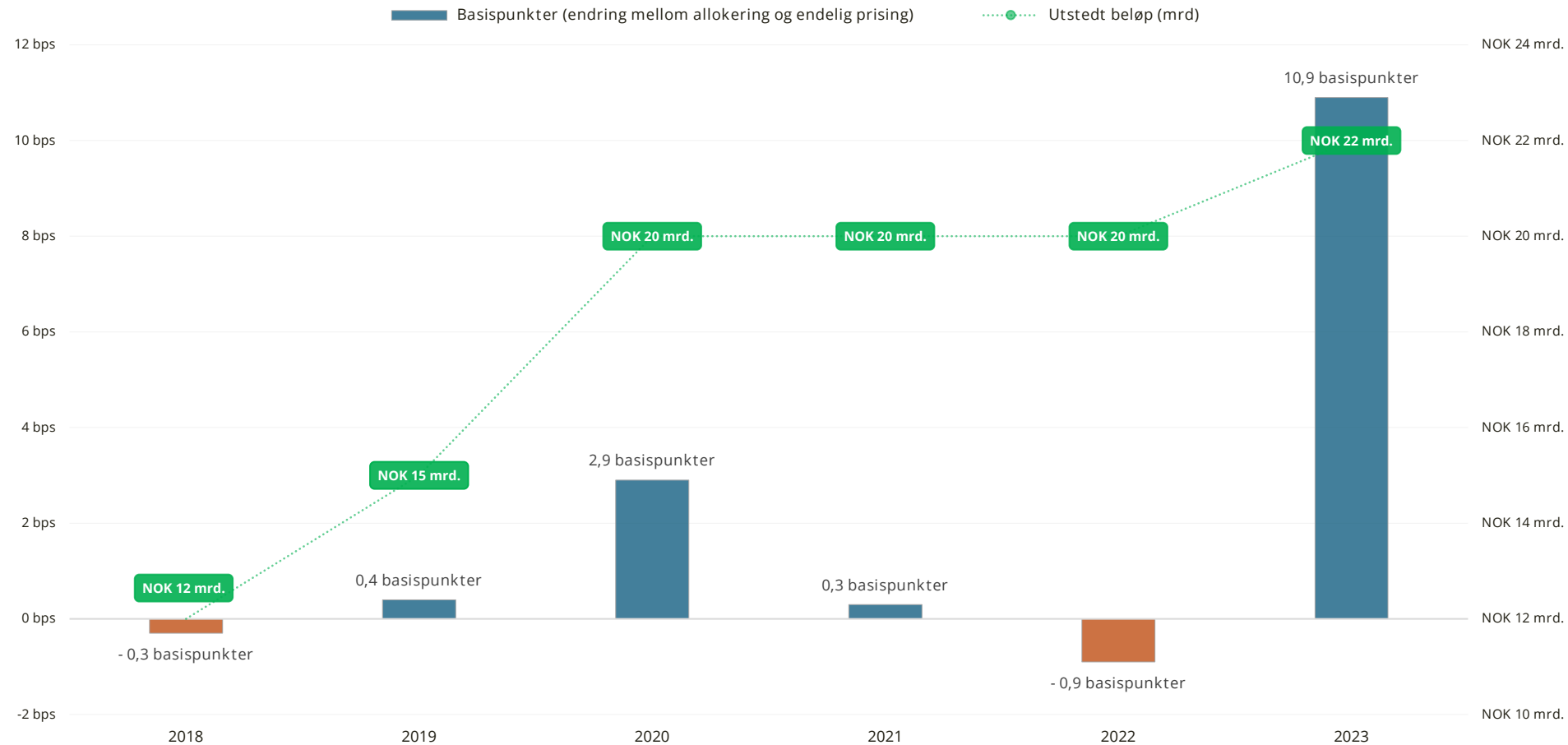
Interbank markedet





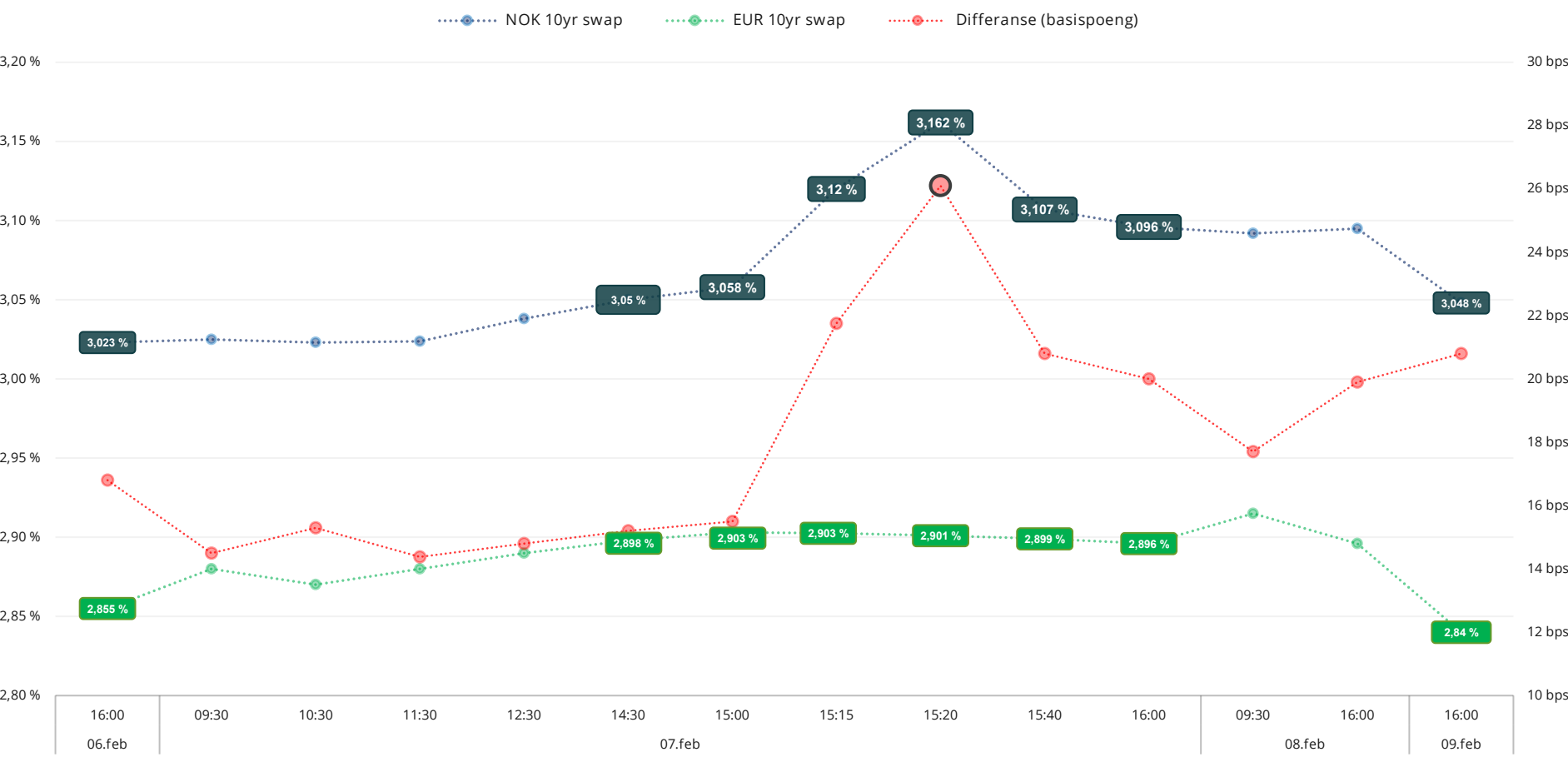
# Tidligere syndikeringer

2023 viser et avvikende prismønster



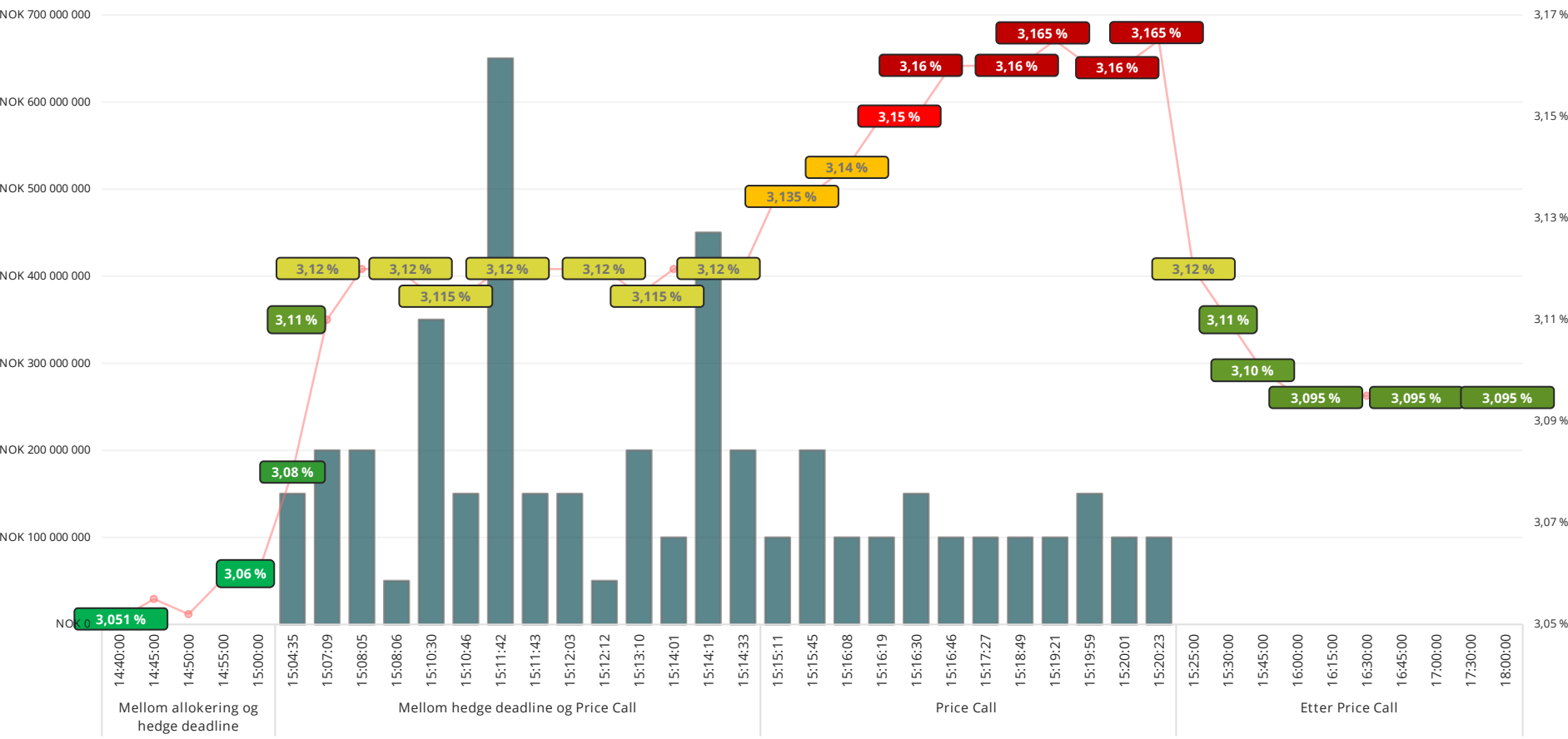
# EUR 10-årig swaps

Viser ingen tilsvarende bevegelser i rentemarkedet



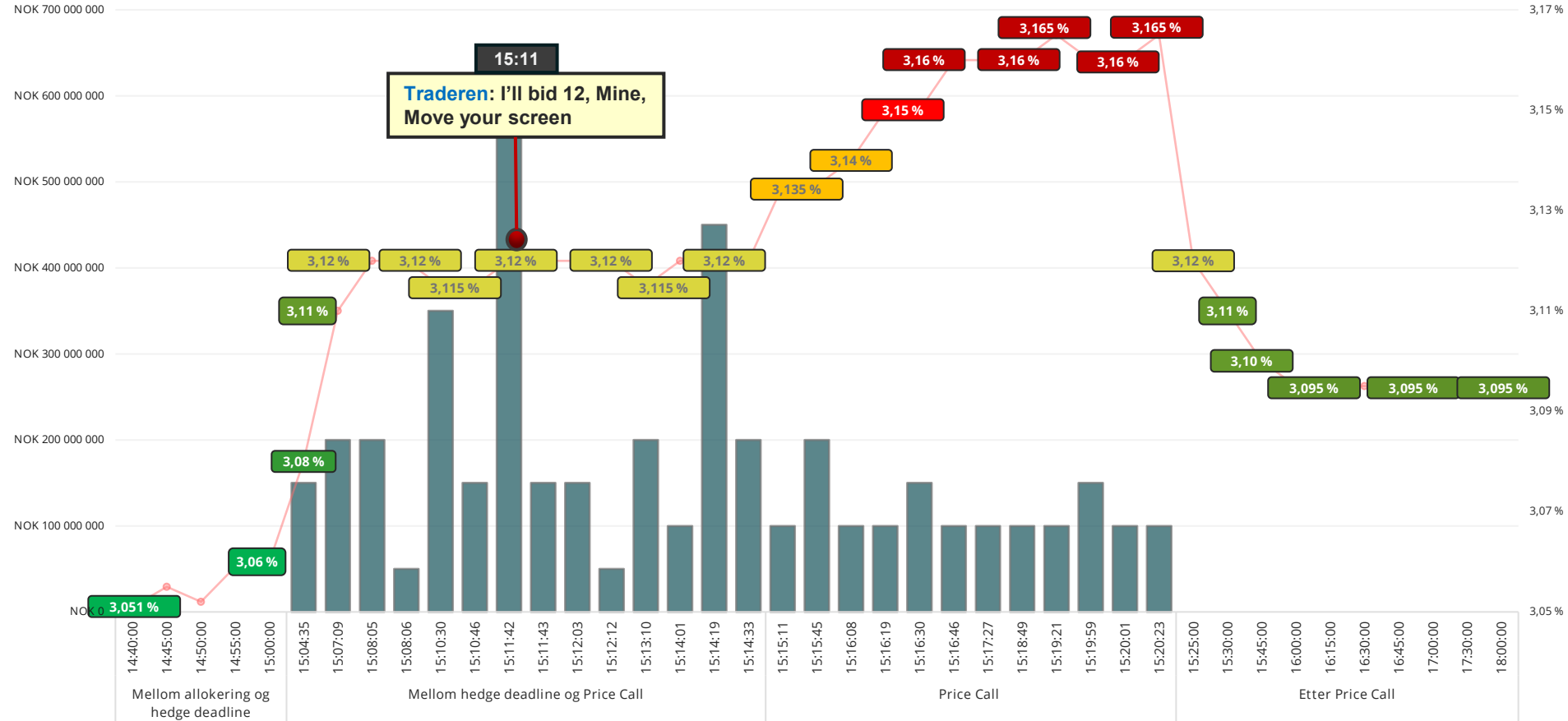
# Price Call

Meglerlydopptak hos banken



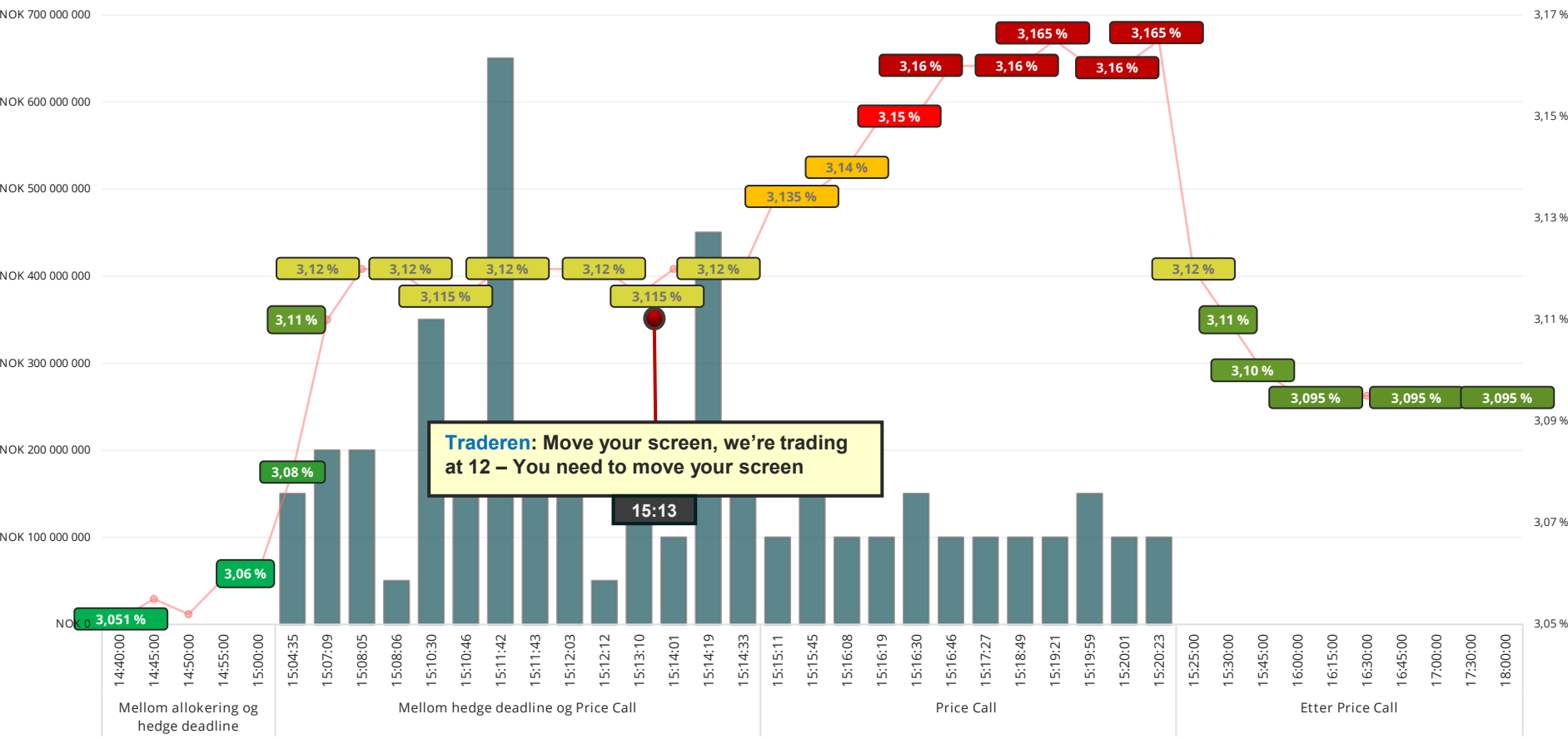
# Price Call

## Meglerlydopptak hos banken

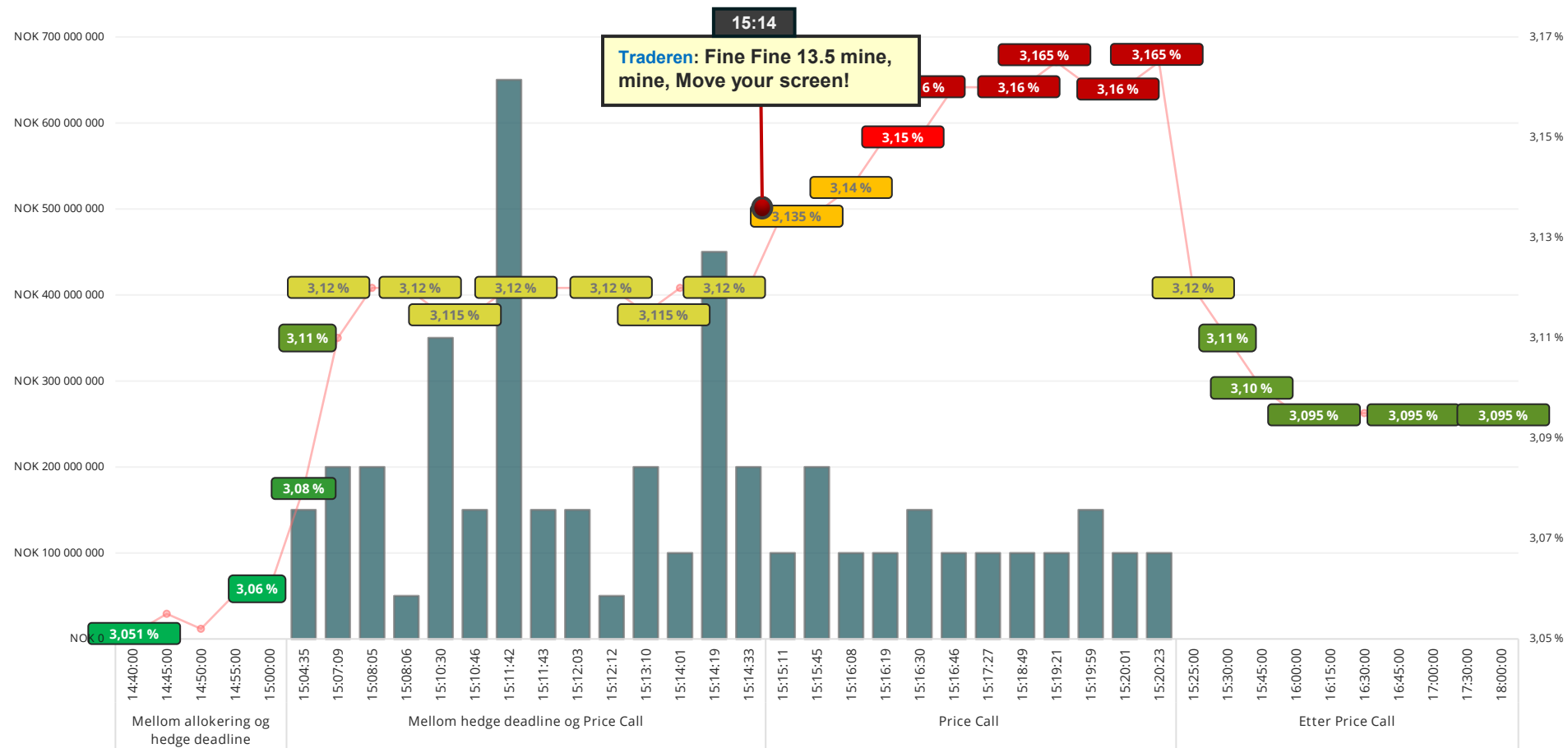


# Price Call

Meglerlydopptak hos banken

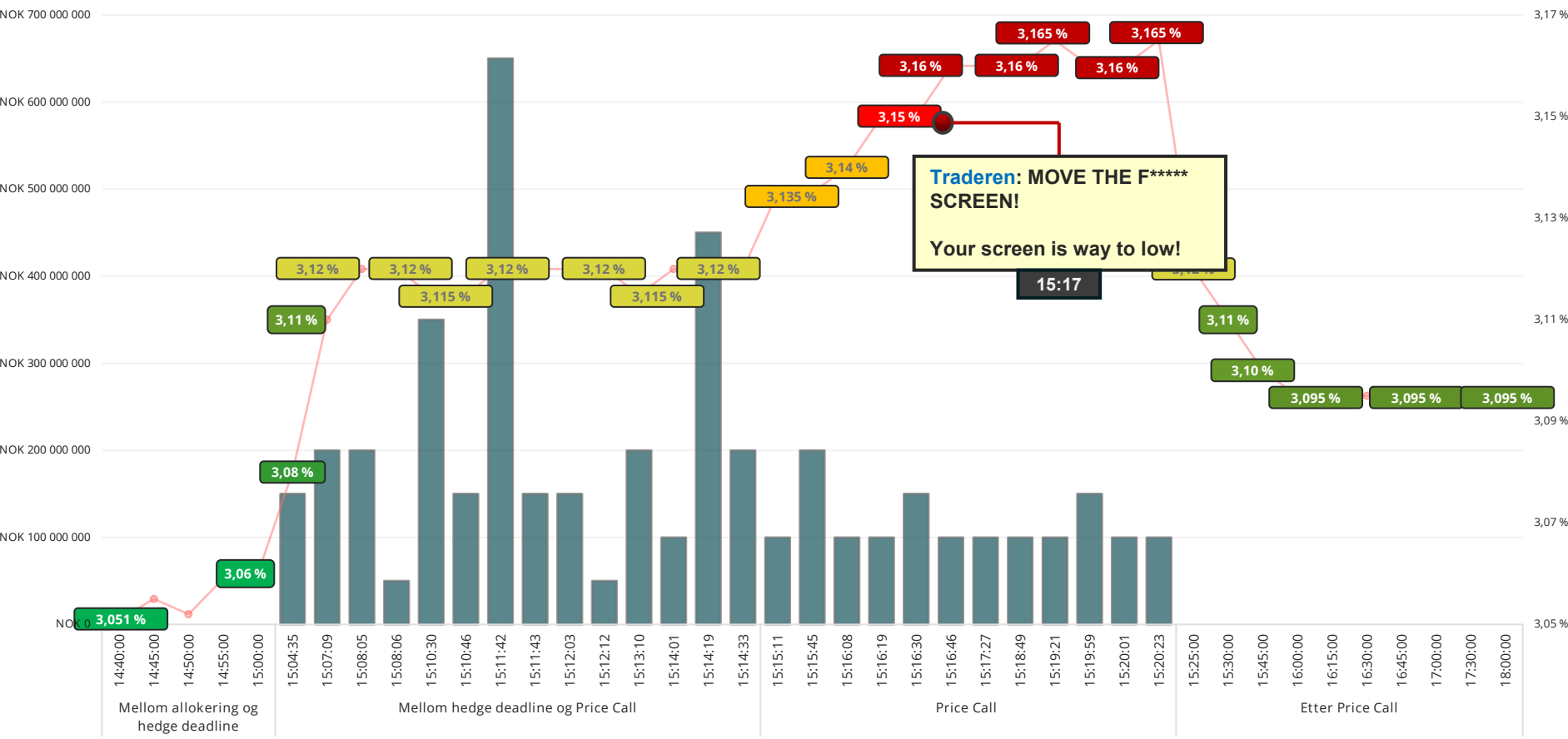


## Meglerlydopptak hos banken



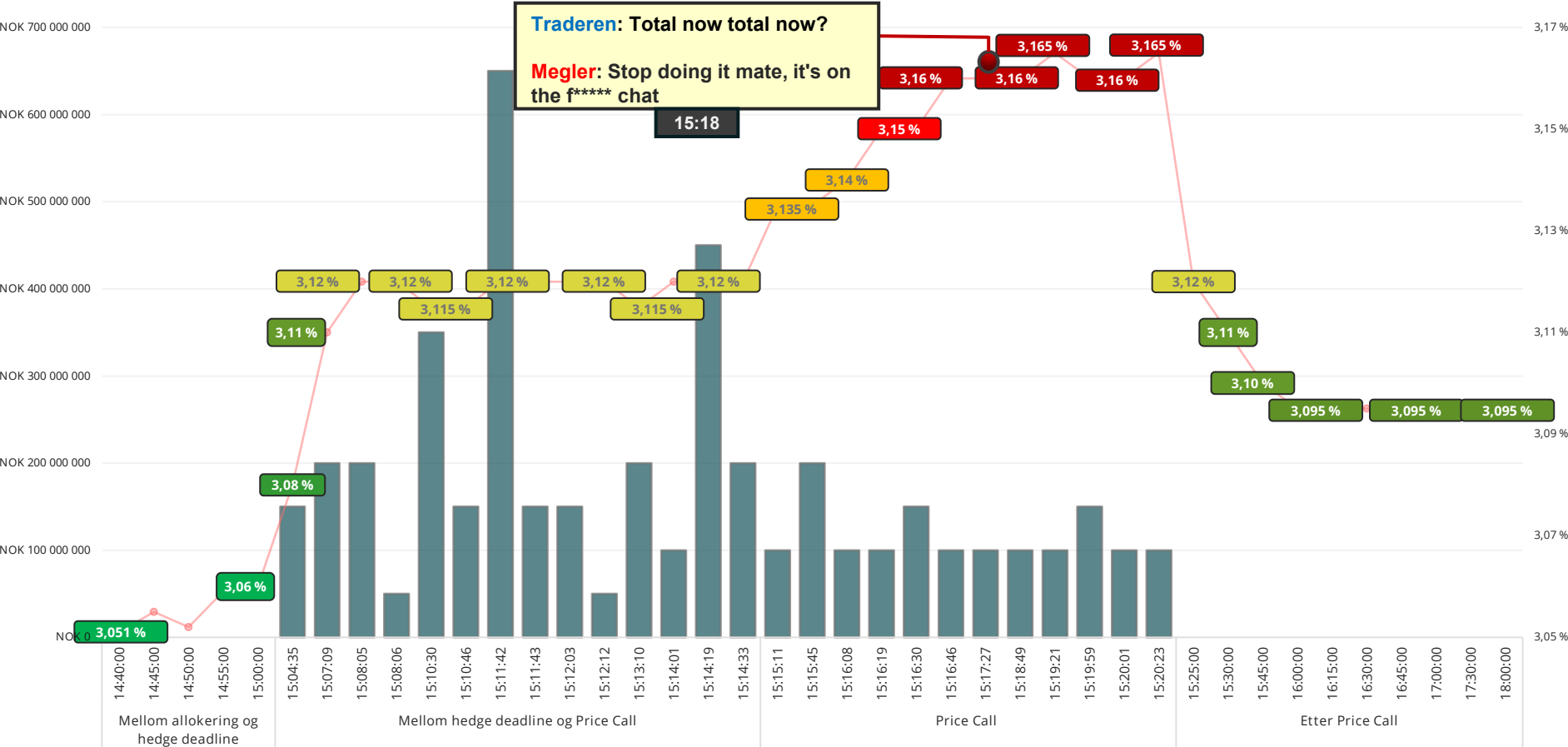
# Price Call

Meglerlydopptak hos banken



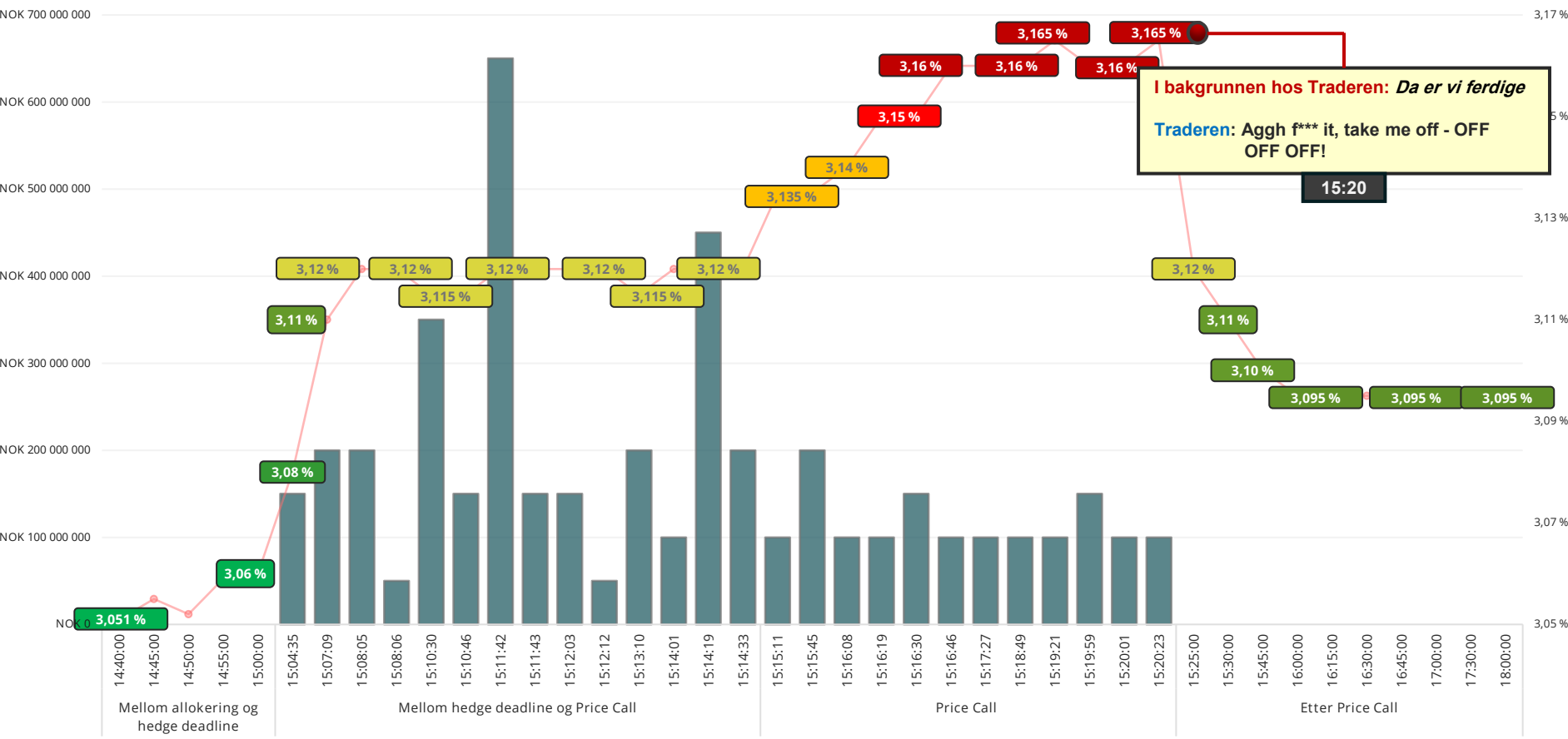
# Price Call

Meglerlydopptak hos banken



# Price Call

## Meglerlydopptak hos banken





Post-Trade  
samtale

2 timer senere

# Vi gjorde et «Home run!»

men du kan ikke si det til Norges Bank, ok?

---

**Kollega:** issuer was very happy about the transaction and the orders and so on

**Traderen:** F\*\*\* no they weren't mate! They f\*\*\*\* hated this shit (...) they got f\*\*\*\*!

**Kollega:** they are starting to question what the f\*\*\* is going in the 10 year (...) just up to the runup to pricing (...) 10 basis points or something (...) I think they were a bit surprised because normally it doesn't move that much

**Traderen:** if you get big enough in these markets, you can f\*\*\*\*\* control the mid's

[...]

**Traderen:** I was just offering just to make sure I was f\*\*\*\*\* making money on this and then I let it go and then, ok, so I got slightly more 10 year than I needed, but there wasn't any liquidity in the swap so I started lifting

[...]

**Traderen:** keep this to yourself, it was a f\*\*\*\*\* home run mate! We made a killing today, I've printed this 12 year at 3 and I got [the 10 year] up at 3,16 (...) we have about 40 million in a new profit/loss today, but you can't f\*\*\*\*\* say that to [Norges Bank], right



# Kurs på virkningshensikt

«Jeg gjorde mitt beste for å maksimere gevinsten vår»

**Traderen:** between you and me, we don't necessarily want to find liquidity, if no one offers that curve will move

[...]

**Traderen:** 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 ... you come back and you rang the bell five times if you have to

[...]

**Traderen:** 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

[...]

**Traderen:** I need to just be able to do my thing here so we can maximize what we can get

[...]

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

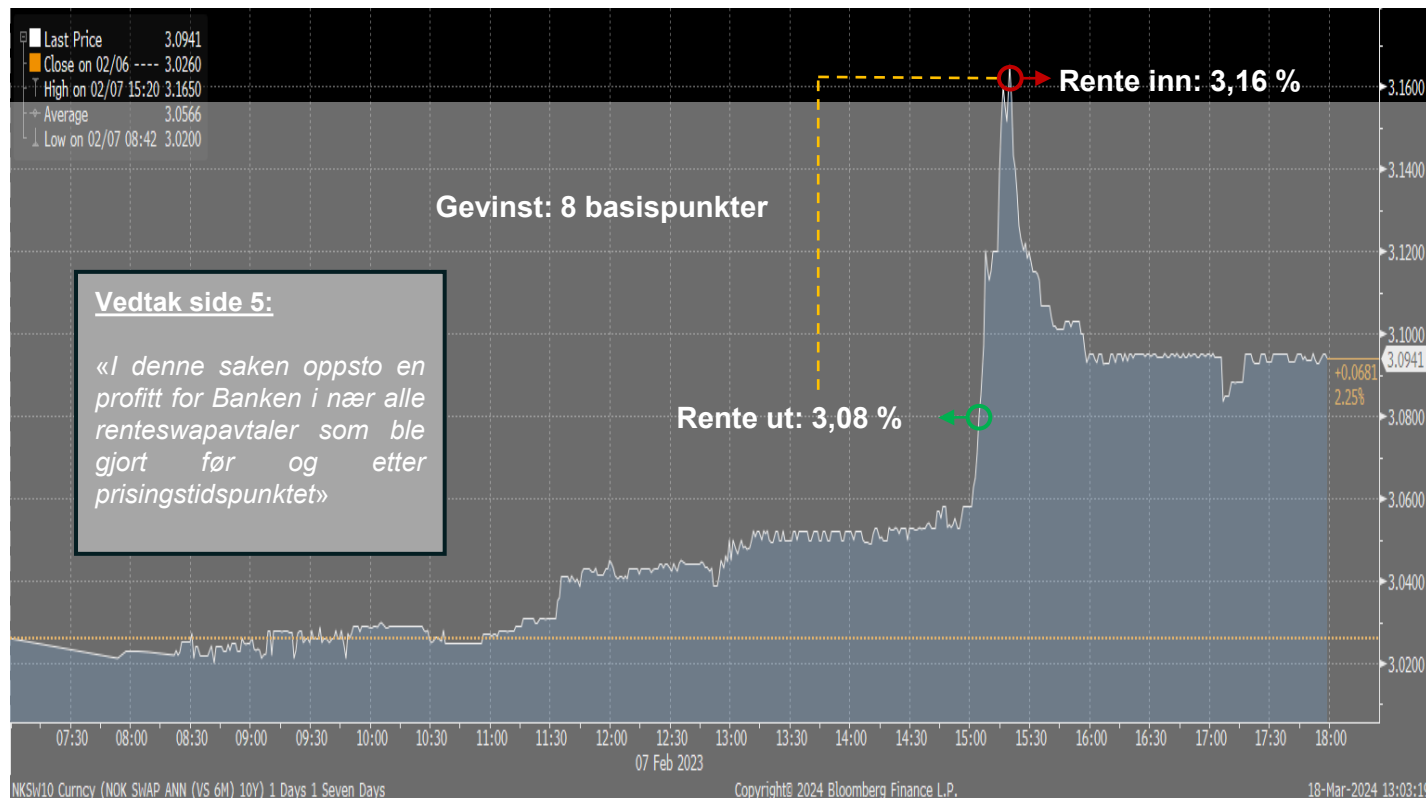
[...]

**Kollega:** Hvis han ville undgå at flytte markedet meget kunne han bare have taget min risk med på prisningen, men han afslog. Dvs han ville gerne have 'ammo' til at flytte markedet.

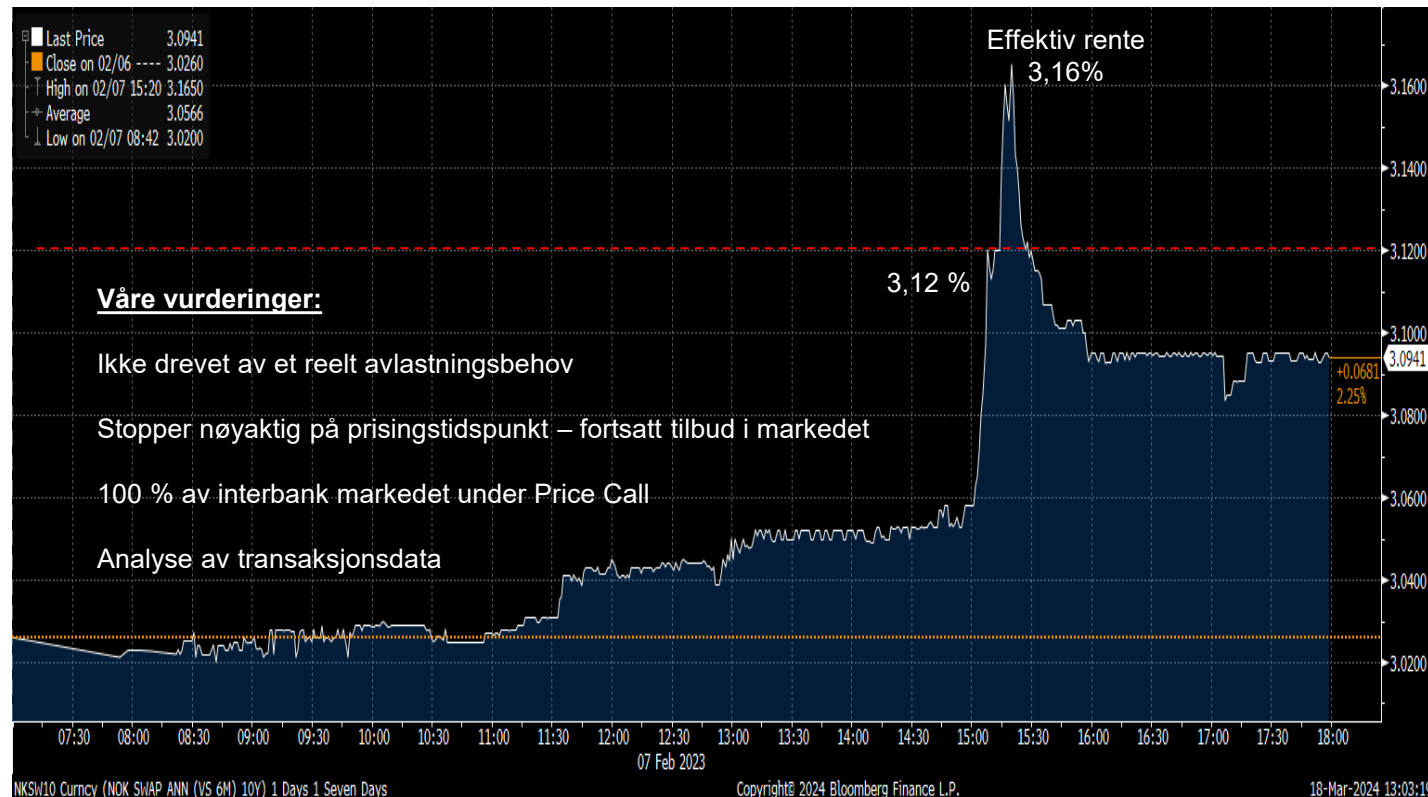
[...]

**Kollega:** Det jo klart at [Traderen] løfter broker på 16 for at flytte markedet ikke for at klare risk.

# Interessekonflikten – «I got [the 10 year] up at 3,16»



# Finanstilsynets vurdering av den manipulative handlingen





**FINANSTILSYNET**

THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY