Til Styret for Nasdaq Omx Oslo ASA

Aarhus den 16. juni 2011

Disciplinær Komiteens anbefaling i sagen mod Statkraft Energi AS for overtrædelse af Market Conduct Rules i Nasdaq Omx Oslo ASA's markeder

Disciplinær Komiteen har den 16. juni 2011 behandlet sagen mod Statkraft Energi AS for brud på Market Conduct Rules' (MCR) bestemmelser om markedsmanipulation (MCR punkt 5.1.) og overtrædelse af forbuddet i MCR's punkt 3.3. mod insiderhandel.

1 Sagsfremstilling

Statkraft Energi AS sendte den 27. oktober 2010 kl. 11.35 anmeldelser til Nord Pool Spot (NPS) om udbuddet af MW den pågældende dag med levering den 28. oktober 2010. Anmeldelserne viste sig efterfølgende at være fejlbehæftede, idet kjøpsforpligtelser på 4000 MW var udeladt af beregningen, der lå til grund for anmeldelsen. Det betød, at udbuddet blev 4000 MW for stort.

Efter afsendelsen af Spotanmeldelserne modtog Statkraft Energi AS en systemadvarsel om, at ændringen i forhold til dagen før var for stor. Da Statkraft Energi AS ventede en sådan melding på grund af ændrede vandværdier, medførte advarslen ikke nogen intern kontrol hos Statkraft Energi AS af de forhold, der lå til grund for advarslen. Kl. 12.00 ringede trading desk ved NPS og gjorde opmærksom på, at ændringen i anmeldelserne i forhold til dagen før var for stor. Medarbejderen, der havde foretaget den fejlagtige spotanmeldelse, troede igen, at advarslen skyldtes de ændrede vandværdier og bekræftede derfor uden yderligere undersøgelser, at tallene var rigtige.

Kl. 13.25 modtog Statkraft Energi AS handelsresultaterne fra auktionen og man gik herefter i gang med at lægge tallene ind i produktionsplanen. I den forbindelse modtog man endnu en fejlmelding. Man antog imidlertid i første omgang, at der var tale om en fejl i programmerne og gik i gang med fejlsøgning, selvom fejlmeldingen skyldtes, at man havde fået "tilslag" på en volumen, som oversteg den tilgængelige produktionskapacitet. Først kl. 14.20 blev det af Statkraft's kraftcentral i Oslo (Statkraft Oslo) opdaget, hvad der var sket. Mellem 14:30 og 14:31 tog Statkraft Oslo kontakt til

Statkrafts afdeling for "short-term price prognosis" i Trondheim (KPP) og informerede dem om de fejlbehæftede anmeldelser, således at der kunne beregnes nye prisprognoser for det norske elmarked. Oplysningerne blev kort tid efter, at KPP havde modtaget oplysningerne fra Statkraft Oslo, af KPP videregivet til den finansielle trading desk i Trondheim. Informationen om de forkerte anmeldelser tilgik ikke til Statkrafttraderne i Oslo, da de - iflg. oplysninger fra Statkraft Energi AS - er placeret i et lokale adskilt fra kraftcentralen, ligesom der er indført rutiner til håndtering af intern viden, der skal sikre, at informationen ikke tilflyder traderne, før den er offentliggjort ved en UMM.

Med hensyn til Trondheimkontoret fremgår det dels af Statkrafts memo fra november 2010 samt oplysninger givet på mødet med Disciplinær Komiteen den 9. juni 2011, at der ikke er etableret faste rutiner for håndtering af en sådan information og *de facto* blev traderne informeret om fejlanmeldelsen. Det er usikkert, nøjagtig hvornår informationen tilgik traderne, men det skete kort efter Statkraft Oslos opringning til KPP, dvs. lige efter 14.30.

Kl. 14.33 blev KPP i Trondheim ringet op fra Statkraft Oslo og informeret om, at man muligvis var i en UMM-situation, og at al handel skulle ophøre.

Kl. 14.34 ringede Statkraft Oslo til NPS for at få rådgivning om, hvorledes man skulle forholde sig, herunder om man skulle udsende en UMM. Meget tyder på, at Statkraft Energi AS af NPS fik at vide, at det ikke var nødvendigt at udsende en UMM.

KL. 14.36 ringede en af traderne i Trondheim til Markedsovervågningen for at rådføre sig om, hvorledes han skulle forholde sig med bud, han havde liggende ude. Han fik besked om at trække dem, hvilket han straks gjorde. Kl. 14:37 kontaktede Statkraft Oslo Markedsovervågningen pr. telefon og Markedsovervågningen anbefalede Statkraft at udsende en UMM, hvilket Statkraft gjorde. UMM'en blev publiceret kl. 14:54:20.

I tidsrummet 14:31:42 og 14:31:52 indgik Statkraft tre selvstændige transaktioner gennem Trondheim desk'en. Statkraft købte således sammenlagt 13 MW i ENOQ1-11 og 12 MW i ECOMDEC-10 gennem to forskellige tradere i Trondheim. Markedsovervågningen har ikke kunne fastslå, om de pågældende handler blev udført på et tidspunkt, hvor traderne var i besiddelse af informationen om de fejlbehæftede anmeldelser.

Kl. 14:54:31, kl. 14:54:34 og kl.14.54:42 indgik Statkraft 3 transaktioner i det finansielle marked. Statkraft købte [redacted] MW i [redacted] og [redacted] MW i [redacted] ved 3 selvstændige transaktioner udført af 3 forskellige tradere. 14:54 transaktionen i [redacted] blev gennemført til en pris på [redacted] EUR/MW. Den første transaktion i [redacted] gennemført efter publiseringen af UMM'en og som ikke involverede Statkraft blev gennemført til en pris på [redacted] EUR/MW. 14:54 transaktionerne i [redacted] blev gennemført til en pris på [redacted] EUR/MW og [redacted] EUR/MW.

Som anført af Markedsovervågningen steg prisen ([redacted]) fra [redacted] og [redacted] EUR/MW før auktionen til priser efter offentliggørelsen af UMM'en på (max) [redacted] og [redacted] EUR/MW og sluttede dagen i [redacted] og [redacted] EUR/MW.

1.1 Markedsovervågningens indstilling til Disciplinær Komiteen

Markedsovervågningen har i sin anbefaling til Disciplinær Komiteen konkluderet, at Statkraft Energi AS har handlet i strid med forbuddet mod markedsmanipulation MCR punkt 5.1. og at Statkraft Energi AS har overtrådt forbuddet mod insiderhandel i MCR punkt 3.3.

På baggrund heraf anbefaler Markedsovervågningen, at:

Statkraft Energi AS med hjemmel i MCR får en sanktion i form af en bøde på 250.000 Nkr. for overtrædelse af MCR punkt 5.1. om markedsmanipulation. Da denne del af sagen også kører for NPS anbefaler MS, at Disciplinær Komiteen ikke pålægger en selvstændig sanktion for dette forhold, da der herved vil opstå "double jeopardy." I stedet anbefaler MS, at Disciplinær Komiteen i sin indstilling støtter afgørelsen ved NPS. Markedsovervågningen har i sin vurdering af sanktionens størrelse på den ene side lagt vægt på, at de forkerte anmeldelser skyldtes en teknisk fejl og at Statkraft ikke havde til hensigt at manipulere markedet og at de efterfølgende offentligt har forsøgt at forklare fejlen, ligesom de har taget skridt til at sikre, at en sådan fejl ikke kan opstå igen. På den anden side lægger Markedsovervågningen vægt på, at de fejlbehæftede anmeldelser har medført den til dato mest alvorlige markedsforstyrrelse forårsaget af en markedsdeltager.

Med hensyn til Statkraft Energi AS' overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel i MCR punkt 3.3. skal der sondres mellem handlerne kl. 14:31 og handlerne kl. 14:54.

Med hensyn til handlerne kl. 14.31 anfører MS, at: *"the 14:31 Transactions were most likely not made with actual knowledge by the applicable traders of the erroneous Nominations and hence were only negligent as to subjective elements. Still, it is technically speaking, insider trading and it is important that participants have sufficient routines in place to prevent any insider trading from happening. MS deems that the main reason why the 14:31 Transactions are insider trades is that Statkraft has failed to set up effective information barriers between the Trondheim Desk and other Departments holding inside information. MS has however also taken into account that this was an unusual event, and that Statkraft, when asking the trading desk at NPS, may have recieved an answer which could indicate that the information was not to be considered inside information."*

Markedsovervågningen tillægger i sin anbefaling til Disciplinær Komiteen ikke overtrædelsen af MCR punkt 3.3. i forbindelse med 14:31-handlerne særlig vægt i forbindelse med udmålingen af sanktionen. Markedsovervågningen har efterfølgende pr. mail oplyst Disciplinær Komiteen om, at man ikke tidligere har pålagt en sanktion i form af økonomisk bod (overtrædelsesgebyr) i lignende sager. I mail af 10. juni anfører Markedsovervågningen følgende om sin tidligere praksis.

"Det har også blitt sanksjonert på liknende saker før, men da gjennom en skriflig advarsel og ikke overtredelsesgebyr… Vi er av den oppfatning at denne saken er mer alvorlig enn tilsvarende saker vi har hatt tidligere. Dette grunnet den prispåvirkenede effekten informasjonen hadde i markedet og at Statkraft har handlet i riktig retning i forhold til informasjonen om feilanmeldingen i Elspot.

De gangene vi har valgt å kun gi en påpekning, og ikke en sanksjon, har blant annet følgende forhold ligget til grunn:

1) Informasjonen hadde minimal prispåvirkning. Dette er ikke tilfellet i Statkraftsaken.
2) Handlene har blitt gjennomført i "feil" retning i forhold til den informasjonen selskapet satt på. Dette er ikke tilfellet i Statkraftsaken."

I forbindelse med handlerne kl. 14:54 anbefaler Markedsovervågningen, at Statkraft Energi AS med hjemmel i MCR punkt 7.1. pålægges en bøde på 150.000 Nkr. for brud på MCR 3.3. og for adfærd i strid med MCR 6.1. om Good Business Conduct. Med hensyn til overtrædelsen af MCR 3.3. finder Markedsovervågningen, at der efter deres opfattelse var tale om intern viden, selvom der var publiceret en UMM. Som begrundelse anfører MS, at *"this did not allow sufficient time for other market participants to actually percieve the Initial UMM, and that the Relevant Information was still to be considered "Insider Information" at the time when the 14:54 Transactions took place and the corresponding orders were submitted."* Det skal nævnes, at Markedsovervågningen anfører, at der er en fortolkningsmæssig usikkerhed med hensyn til spørgsmålet om, hvorvidt der kan være tale om insiderhandel, efter at den interne information er tilgået markedet ved en UMM. Markedsovervågningen anfører endvidere, at der ikke er tidligere sager på området.

Som begrundelse for, at Statkraft Energi AS skal pålægges en sanktion for overtrædelse af MCR punkt 6.1. for adfærd i strid med Good Business Conduct anfører MS: *"Regardless of this however, Markedsovervågningen deems that Statkraft should have understood that placing orders for the 14.54 Transactions in instruments directly affected by what they must have known to be price significant information based both on their actual knowledge of the information and how the markets had reacted to the price system, enhails a breach of good business conduct."*

2 Disciplinær Komiteens anbefaling til styret for Nasdaq OMX Oslo ASA

Disciplinær Komiteen er enig med Markedsovervågningen i, at Statkraft Energi AS har handlet i strid med forbuddet mod markedsmanipulation i MCR punkt 5.1. De fejlbehæftede Spotanmeldelser har været egnet til at – og har de facto – vildlede markedet. Disciplinær Komiteen finder ikke, at det spiller nogen rolle for anvendelsen af bestemmelsen, at de fejlagtige oplysninger ikke er givet direkte til markedet, men til NPS, jf. nedenfor. Med hensyn til den subjektive tilregnelse finder Disciplinær Komiteen, at der antageligt ikke kan bortses fra den subjektive hensigt. Komiteen finder imidlertid i overensstemmelse med Markedsovervågningen, at Statkraft har haft den fornødne subjektive hensigt, idet de ikke har foretaget nogen efterprøvelse i forbindelse med de forskellige alerts. Der er således tale om gentagne alvorlige svigt i de interne kontrolprocedurer. Hertil kommer, at der var tale om meget store volumener, og det derfor måtte stå Statkraft Energi AS klart, at fejl heri kunne have en væsentlig påvirkning af prisniveauet i markedet. Disciplinær Komiteen finder således, at Statkraft Energi AS har handlet groft uagtsomt. De er således skyldige i det, som i forarbejderne af Finansministeriet betegnes som uagtsom markedsmanipulation, og som ifølge forarbejderne til den norske VPHL kan sanktioneres, jf. nedenfor afsnit 3.1..

Med hensyn til overtrædelsen af MCR's forbud mod insiderhandel i forbindelse med transaktionerne kl. 14.31, er Disciplinær Komiteen enig med Markedsovervågningen i, at Statkraft Energi med transaktionerne kl. 14.31 har handlet i markedet på et tidspunkt, hvor Statkraft Energi AS var i besiddelse af ikke offentliggjort information om, at det foretagne anmeldelser ikke var korrekte.

Disciplinær Komiteen er desuden enig med Markedsovervågningen i, at det ikke er godtgjort, at den trader, der handlede i markedet, personligt var i besiddelse af de interne oplysninger og derfor antageligt ikke havde til hensigt at foretage insider handel. Disciplinær Komiteen mener dog ikke, at dette kan medføre, at Statkraft Energi AS ikke skal pålægges et overtrædelsesgebyr som redegjort for nedenfor afsnit 3.2.5. Der gælder ved juridiske personers handel med værdipapirer et enhedsprincip. Det betyder, at selskabet skal betragtes som en enhed og enhver ansat i selskabet er, uanset om den pågældende rent faktisk er i besiddelse af den interne viden, som findes i selskabet, afskåret fra at handle på selskabets vegne. Eneste undtagelser til enhedsprincippet er selskaber, hvor der er etableret såkaldte kinesiske mure. Da der var tale om en væsentlig påvirkning af prisen og da – som bekræftet af Statkraft på mødet med Disciplinær Komiteen – Statkraft havde forsømt at etablere kinesiske mure mellem Trodheimkontoret og Oslokontoret og heller ikke internt på Trodheimkontoret havde etableret rutiner for håndtering af intern information, hvilke afspejles af den kaotiske håndtering af informationen, skal Discliplinær Komiteen anbefale styret, at Statkraft Energi AS pålægges et overtrædelsesgebyr på 150.000 Nkr.

Med hensyn til Markedsovervågningens anbefaling om, at Statkraft Energi AS med hjemmel i MCR punkt 7.1. pålægges et overtrædelsesgebyr på 150.000 Nkr. for brud på MCR 3.3. og for adfærd i strid med MCR 6.1. om Good Business Conduct i forbindelse med handlerne kl. 14.54, er Disciplinær Komiteen ikke enig i Markedsovervågningens anbefaling.

For så vidt angår Markedsovervågningens anbefaling af en bod for overtrædelse af MCR 3.3. bygger den som nævnt på en fortolkning af MCR's definition på intern viden, hvorefter den pågældende information må karakteriseret som intern viden 11 sekunder efter publiseringen af UMM'en, da *"this did not allow sufficient time for other market participants to actually percieve the Initial UMM, and that the Relevant Information was still to be considered "Insider Information at the time when the 14:54 Transactions took place and the corresponding orders were submitted."* Markedsovervågningen anfører, at der synes at være en fortolkningsmæssig usikkerhed med hensyn til spørgsmålet om, hvorvidt der kan være tale om insiderhandel, efter at den interne information er tilgået markedet ved en UMM. Markedsovervågningen anfører endvidere, at der ikke er tidligere sager på området. Disciplinær Komiteen finder, som redegjort for nedenfor afsnit 3.2.6., at det, der karakteriserer begrebet intern viden, netop er, at den ikke er offentliggjort, jf. også ordlyden af MCR section 3.1. I det øjeblik UMM'en er publiceret, er der således ikke længere tale om intern viden og dermed kan der som udgangspunkt heller ikke være tale om insider handel. Der er jf. nedenfor afsnit 3.2.6. ikke holdepunkter for at fortolke bestemmelsen udvidende og indfortolke et krav om, at markedet skal have tid til at reagere på informationen. Desuden finder Komiteen ikke, at der har været tale om en "planlagt koordinering" af UMM og handel lige efter offentliggørelse.

Med hensyn til Markedsovervågningen anbefaling om, at Statkraft Energi AS skal pålægges en sanktion for adfærd i strid med Good Business Conduct, er Komiteen enig med Markedsovervågningen i, at *"Regardless of this however, Markedsovervågningen deems that Statkraft should have understood that placing orders for the 14.54 Transactions in instruments directly affected by what they must have known to be price significant information based both on their actual knowledge of the information and how the markets had reacted to the price system."* DC er imidlertid betænkelig ved at statuere, at dette er is strid med good business conduct. Markedsovervågningen har ikke sandsynliggjort, at der ikke er tale om accepteret markedspraksis,

ligesom Markedsovervågningen ikke redegjort for, at man tidligere har grebet ind overfor en sådan adfærd efter reglerne om Good Business Conduct. Desuden finder Disciplinær Komiteen ikke, at der har været tale om en "planlagt koordinering" af UMM og handel lige efter offentliggørelse. Dertil er der tale om for få handler og små volumener. Disciplinær Komiteen finder imidlertid anledning til at bemærke, at en adfærd, hvor man gennemfører transaktioner lige efter publiceringen af en UMM og før markedet har reageret, er yderst kritisabel.

På baggrund af det anførte, finder Disciplinær komiteen ikke, at der kan pålægges Statkraft Energi AS en sanktion, hverken for overtrædelse af MCR section 3.3. eller for overtrædelse af Good Market Conduct i forbindelse med handlerne kl. 14.54.

3 Juridisk vurdering

3.1 Brud på forbuddet mod markedsmanipulation

For at investorerne kan have tillid til de regulerede markeder, er det af væsentlig betydning, at kursdannelsen på de handlede værdipapirer sker på grundlag af korrekte og pålidelige oplysninger. Adfærd fra markedsdeltagernes side, der har til hensigt eller som resultat at påvirke kursdannelsen i en retning, som denne ellers ikke ville have taget under normale markedsforhold, er skadelig for tilliden til markederne. MCR indeholder derfor også et forbud på markedsmanipulation i section 5.1:

" Market Participants end Exchange Traders shall not engage in Market Manipulation as defined in Enclosure 1"

3.1.1 "Orders to trade"

Det følger af MCR Enlosure 1, section 1.1. a) the prohibition against market manipulation applies to any "Transaction or Trade". Trade defineres som:

"orders for Exchange Trading in Listed Products, other orders relation to Listed product, and orders to trade electricity in the Nordic electricity market.

Disciplinær Kommiteen kan tilslutte sig Markedsovervågningen kvalifikation af de pågældende anmeldelser til NPS som "orders to trade."

3.1.2 Er der tale om markedsmanipulation?

Ifølge MCR Enclosure 1, section 1.1. a) defineres market manipulation som

"(i)…give or are likely to give false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of a Listed Product; or
(ii) secure the price of one or several Products at an abnormal or artificial level"

Der er i relation til forbuddet mod kursmanipulation tale om et *Egnethedskrav* og det er således tilstrækkeligt for, at en adfærd omfattes af bestemmelsen, at adfærden har eller er egnet til at have

en kurspåvirkende effekt. Der er intet krav om, at prisen de facto er påvirket. I den konkrete sag er Disciplinær Komiteen er enig med Markedsovervågningen i, at de forkerte Spotanmeldelser var egnede til at påvirke kursen, hvilket understøttes af, at kursen rent faktisk blev påvirket af den efterfølgende udsendte UMM, jf. afsnit 1.

Disciplinær Komiteen er endvidere enig i Markedsovervågningens fortolkning af MCR, hvorefter det ikke er krav, at den forkerte oplysning er givet direkte til markedet, men at det forhold, at informationen var givet til NPS og indgik i prissætningen af elektriciteten den pågældende dag, er tilstrækkeligt til, at den er omfattet af bestemmelsens krav om "false or misleading signals," da det kan sidestilles med indlæggelse af fiktive bud i et handelssystem.

3.1.3 Betydningen af subjektiv tilregnelse

Disciplinær Komiteen lægger på baggrund af oplysninger fra Markedsovervågningen og fra Statkraft Energi AS til grund, at Statkraft AS ikke har haft til en positiv hensigt om at manipulere markedet med de forkerte Spotanmeldelser.

Spørgsmålet er herefter, hvilken betydning den subjektive tilregnelse har for opfyldelse af gerningsindholdet i MCR punkt 5.1.

Ser man på formuleringen af bestemmelsen i MCR bygger den på bestemmesen i VPHL om kursmanipulation, som er udtryk for en implementering af MAD (Markedsmisbrugsdirektivet) . Ifølge MAD og VPHL er det heller ikke efter ordlyden afgørende for, om et forhold falder indenfor den foreslåede definition, om formålet eller hensigten med adfærden er at manipulere med kursen. Markedsmisbrugsdirektivets definition af kursmanipulation bygger på aktørernes adfærd og ikke deres hensigt eller formål med adfærden, jf. Kommissionens forslag til markedsmisbrugsdirektivet, KOM (2001) 281 endelig udg., s. 6.

Af det første forslag til direktiv fremgik det, at Kommissionen ønskede at lempe kravene til den subjektive tilregnelse. Det anførtes således:

"Kursmanipulation"
Definitionen af kursmanipulation bygger på aktørernes adfærd og ikke deres hensigt eller formål. Der anføres to typer adfærd, der kan betragtes som manipulation:
- transaktioner og handelsordrer
- udbredelse af oplysninger
der vildleder eller søger at vildlede markedsdeltagerne.
Denne definition er både konkret nok til at anspore markedsdeltagerne til en ansvarlig adfærd og vejlede dem på dette område og abstrakt nok til at skabe den nødvendige fleksibilitet, således at den løbende kan tilpasses efter den nye udvikling på markedet."

Som anført af Jesper Lau Hansen i kommentaren til værdipapirhandelsloven s. 390 blev direktivet efterfølgende ændret flere gange inden dets vedtagelse, hvorfor det er svært at afgøre, om det må antages at have nogen betydning i relation til kravet om subjektiv tilregnelse.

I den danske implementeringslov anføres det i forarbejderne til L 13 2004/2005 at:

"Egnethedskravet medfører, at det som udgangspunkt er tilstrækkeligt for, at en adfærd omfattes af bestemmelsen, at adfærden har eller er egnet til at have en bestemt indvirkning på kursen. Det er derfor som udgangspunkt ikke afgørende for, om et forhold falder indenfor den foreslåede definition, om formålet eller hensigten med adfærden er at manipulere med kursen. Dette er i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets definition af kursmanipulation, som bygger på aktørernes adfærd og ikke deres hensigt eller formål med adfærden, jf. Kommissionens forslag til markedsmisbrugsdirektivet, KOM (2001) 281 endelig udg., s. 6."

I forarbejderne (Ot.prp- nr. 12 (2004-2005) til den norske implementeringslov anføres det s. 68:

" Direktivet forhindrer ikke medlemsstatene fra å benytte strafferettslige sanksjoner ved brudd på reglene om markedsmanipulasjon, jf. direktivet art. 14 nr. 1. Det legges følgelig heller ingen føringer på hvilke krav til skyld som i så fall skal oppstilles. Kredittilsynet har når det gjelder skyldkravet presisert at det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt. Det foreslås at kravet til skyld skal fremkomme av vphl. § 14–3, og være alminnelig forsett eller uaktsomhet. Departementet slutter opp om Kredittilsynets utgangspunkt om at det er tilstrekkelig for å straffes at det foreligger såkalt simpel uaktsomhet med hensyn til alle deler av den objektive gjerningsbeskrivelsen. Det betyr for eksempel at en person som har kjøpt og solgt finansielle instrumenter til seg selv, kan straffes selv om han ikke visste (eventuelt så det som sannsynlig eller hadde til hensikt) at han faktisk kjøpte og solgte til seg selv og at dette var egnet til å gi villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris. Det er tilstrekkelig at han burde ha visst dette. Departementet ser det ikke som unaturlig å straffe uaktsom markedsmanipulasjon, selv om uttrykket «manipulasjon» kan føre tankene hen mot en person (manipulatoren) og hans hensikt om å manipulere, jf. Nord Pools uttalelse om dette. Det sentrale er effekten av handlingen og det forhold at den kan forstyrre markedsmekanismene på en måte som ikke er i samsvar med målsetningen om et fungerende verdipapirmarked. Det er uansett reglenes innhold og ikke begrepsbruken som er rettesnoren. I forlengelsen av det som er sagt ovenfor om skyldkravet påpekes at graden av skyld likevel kan få betydning for vurderingen av om det objektivt sett foreligger markedsmanipulasjon i det konkrete tilfelle, altså for vurderingen av om gjerningsbeskrivelsen er oppfylt. Graden av skyld har i denne forbindelse ingen sammenheng med det som i strafferettslig terminologi omtales som skyldkravet. Det kan for eksempel tenkes atferd som objektivt sett ikke anses som markedsmanipulasjon dersom gjerningspersonen kun har opptrådt uaktsomt, men som vil være markedsmanipulasjon dersom det foreligger mer kvalifiserte grader av skyld knyttet til ett eller flere objektive elementer. Direktivet art. 1 nr. 2 annet ledd første strekpunkt er et eksempel på atferd som anses som markedsmanipulasjon blant annet som følge av subjektive forhold. Det følger (blant annet) av bestemmelsen at atferd med den hensikt å oppnå en dominerende posisjon vedrørende tilbud eller etterspørsel i et finansielt instrument for å påvirke kursen, vil være markedsmanipulasjon…."

Som det fremgår af især forarbejderne til den norske VPHL synes der som minimum at kræves simpel uaktsomhed for at kunne straffe for ulovlig markedsmanipulation, og dermed har den subjektive tilregnelse betydning. Dette støttes ligeledes af teorien.

I dansk børsretlig teori anføres bl.a., at man for at kunne dømmes for kursmanipulation skal ens handlinger ikke alene være egnede til påvirke kursen, men den pågældende skal også have den fornødne tilregnelse til den kurspåvirkning, som handlingerne er egnede til at medføre, jf. Jesper Lau Hansen Værdipapirhandelsloven med kommentarer 2008, s. 389 ff. Det samme er antaget i norsk teori af Odd- Harald B. Wassenden.

Det er på baggrund af ovenstående Disciplinær Komiteens opfattelse, at der ikke kan bortses fra den subjektive tilregnelse. Disciplinær Komiteen er imidlertid enig med Markedsovervågningen i, at Statkraft Energi AS har den fornødne subjektive tilregnelse, idet de ikke har foretaget nogen efterprøvelse af de adskillige advarsler, de modtager om, at Spotanmeldelserne var fejlbehæftede. Der er således tale om gentagne alvorlige svigt i de interne kontrolprocedurer. Hertil kommer, at der var tale om meget store volumener, og det derfor måtte stå Statkraft Energi AS klart, at fejl heri kunne have en væsentlig påvirkning af prisniveauet i markedet. Disciplinær Komiteen finder således, at Statkraft Energi AS har handlet groft uagtsomt. De er således skyldige i det, som i forarbejderne af Finansministeriet betegnes som uagtsom markedsmanipulation, og som ifølge forarbejderne til den norske VPHL kan sanktioneres.

Disciplinær Komiteen skal derfor anbefale Styret for Nasdaq Omx Oslo ASA, at Statkraft Energi AS pålægges et overtrædelsesgebyr på 250.000 kr. for ulovlig markedsmanipulation, jf. MCR punkt 5.1. Da sagen samtidig kører for NPS, skal det anbefales, at overtrædelsesgebyret kun pålægges en gang.

3.2 Brud på reglerne for insiderandel - MCR punkt 3.3.

Som anført i afsnit 1.1, finder Markedsovervågningen, at Statkraft AS har overtrådt forbuddet mod insiderhandel i MCR punkt 3.3 ved at gennemføre transaktioner i markedet på tidpunkter, hvor Statkraft Energi AS var i besiddelse af intern viden i form af viden om de fejlbehæftede spotanmeldelser.

Sagen vedrører dels transaktioner kl. 14:31 før offentliggørelse af en UMM, dels transaktioner gennemført kl. 14:54 umiddelbart efter offentliggørelsen af UMM'en, jf. nærmere sagsfremstillingen i afsnit 1.

3.2.1 Forbuddet mod markedsmanipulation

MCR punkt 3.3. har følgende ordlyd:

"Exchange Members and Clearing Customers may not register new Orders in ETS or call inn Orders or Indicative Orders to MTS or enter into Exchange Transaktions when holding Inside Information."

3.2.2 Insideinformation?

Ved vurderingen af, hvorvidt Statkraft Energi AS har overtrådt forbuddet mod insiderhandel, er det afgørende, at der er tale om insideinformation efter definitionen i MCR punkt 3.1. for det finansielle marked.

MCR punkt 3.1. har følgende ordlyd:

"The term "Inside information" shall mean any information of a precise nature which has not been made public relating directy or indirectly, to o nor more Instruments, and which Participants and Clearing Customers would expect to recieve in accordance with accepted market practice."

Bestemmelserne i MCR implementerer verdipapirhandelslovens bestemmelse om insiderhandel, som i § 3-2 (4) indeholder definitionen på insideinformation ved handel med råvareinstrumenter. Bestemmelsen har følgende ordlyd:

(4) Med innsideinformasjon om varederivater menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Finanstilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis.

I modsætning til, hvad der gælder for de finansielle instrumenter, stiller bestemmelsen *ikke* direkte krav om, at oplysninger skal være egnet til at medføre en *mærkbar kurspåvirkning* eller være af *specifik karakter*. Afgørende efter bestemmelsen er, at der er tale om oplysninger, *som brugere af det pågældende marked forventer at modtage.*

3.2.3 Specifik viden

Verdipapirhandelslovens § 3-2 (4) stiller ikke krav om, at informationen har *specifik karakter*, men dette er jf, MCR punkt 3.1. et krav efter MCR. Der er efter Disciplinær Komiteens vurdering ingen tvivl om, at en oplysning om, at udbuddet af el er 4000 MW mindre end først anmeldt, er information af en specifik karakter.

Insideinformation er i værdipapirhandelsloven defineret som oplysninger, som brugere af det pågældende marked forventer at få. Indholdet af disse er imidlertid ikke opregnet i loven, men beskrives som *"opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked."*

Afgrænsningen af, hvad der forstås ved intern viden på råvaremarkedet, skal derfor især ske ud fra, hvilke oplysninger brugerne af det pågældende marked normalt tilføres eller skal tilføres i kraft af bestemmelser om offentliggørelsespligt i lov, bekendtgørelse eller det pågældende markeds egne regelsæt. Det følger af MCR § 4 om DISCLOSURE REQUIREMENTS:

"A Market Participant shall disclose to Nord Pool any information relating to the Nordic electricity market regarding the Market Participant's own business or facilities of which the Market Participant concerned owns or controls or has the balance responsibility for in whole or in part, in particular information relevant to facilities for production, consumption or transmission of electricity, regarding:
a. any planned outage, limitation, expansion or dismantling of capacity in the next 6- weeks period of more than 100 MW for one generator, consumption or transmission facility, or more than 200 MW for one production station, including changes of such plans;
b. any planned outage, limitation, expansion or dismantling of capacity of more than 400 MW for one production station, consumption or transmission facility for the current calendar year and three calendar years forward, including changes of such plans
c. any unplanned outage or failure relating to more than 100 MW for one generator, consumption or transmission facility, and more than 200 MW for one production station, including updates on such outages or failures.
d. Any other information that is likely to have a significant effect on the prices of one ore more Listed Products if made public."

Med hensyn til oplysninger om, at udbuddet af MW er 4000 MW mindre end anmeldt, finder Disciplinær Komiteen, at der er tale om information, som må antages at kunne have en "significant effect on the prices of one or more Listed Products if made public", jf. MCR § 4 om DISCLOSURE REQUIREMENTS, punkt d og dermed er der tale om en oplysning, som markedet forventede at få.

3.2.4 Krav om betydning for prisdannelsen?

Det ikke ifølge ordlyden af hverken verdipapirhandelslovens § 3-2 (4) eller MCR noget krav om, at oplysningen er egnet til at påvirke prisdannelsen mærkbart. Styret ved Nord Pool ASA har imidlertid valgt at følge Disciplinær Komiteens indstilling i en sag i efteråret 2010, hvor der blev indfortolket et krav om, at oplysningen er egnet til at påvirke kursen. Der er ikke i denne sag tvivl om, at oplysningerne om, at der var udbudt 4000 MW for meget til salg i markedet var egnet til at påvirke prisen, da der var tale om en meget stor volumen. Det viste sig også efterfølgende, at oplysningerne havde en væsentlig kurspåvirkende effekt.

3.2.5 "…when holdning Inside Information"

Som det fremgår af ovenstående er det Disciplinær Komiteens opfattelse, at selve oplysningerne om de fejlbehæftede spotanmeldelser opfylder kravene for at kunne udgøre intern viden. Det er herudover – selvsagt et krav – at den pågældende aktør er i besiddelse af den interne information på det tidspunkt, hvor den pågældende handler i markedet.

Som anført i den danske Betænkning om insiderhandel nr. 1521, juli 2010 forudsætter besiddelse af intern viden, at man har tilegnet sig og forstået den information, der kan kvalificeres som *intern viden* efter definitionen heraf i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, og den nærmere beskrivelse i Kommissionens gennemførelsesdirektiv artikel 1. Det er derimod ikke et krav, at den pågældende har forstået, at informationen har karakter af intern viden. Dette følger af, at det efter dansk ret gælder, at uagtsomhed er tilstrækkelig tilregnelse i denne henseende. Det er således

tilstrækkeligt, at den pågældende *burde* have forstået, at den information, som vedkommende er bekendt med, kunne kvalificeres som intern viden. Besiddelse af intern viden, senest på tidspunktet for aftaleindgåelsen, er således en forudsætning for, at forbuddet mod insiderhandel er overtrådt.

Som det fremgår af anbefalingen fra Markedsovervågningen til Disciplinær Komiteen, var Statkraft Energi AS i besiddelse af den interne viden, men i relation til transaktionerne gennemført kl. 14.31 har Markedsovervågningen ikke med sikkerhed kunnet fastslå, om de konkrete tradere, der udførte handlerne var i besiddelse af den interne viden om de fejlbehæftede anmeldelser og dermed om den kunstigt lave pris i markedet på tidspunktet for handlernes gennemførelse. Handlerne er alle gennemført maksimalt 1 minut og 52 sekunder efter samtalen mellem Statkraft Oslo og Statkraft Trondheim. Spørgsmålet er, hvilken betydning det må tillægges.

Disciplinær Komiteen anser det for uden betydning for, hvorvidt der er tale om insider handel. I relation til juridiske personers handel med værdipapirer må selskabet betragtes som en enhed, jf. f.eks, Paul Krüger Andersen & Nis Jul Clausen, Børsretten II, s. 351. Det betyder, at såfremt fx medlemmer af selskabets ledelse, andre beslutningstagere mv. er i besiddelse af intern viden er ikke alene de personer, som er i besiddelse af den interne viden forhindret i at handle på selskabets vegne. Enhver ansat i selskabet er, uanset om den pågældende rent faktisk har den interne viden, som findes i selskabet, afskåret fra at handle på selskabets vegne. Eneste undtagelser til enhedsprincippet er selskaber fx finansielle virksomheder, hvor der er etableret såkaldte kinesiske mure. Det er ikke tilfældet i denne sag. Som redegjort for af Statkraft Energi AS havde man ikke etableret kinesiske mure mellem Statkraft Oslo og Statkraft Trondheim, ligesom der ikke lokalt på Trondheim kontoret var indført rutiner til håndtering af intern viden i forhold til trading desk. Disciplinær Komiteen er derfor af den opfattelse, at transaktionerne kl. 14.31 er i strid med forbuddet mod insiderhandel. Det forhold, at de konkrete tradere måske ikke har haft den interne viden, da de gennemførte handlerne, kan eventuelt indgå i vurderingen af sanktionen. Disciplinær Komiteen finder, at det er en skærpende omstændighed, at Statkraft havde forsømt at etablere kinesiske mure mellem Trondheimkontoret og Oslokontoret og heller ikke internt havde etableret rutiner for håndtering af intern information, hvilket i den konkrete situation afspejledes i en kaotisk håndtering af informationen i Trondheimkontoret. På den baggrund og i lyset af, at der var tale om en væsentlig påvirkning af prisen, skal Disciplinær Komiteen anbefale Styret, at Statkraft Energi AS pålægges et overtrædelsesgebyr på 150.000 kr.

3.2.6 "…which has not been made public"

Intern viden er karakteriseret ved at være viden, der ikke er offentliggjort. I relation til Trondheim Desk's handler, der gennemføres kl. 14:31 er der ikke tvivl om, at dette kriterium er opfyldt.

Med hensyn til handlerne, der gennemføres kl. 14:54.31; kl. 14:54:34 og 14:54:42 forholder det sig imidlertid anderledes, idet UMM'en er publiceret i markedet kl. 14:54:20 – altså 11 sekunder før den første af 14:54 – transaktionerne.

Markedsovervågningen har i sin anbefaling til Disciplinær Komiteen anført, at man mener, at der er tale om intern information, selvom der var publiceret en UMM. Som begrundelse anfører MS, at *"this did not allow sufficient time for other market participants to actually percieve the Initial UMM,*

and that the Relevant Information was still to be consideren "Insider Information at the time when the 14:54 Transactions took place and the corresponding orders were submitted." Det skal nævnes, at Markedsovervågningen anfører, at der synes at være en fortolkningsmæssig usikkerhed med hensyn til spørgsmålet om, hvorvidt der kan være tale om insiderhandel, efter at den interne information er tilgået markedet ved en UMM.

Med hensyn til spørgsmålet om, hvornår der kan siges at være sket offentliggørelse, således at der ikke længere er tale om intern viden, finder Disciplinær Komiteen, at i det øjeblik der er sket offentliggørelse i henhold til de gældende regler, er der som udgangspunkt ikke længere tale om intern viden.

Dette støttes også af en ordlydsfortolkning af MCR punkt 3.1. *"any information of a precise nature which has not been made public…"*

Det følger også af forarbejderne til den danske lovbestemmelse om oplysningspligt. FT 2006-07, tillæg A, s. 67, hvor det anføres, at det fortsat er udgangspunktet, at såfremt det udstedende selskab har foretaget offentliggørelse på det eller de markeder, hvor udstederens værdipapirhandel er optaget til notering, er der ikke længere tale om intern viden.

I teorien er samme opfattelse lagt til grund af fx Paul Krüger Andersen & Nis Jul Clausen, Børsretten II, s. 333 og Werlauf & Moalem, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, s. 359. Sidstnævnte anfører:

"Som synonym for intern viden anvender VPHL § 34, stk. 2, begrebet "ikke-offentliggjorte oplysninger". Bestemmelsen indeholder imidlertid ikke nogen definition heraf. I stedet afgrænses begrebet negativt ved at kvalificere, hvornår en oplysning anses for offentliggjort, dvs. hvornår den ikke længere er intern. I sproglig forstand synes man derfor at "gå over åen efter vand". Den interne viden kan med det samme materielle indhold som lovbestemmelsen defineres således: *En oplysning anses for intern, når der ikke er sket en for markedet generel og relevant videreformidling. Ved meddelelse til en fondsbørs, autoriseret markedsplads eller tilsvarende reguleret marked anses en oplysning for intern, indtil den er videresendt herfra."*

Det samme er antaget i dele af norsk teori. Johan Svedberg anfører i Tidsskrift for forretningsjus 2007/2, s. 117-163:

"Et relevant spørgsmål er på hvilket tidspunkt en opplysning skal anses offentliggjort. Utgangspunktet etter loven er at opplysnigerne skal være "offentlig tilgjengelige", ikke at de har hatt en slik spredning i markedet at kursen har endret seg til å reflektere den rigtige verdi på verdipapirene når en tar hensyn til det nye elementet i prisvurderingen. Dette taler for at offentliggjørelsesøyeblikket skal legges til grunn, noe som også gir en rettsteknisk klar og enkel regel.

Imidlertid kan det tenkes at en som på forhånd har kunnskap om innsideinformationen, typisk en primærinsider, utnytter dette fortrinnet og handler straks opplysningen har blit kjent. En slik planmessig handel har karakter av misbrug når resten af markedet ikke har hatt muligheden til å ta hensyn til den nye kurssensitive informatjonen ved sine disponeringer, og dette kan tale for at gjøre

unntak fra ovenfor nevnte offentliggjørelsestidspunkt. Hvorvidt en slik bevisst omgåelse av handelsforbudet skal kvalifisere oplysningen som innsiderinformasjon på tross av at den er "offentlig tilgjengelig" synes imidlertid ikke å være avklart."

Disciplinær Komiteen finder på baggrund af en fortolkning af ordlyd, forarbejder og teori, at det klare udgangspunkt må være, at i det øjeblik en information er publiceret i markedet, er der ikke længere tale om intern viden. Der kan således ikke indfortolkes et krav om, at markedet har haft tid til at reagere. En sådan regel ville også være betænkelig, da den ville indebære et svært skøn over, hvor lang tid markedet behøver for at kunne reagere på en given information. Det vil desuden gøre det mere uklart for aktørerne i markedet, hvornår der er tale om intern viden. Skønsbetingede regler er i øvrigt problematiske ud fra et strafferetligt perspektiv.

Disciplinær Komiteen skal ikke i den konkrete sag tage stilling til, hvad der er gældende i tilfælde af en misbrugssituation som den af Johan Svedberg beskrevne, da Disciplinær Komiteen ikke finder holderpunkter for, at der var tale om en planlagt koordinering af offentliggørelsen af UMM'en og gennemførelsen af de pågældende handler.

Da der således efter Disciplinær Komiteens opfattelse ikke kan indfortolkes et krav om, at markedet skal have haft tid til at absorbere informationen, er der fra tidspunktet, hvor UMM'en offentliggøres nemlig kl. 14:54:20 ikke længere tale om intern viden, og de pågældende handler kl. 14:54:31; kl. 14:54:34 og 14:54:42 udgør dermed ikke ulovlig insider handel.

4 Adfærd i strid med Good Business Conduct?

Markedsovervågningen finder i sin anbefaling til Disciplinær Komiteen, at Statkraft Energi AS har handlet i strid med MCR punkt 6.1. om Good Business Conduct. Som begrundelse herfor anfører MS: *"Regardless of this however, Markedsovervågningen deems that Statkraft should have understood that placing orders for the 14.54 Transactions in instruments directly affected by what they must have known to be price significant information based both on their actual knowledge of the information and how the markets had reacted to the price system, enhails a breach of good business conduct."*

Disciplinær Komiteen er enig med Markedsovervågningen i, at "*Statkraft should have understood that placing orders for the 14.54 Transactions in instruments directly affected by what they must have known to be price significant information based both on their actual knowledge of the information and how the markets had reacted to the price system."*

Komiteen er imidlertid betænkelig ved at statuere, at handelsadfærden er i strid med reglerne om good business conduct. Disciplinær Komiteen finder adfærden yderst kritisabel, men finder det ikke af Markedsovervågningen sandsynliggjort, at der *ikke* er tale om accepteret markedspraksis, ligesom Markedsovervågningen ikke synes at have grebet ind overfor lignende adfærd i forhold til andre aktører. Desuden finder Komiteen ikke, at der har været tale om en "planlagt koordinering" af UMM og handel lige efter offentliggørelse. Dertil er der tale om for få handler og små volumener. På baggrund heraf kan Disciplinær Komiteen ikke anbefale, at der pålægges Statkraft Energi AS en sanktion for brud på Good Business Conduct.

5 Konklusion

Disciplinær Komiteen skal på baggrund af ovenstående anbefale styret for Nasdaq Omx Oslo ASA, at Statkraft Energi AS pålægges et overtrædelsesgebyr på 250.000 Nkr. for ulovlig markedsmanipulation efter MCR punkt 5.1. Da sagen også kører for NPS, skal Disciplinær Komiteen anbefale, at overtrædelsesgebyret kun pålægges én gang, enten af NPS eller af Styret for Nasdaq Omx Oslo.

Disciplinær Komiteen skal endvidere anbefale styret for Nasdaq Omx Oslo ASA, at Statkraft Energi AS pålægges et overtrædelsesgebyr på 150.000 Nkr. for ulovlig insiderhandel efter MCR punkt 3.3. i forbindelse med transaktionerne gennemført kl. 14:31.

Med venlig hilsen

Mette Neville Petteri Kuuva Hans Randen