

Mastergradsoppgave  
JUS399/JUS398

## **VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 3-8**

Med hovedvekt på grensen mellom markedsmanipulasjon  
og ordinære handelsstrategier  
ved transaksjoner og handelsordre

*Kandidatnr: 166198*

*Veileder: Henrik Nygaard*

*Antall ord: 14 993*

*10.12.2010*

## Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1	Presentasjon av emne og problemstilling	5
<b>2</b>	<b>OVERSIKT OVER REGELVERKET OM MARKEDSMANIPULASJON – FORHOLDET TIL EU-RETTE</b>	<b>7</b>
2.1	Vphl. § 3-8 og verdipapirforskriften §§ 3-2 og 3-3	7
2.2	Rettskildebildet	9
2.3	Bestemmelsens anvendelsesområde	10
2.3.1	Saklig virkeområde	10
2.3.2	Stedlig virkeområde	10
2.3.3	Personelt virkeområde	11
2.4	Forholdet til andre privat- og offentligrettslige regler	11
2.5	Forholdet til andre regler i verdipapirhandelloven og sammenhengen i regelverket	11
2.6	Legislative hensyn	13
2.6.1	Hensynet til verdipapirmarkedet	13
2.6.2	Hensynet til verdipapirhandelens internasjonale utbredelse	14
2.6.3	Gjør det seg gjeldende mothensyn mot et forbud mot markedsmanipulasjon?	14
2.7	EUs markedsmissbruksdirektiv	15
2.8	Rettsstillingen i andre land	17
<b>3</b>	<b>NÆRMERE OM DE ENKELTE ELEMENTER I VPHL. § 3-8</b>	<b>19</b>
3.1	Vphl. § 3-8 (1)	19
3.2	Vphl. § 3-8 (2) nr. 1	20
3.2.1	Transaksjoner eller handelsordre	20
3.2.2	Vphl. § 3-8 (2) nr. 1 første alternativ	20
3.2.2.1	Gir eller er egnet til å gi	20
3.2.2.1.1	Hvilken sannsynlighet kreves?	21
3.2.2.1.2	Kan subjektive forhold trekkes inn i gjerningsbeskrivelsen?	22
3.2.2.2	Falske, uriktige eller villedende signaler	24
3.2.2.3	Tilbudet, etterspørselen eller prisen	26
3.2.2.4	Oppsummering og typetilfeller som kan rammes av dette alternativet	26
3.2.3	Vphl. § 3-8 (2) nr. 1 annet alternativ	28
3.2.3.1	Sikre kursen	28
3.2.3.2	Unormalt eller kunstig kursnivå	29
3.2.3.3	Oppsummering og typetilfeller som kan rammes av dette alternativet	30
3.2.4	Unntaket i vphl. § 3-8 (2) nr. 1	31
3.2.4.1	Legitime transaksjoner	32

3.2.4.2	Akseptert markedspraksis _____	34
3.2.4.3	Bevisbyrden _____	35
<b>3.3</b>	<b>Vphl. § 3-8 (2) nr. 2 _____</b>	<b>36</b>
3.3.1	Bestemmelsens praktiske betydning _____	36
3.3.2	Oppsummering og typetilfeller som kan rammes av dette alternativet _____	37
<b>3.4</b>	<b>Vphl. § 3-8 (2) nr. 3 _____</b>	<b>38</b>
<b>3.5</b>	<b>Særlig om high frequency trading _____</b>	<b>39</b>
<b>4</b>	<b>VIRKNINGER AV BRUDD PÅ VPHL. § 3-8 _____</b>	<b>41</b>
<b>4.1</b>	<b>Verdipapirhandelloven _____</b>	<b>41</b>
4.1.1	Bøter og fengsel _____	41
4.1.2	Vinningsavståelse _____	41
<b>4.2</b>	<b>Regulerte markeders sanksjoner _____</b>	<b>42</b>
4.2.1	Oslo Børs og Oslo Axess _____	42
4.2.2	Nord Pool _____	42
<b>5</b>	<b>AVSLUTNING _____</b>	<b>43</b>
<b>6</b>	<b>KILDE- OG LITTERATURLISTE _____</b>	<b>44</b>
<b>6.1</b>	<b>Lov og forskrift _____</b>	<b>44</b>
6.1.1	Lov _____	44
6.1.2	Forskrift _____	44
<b>6.2</b>	<b>Offentlige dokumenter _____</b>	<b>45</b>
6.2.1	Forarbeider _____	45
6.2.2	Høringer _____	45
6.2.3	Regler fra Oslo Børs, Oslo Axess og NOREX/Nord Pool _____	45
<b>6.3</b>	<b>Praksis _____</b>	<b>46</b>
6.3.1	Norske rettsavgjørelser _____	46
6.3.2	Praksis fra Børsklagenemnden _____	46
<b>6.4</b>	<b>Fellesskapsrettslige tekster _____</b>	<b>46</b>
6.4.1	Direktiv/forordninger _____	46
6.4.2	Dokumenter fra kommisjonen _____	47
6.4.3	Dokumenter fra CESR _____	47
<b>6.5</b>	<b>Utenlandsk lovgivning og offentlige dokumenter _____</b>	<b>48</b>
6.5.1	Lovgivning _____	48
6.5.2	Offentlige dokumenter _____	48
<b>6.6</b>	<b>Litteratur _____</b>	<b>48</b>
<b>6.7</b>	<b>Diverse _____</b>	<b>50</b>

6.7.1	Personlige meddelelser	50
6.7.2	Andre dokumenter	50

# 1 INNLEDNING

## 1.1 Presentasjon av emne og problemstilling

Tema for denne oppgaven er verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 75 (“vphl.”) § 3-8 med hovedvekt på grensen mellom markedsmanipulasjon og ordinære handelsstrategier ved transaksjoner og handelsordre i tilknytning til finansielle instrumenter. Bestemmelsen er implementert i Norge for å gjennomføre EU-direktiv 2003/6/EF (“markedsmisbruksdirektivet”/”MAD”).

Markedsmanipulasjon utgjør sammen med ulovlig innsidehandel det man kaller markedsmisbruk.<sup>1</sup> Fordi slike handlinger kan være svært skadelige for tilliten til verdipapirmarkedet,<sup>2</sup> er forbudet mot markedsmanipulasjon en viktig del av regelverket i børs- og verdipapirretten. Den prinsipielle sondringen mellom innsidehandel og markedsmanipulasjon er at mens innsidehandel dreier seg om utnyttelse av sann informasjon, dreier markedsmanipulasjon seg om utnyttelse av falsk.<sup>3</sup> Når det handles på innsideinformasjon, reflekteres gjerne innsideinformasjonen i prisen slik at innsidehandel *kan* gjøre prisene på verdipapirmarkedet mer informative. Ved markedsmanipulasjon drives derimot prisene normalt bort fra den reelle økonomiske verdien til verdipapiret. Fra et slikt perspektiv er derfor markedsmanipulasjon entydig negativt.

Det finnes ingen fullstendig dekkende definisjon av markedsmanipulasjon, men begrepet omfatter handlinger som på utilbørlig måte kan påvirke tilbudet, etterspørselen eller kursen på verdipapirer til et uriktig eller kunstig nivå. I forarbeidene til § 3-8 er markedsmanipulasjon beskrevet som: “*forstyrrelse av de legitime mekanismene som ellers virker inn ved alle typer handel.*”<sup>4</sup> Manipulasjonen kan eksempelvis være spredning av uriktige opplysninger i markedet, inngåelse av fiktive avtaler om kjøp eller salg av verdipapirer, eller reelle, ordinære handler der formålet er å påvirke verdipapirets kursnivå. Motivet vil normalt være å tjene penger. Vphl. § 3-8 nevner to hovedtyper markedsmanipulasjon: Manipulerende transaksjoner og handelsordre (annet ledd nr. 1 og 2) og utbredelse av uriktige og villedende opplysninger i markedet (annet ledd nr. 3).

Mens innsidehandel har vært et mye omtalt tema, har forbudet mot markedsmanipulasjon fått forholdsvis lite oppmerksomhet i rettsvesenet og media. Volatiliteten<sup>5</sup> som oppsto på verdipapirmarkedene i 2008 som følge av den globale finanskrisen, har imidlertid i det siste skapt mye diskusjon rundt transaksjoner som har en side til markedsmanipulasjon. Den såkalte “Robotsaken”<sup>6</sup>, der to day-tradere er tiltalt for markedsmanipulasjon for å ha profitert

---

<sup>1</sup> MADs fortale pkt. 12: “Market abuse consists of insider dealing and market manipulation”.

<sup>2</sup> MADs fortale pkt. 2: “Market abuse harms the integrity of financial markets and public confidence in securities and derivatives.”

<sup>3</sup> Lau Hansen (2001) s. 495

<sup>4</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 55

<sup>5</sup> Et volatil marked er et marked med store kurssvingninger.

<sup>6</sup> TOSLO-2010-94868, se nærmere pkt. 3.2.2.2

på kurssvingninger ved å utmanøvrere handlemønsteret til et dataprogram, har dessuten nylig brakt bestemmelsen i både norsk og internasjonalt søkelys. Siden forbudet mot markedsmanipulasjon hittil har vært gjenstand for relativt lite behandling i rettsvesenet og det juridiske fagmiljøet, er de rettslige grensene mellom ordinære handelsstrategier og ulovlig markedsmanipulasjon til dels uklare. Vanskelighetene med å klargjøre de rettslige rammene skyldes også at § 3-8 er utformet skjønnsmessig, slik at vurderingen av om handelsstrategier må anses som manipulerende adferd, i prinsippet beror på en konkret helhetsvurdering av hvert tilfelle.

Formålet med avhandlingen er å fremstille sentrale rettslige problemstillinger tilknyttet grensen mellom ordinære og ulovlige handelsstrategier etter § 3-8. Det sentrale spørsmålet er hvilken adferd loven forbyr, herunder hvilken grad av sannsynlighet som kreves for (mulighet for) markedsmanipulasjon, og om vurderingen av om det foreligger brudd på bestemmelsen utelukkende beror på *virkningene* av adferden eller om *formålet med handlingen* også er av betydning. Videre er et sentralt spørsmål om implementeringen av MAD i tilstrekkelig grad ivaretar Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. En aktuell problemstilling er om det kan tenkes at enkelte trekk ved en ny handelsmodell, “high frequency trading”, rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon.

Jeg vil først gi en generell oversikt og plassering av § 3-8 og se på rettskildebildet og legislative hensyn i del 2. Deretter gis en generell gjennomgang av regelverket i oppgavens hoveddel, del 3. Avhandlingen har hovedfokus på vilkårene for markedsmanipulasjon, ikke virkninger av brudd på regelverket, men en kort fremstilling av virkningene gis i del 4. Denne fremgangsmåten er valgt fordi anvendelsen av forbudet mot markedsmanipulasjon beror på en grunnleggende forståelse av formålet med bestemmelsen, som gjør det naturlig å behandle bakgrunnen for regelverket først.

## 2 OVERSIKT OVER REGELVERKET OM MARKEDSMANIPULASJON – FORHOLDET TIL EU-RETTE

### 2.1 Vphl. § 3-8 og verdipapirforskriften §§ 3-2 og 3-3

Ved all handel og i alle typer markeder er tilgang på riktig informasjon viktig for å treffe fornuftige beslutninger om kjøp eller salg. Som påpekt i forarbeidene til § 3-8 kan:

*“[m]arkedsmanipulasjon (...) foregå på alle typer markeder, som for eksempel boligmarkedet eller kunstmarkedet. I det følgende er det imidlertid manipulasjon av verdipapirmarkedet som er tema.”<sup>7</sup>*

Et viktig trekk ved verdipapirhandel er at det ofte dreier seg om store verdier der informasjonstilgangen er stor og uoversiktlig. Det er derfor behov for spesialregler som kan sikre velfungerende verdipapirmarkeder der handelen er trygg og rettferdig. Den alminnelige kontraktsretten og andre regelverk som regulerer forskjellige typer handel ivaretar ikke i tilstrekkelig grad dette behovet. Dette er bakgrunnen for at vi har særskilte bestemmelser om markedsadferd for verdipapirhandel.

Det betyr ikke at handelsstrategier som omfattes av markedsmisbruksbestemmelsen, ikke også helt eller delvis kan rammes av andre lover eller bestemmelser i verdipapirhandelloven – men det er viktig å være klar over at § 3-8 ikke regulerer forholdet mellom aktørene, men verdipapirmarkedet som sådan. Markedsmisbruk, herunder innsidhandel og markedsmanipulasjon, har nemlig vanligvis ingen direkte fornærmet – det er markedet som er skadelidende. Videre gjelder § 3-8 bare manipulasjon på regulerte markeder, ikke markeder for unoterte verdipapirer (“gråmarkedet”), jf. § 3-1. Andre regelsett som kan ramme markedsmanipulerende handlinger nevnes nedenfor i punkt 2.4 og 2.5, men behandles ikke videre i oppgaven.

Lovregler som direkte regulerte markedsmanipulasjon kom først i norsk rett i verdipapirhandelloven 1997 § 2-6 som forbød “uredelig å påvirke kursen”.

I 2005 ble bestemmelsen endret til en ny § 2-8 for å samordne norske regler om markedsmanipulasjon med MAD som medførte en “noe bredere anvendelse enn gjeldende rett”.<sup>8</sup> Endringene i 2005 innebar dermed en viss innskjerping av rettstilstanden, men departementet forutsatte videreføring på enkelte punkter: “tilfeller som anses som kursmanipulering etter gjeldende § 2-6, vil (...) også omfattes av bestemmelsen om markedsmanipulasjon i forslaget § 2-8.”<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 55

<sup>8</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 63

<sup>9</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 64

Dagens § 3-8 viderefører vphl. 1997 § 2-8.<sup>10</sup> Bestemmelsen har overskriften “Markedsmanipulasjon”, og lyder:

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

*(2) Med markedsmanipulasjon menes:*

- 1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet, eller*
- 2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd, eller*
- 3. utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via Internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter, når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde ha visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedende. Når en journalist i sin yrkesmessige aktivitet utbrer slike opplysninger, skal forholdet vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste av utbredelsen.”*

Bestemmelsen suppleres av verdipapirforskriften §§ 3-2 og 3-3 som oppstiller momenter som skal vektlegges i vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8. Det er antageligvis bestemmelsens nr. 1 og 3 som har størst praktisk betydning. Jeg kommer nærmere inn på forskriften ved behandlingen av de enkelte elementer i § 3-8 i del 3.

Fordi bestemmelsen er basert på EUs markedsmissbruksdirektiv, er den mer detaljert og komplisert enn vanlig norsk lovgivning.<sup>11</sup>

Det er relativt få dommer om markedsmanipulasjon i Norge. Per desember 2010 foreligger fire saker som alle endte med domfellelse<sup>12</sup>, og noen verserende saker som ikke er rettskraftige.<sup>13</sup> Dette kan tilsa at markedsmanipulasjon ikke er et spesielt stort problem i Norge, men kan også forklares med at markedsmanipulasjon er vanskelig å bevise, bl.a. fordi bestemmelsen er krevende å håndtere. I mange saker foreligger det mistanke uten åpenbare bevis slik at, som Høyesterett fremhevet i Fondsforvalterdommen, oppdagelsesrisikoen er

<sup>10</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 421

<sup>11</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 64

<sup>12</sup> Rt-2009-22, Oslo tingretts dom av 9. januar 2003, RG-2004-833 og Holt tingretts dom av 22. august 2002. Dommene behandles nærmere i del 3.

<sup>13</sup> Feks.TOSLO-2010-94868 (Robotdommen), hittil eneste dom avsagt i tilknytning til § 3-8.



lav.<sup>14</sup> Antall domfellelser er derfor ikke nødvendigvis representativt for den faktiske forekomsten av markedsmanipulasjon. Til sammenligning er antall saker oversendt fra Oslo Børs til Finanstilsynet siden 2001 om mistanke om markedsmanipulasjon 109.<sup>15</sup>

Det er ikke statistisk dekning for å hevde at problemet med markedsmanipulasjon er større i Norge enn andre land.<sup>16</sup>

## 2.2 Rettskildebildet

Regelen om markedsmanipulasjon har enkelte særtrekk i forhold til rettskildene som jeg vil peke på her.

Et fremtredende trekk er den generelle og til dels uklare lovteksten i § 3-8 som gjør det nødvendig å bruke andre rettskilder ved tolkingen og anvendelsen av bestemmelsen. Forarbeidene gir noe hjelp, men det øvrige rettskildebildet er beskjedent, spesielt når det gjelder rettspraksis. Som nevnt foreligger bare fire dommer, hvorav kun én fra Høyesterett, og denne gjelder bare straffeutmålingen. Ingen av dommene gjelder dagens regelverk. Fordi § 3-8 har en annen ordlyd og er basert på et direktiv som “*synes å ha et noe bredere anvendelsesområde enn [tidligere] (...) rett*”,<sup>17</sup> må eldre praksis anvendes med forsiktighet, og vil først og fremst ha interesse som illustrasjonsmateriale. Noe veiledning kan dommene likevel gi, ettersom formålet med den eldre bestemmelsen – å ramme uredelig kurspåvirkning – også er kjernen i dagens bestemmelse. Et slikt synspunkt støttes av Høyesteretts uttalelser i Fondsforvalterdommen. Her påpekes at:

*“det ikke er foretatt slike endringer ved den nye loven som skulle tilsi at resultatet i saken her ville ha blitt et annet”.*<sup>18</sup>

I norsk og øvrig nordisk juridisk litteratur er temaet markedsmanipulasjon behandlet i begrenset grad. Dette kan bl.a. skyldes stadige regelendringer som har gjort det vanskelig å gi en oppdatert oversikt. Heller ikke rettslitteraturen gir dermed særlig veiledning ved tolkingen av § 3-8.

Uklar lovtekst og mangel på rettspraksis innebærer at lovens formål og reelle hensyn får vesentlig betydning for tolkingen og anvendelsen av bestemmelsen. Her setter imidlertid legalitetsprinsippet visse grenser: Selv om en handling ut fra reelle hensyn er straffverdig, kan man ikke ilegge straff hvis straffebudet etter ordlyden ikke omfatter handlingen.<sup>19</sup> Legalitetsprinsippet er imidlertid ikke i veien for at straffebudets skjønnsmessige ord og

<sup>14</sup> Rt-2009-22

<sup>15</sup> Oslo Børs (udatert)a, og Oslo Børs (udatert)b.

<sup>16</sup> I 2008 var antall rapporterte mistanker om markedsmanipulasjon i Finland, Sverige, og Danmark hhv. 10, 190 og 28 – i Norge ble det rapportert 14 saker til Finanstilsynet. I 2007 var tallene hhv. 5, 60 og 27 – og 40 i Norge. Knuts (2010) s.10, Oslo Børs (udatert)a, og Oslo Børs (udatert)b.

<sup>17</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 63

<sup>18</sup> Rt-2009-22

<sup>19</sup> Andenæs (2004) s. 104

uttrykk *presiseres* bl.a. på grunnlag av rettskilden reelle hensyn og formålsbetraktninger, jf. Rt-1939-623 som gjaldt straff for ulovlig snurpenotfiske der straffehjemmelen ikke hadde noen regel om skyldkrav. Høyesterett fant at ut fra formålsbetraktninger om effektivitet måtte skyldkravet være uaktsomhet, fordi:

*“straffebestemmelsen i vesentlig grad vil tape effektiviteten som beskyttende bestemmelse hvis den bare kunde anvendes mot den forsetlige overtredelse.”*

Andre kilder, som Børsklagenemndens avgjørelser og regelverket for regulerte markeder,<sup>20</sup> kan også få større betydning enn ellers.

## 2.3 Bestemmelsens anvendelsesområde

### 2.3.1 Saklig virkeområde

Adferdsreglene i vphl. kapittel 3 gjelder hovedsakelig handel i “finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked”, jf. § 3-1 (1). Finansielle instrumenter defineres i § 2-2 (1) som omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Den nærmere beskrivelse av instrumentene følger av § 2-2 og Ot.prp.nr.34 (2006-2007) kapittel 4.

Markedet for finansielle instrumenter er for Norges del børs eller autorisert markedsplass, jf. børsloven § 3. Det er to børser i Norge: Oslo Børs som organiserer aksje-, obligasjons- og derivathandel, og Nord Pool som er en europeisk handelsplass for finansielle derivater tilknyttet bl.a. elektrisk kraft. Videre har Norge et regulert marked for aksjer (Oslo Axess), et regulert marked for derivater relatert til fraktkontrakter (IMAREX), og to regulerte markeder for derivater tilknyttet fiskeriindustrien (FishEx og FishPool).

### 2.3.2 Stedlig virkeområde

Adferdsreglene i vphl. kapittel 3 gjelder hovedsakelig handel i finansielle instrumenter som “er eller søkes notert på norsk regulert marked”, jf. § 3-1 (1). Det innebærer at reglene kommer til anvendelse på handel foretatt i Norge og i utlandet, på eller utenfor børs, såfremt verdipapirene er eller er søkt notert på norsk regulert marked. Markedsmanipulasjonsforbudet gjelder også handel foretatt i Norge med verdipapirer som er eller er søkt notert på regulert marked i en annen EØS-stat, jf. § 3-1 (3). I tillegg gjelder reglene for finansielle instrumenter som omsettes på norsk multilateral handelsfasilitet, jf. fjerde ledd.

---

<sup>20</sup> Norex MCR og Oslo Børs’ medlems- og handelsregler

### 2.3.3 Personelt virkeområde

Det følger av § 3-8 (1) at “[i]ngen” må foreta markedsmanipulasjon. Bestemmelsen gjelder altså enhver aktør på markedet – både journalister, investorer, meglere og utstedere.

Rettspraksis tilknyttet vphl. 1997 tyder imidlertid på at det slås hardere ned på markedsmanipulasjon begått av profesjonelle aktører, som meglere eller forvaltere, jf. RG-2004-833, Oslo tingretts dom av 9. januar 2003 og Rt-2009-22, hvor Høyesterett uttaler at:

*“Det som gjør forgåelsen særlig alvorlig (...) er at han opptrådte som profesjonell aktør i verdipapirmarkedet (...) Handlingen har slik sett et element av tillitsbrudd ved seg – brudd på den tillit investorene i fondet har hatt til han som leder, og brudd på den alminnelige tillit han som aktør i verdipapirmarkedet nyter i forhold til de som deltar i dette.”*

## 2.4 Forholdet til andre privat- og offentligrettslige regler

Kjernen i markedsmanipulasjon er utnyttelse av falsk informasjon. Markedsmanipulasjon har derfor sider til urimelige forretningsmetoder som kan rammes av forskjellige privatrettslige regler, herunder alminnelige erstatningsregler, markedsførings-, avtale- og kjøpsrettslige regler. Den som har lidt økonomisk tap som følge av markedsmanipulasjon, kan eksempelvis kreve erstatning av gjerningsmannen dersom de alminnelige erstatningsvilkår er oppfylt. Også avtalerettslige ugyldighetsregler og kjøpsloven rammer i utgangspunktet verdipapirhandel. Fordi kjøpsloven er utformet med sikte på løsekjøp er loven imidlertid ikke særlig egnet for verdipapirhandel.

Markedsmanipulasjon har videre sider til bedrageri og uredelighet, og kan rammes av straffelovens §§ 273 og 274 som forbyr spredning av uriktig og villedende informasjon. Disse bestemmelsene virker ikke i konkurrens med vphl. § 3-8, jf. strl. § 273 annet ledd og § 274 femte ledd. Etter forarbeidene er begrunnelsen for dette at regler om kursmanipulering bør fremgå samlet, og at bestemmelsene i straffeloven derfor ikke bør virke i konkurrens.<sup>21</sup>

## 2.5 Forholdet til andre regler i verdipapirhandelloven og sammenhengen i regelverket

Forbudet mot markedsmanipulasjon er én av flere adferdsregler i verdipapirhandelloven, og har nær sammenheng med andre regler som kan forebygge og forhindre markedsmissbruk. Eksempelvis bidrar informasjonsplikten for utstederne av noterte verdipapirer i vphl. kapittel 5 til markedets tilgang på riktig informasjon. Tilsvarende kan forbudet mot misbruk av innsideinformasjon i § 3-3 forhindre informasjonsskjevheter. Videre pålegger § 3-11 rapporteringsplikt ved mistanke om markedsmissbruk for den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i verdipapirer. Av andre mer generelle bestemmelser kan nevnes børskriften § 14 om kravet til god børsskikk, og vphl. § 10-11

<sup>21</sup> Ot.prp.nr.29 (1996–1997) s. 55

om god forretningsskikk for verdipapirforetak.

Forbudet mot markedsmanipulasjon gjelder ikke for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabiliseringsordninger som gjennomføres i overensstemmelse med reglene i § 3-12 (2).

Vphl. § 3-8 angir de objektive vilkår for markedsmanipulasjon. Som ellers i strafferetten krever straffansvar at gjerningsmannen også oppfyller subjektive straffbarhetsvilkår, som etter § 17-3 er forsett eller uaktsomhet. Hva gjelder skyldkravet presiserte Finanstilsynet (da Kredittilsynet) at *“det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt”*.<sup>22</sup> De subjektive straffbarhetsvilkår behandles ikke nærmere i oppgaven.

En bestemmelse med særlig tilknytning til § 3-8, er § 3-9 som forbyr urimelige forretningsmetoder og krever god forretningsskikk ved verdipapirhandel. MAD inneholder ingen tilsvarende regel, men bestemmelsen ble videreført i verdipapirhandelloven fordi *“bestemmelsen gir uttrykk for et viktig prinsipp som er vel innarbeidet i verdipapirmarkedet”*.<sup>23</sup> Ettersom markedsmanipulasjon har sider til urimelige forretningsmetoder,<sup>24</sup> kan det forekomme tilfeller som rammes av begge bestemmelsene.

Ordlyden “urimelige forretningsmetoder” tilsier at bestemmelsen har et videre anvendelsesområde enn § 3-8. Forarbeidene gir lite veiledning til skillet mellom reglene, men fremhevet bl.a. behovet for:

*“... en urimelighetsstandard som vil kunne fange opp de tilfeller av markedsmissbruk som det er vanskelig å presisere som klare typetilfeller ...”*.<sup>25</sup>

Høyesterett har uttalt at bestemmelsen:

*“supplerer lovens spesialregler om blant annet ulovlig innsidehandel og kursmanipulasjon, og er en rettslig standard som må leses i sammenheng”*.<sup>26</sup>

Uttalelsene viser at bestemmelsen er en generalklausul som kan fange opp forhold som ikke så lett kan plasseres under en av lovens spesialbestemmelser, for eksempel § 3-8.

At bestemmelsene må *leses i sammenheng* tilsier at det har betydning for vurderingen etter § 3-9 om forholdet ligger nært opp til gjerningsbeskrivelsen i § 3-8 eller lovens øvrige spesialbestemmelser. Dette støttes av at formålet med § 3-9 er det samme som for de øvrige adferdsreglene i kapittel 3: sikre at tilliten til markedet ikke undergraves.<sup>27</sup> At § 3-9 *supplerer* lovens spesialregler tilsier at der vilkårene i for eksempel § 3-8 ikke er oppfylt, kan forholdet

<sup>22</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.4

<sup>23</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 73

<sup>24</sup> NOU 1996:2 s. 116

<sup>25</sup> NOU 1996:2 s. 83-84

<sup>26</sup> Rt-2008-879

<sup>27</sup> Rt-2008-879

henføres under § 3-9.

En viss selvstendig betydning har § 3-9 utover tilfeller der den fanger opp forhold som ligger nært opp til gjerningsbeskrivelsen i for eksempel forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon. Vphl. § 3-8 rammer bare misbruk på *det regulerte markedet*, og bare misbruk av *markedet som sådan* – mens § 3-9 også regulerer *forholdet mellom aktørene og unoterte finansielle instrumenter* (gråmarkedet), jf. § 3-1. Fordi mulighetene for å manipulere kursene kan være større for ikke-børsnoterte instrumenter hvor markedene er mindre likvide, og hvor aktørens informasjonsplikt ikke er like omfattende som i regulerte markeder, er det viktig å ha en bestemmelse som rammer kursmanipulasjon i gråmarkedet, slik § 3-9 gjør. Saken i Rt-2008-879 gjaldt nettopp kursmanipulasjon i gråmarkedet, som ikke kunne henføres under § 3-8.

Videre oppstiller kravet til god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder etter ordlyden en alminnelig lojalitetsplikt på verdipapirmarkedet, og retter seg dermed mot brudd på bransjepraksis og rettsoppfatninger om hva som er vanlig og forsvarlig i bransjen, jf. NOU 1996:2 s. 82. Bestemmelsen kan derfor ramme tilfeller som kanskje ikke er skadelige for markedet som sådan, men som er urimelige ut fra hensynet til den alminnelige lojalitetsplikten i kontraktsforhold. Forbudet mot innsidehandel forbyr eksempelvis ikke å benytte seg av at man er mer informert om markedsforholdene enn motparten så lenge det er tale om offentlig tilgjengelig informasjon. Men § 3-9 oppstiller minstekrav til å ivareta kontraktsmotparten og kan dermed begrense adgangen til å benytte seg av informasjonsskjevheter. Tilfeller der enkeltaktører er skadelidende som følge av rettsstridige handlinger på verdipapirmarkedet, men markedet ikke i seg selv kan ta skade av handlingene, kan altså fanges opp av generalklausulen i § 3-9.

I praksis innebærer bestemmelsen, slik Bergo har fremhevet, at: “[I]oven er uten huller, og samtidig kan myndighetene ikke beskyldes for å drive tilbakevirkende regulering”.<sup>28</sup>

## 2.6 Legislative hensyn

### 2.6.1 Hensynet til verdipapirmarkedet

Verdipapirmarkedet har først og fremst en viktig samfunnsøkonomisk funksjon: Verdipapirmarkedet skal være en finansieringskilde for næringslivet gjennom formidling av kreditt og innhenting av egenkapital. Et velfungerende marked trenger derfor kontinuerlig kapitalflyt, som bare er mulig hvis det samtidig har tilgang på flere seriøse investorer. En avgjørende forutsetning for at aktørene skal ønske å investere gjennom verdipapirmarkedet, er tillit til markedet. Verdipapirhandelloven skal derfor legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jf. § 1-1. Her står bl.a. forbudet mot markedsmanipulasjon sentralt:

---

<sup>28</sup> Bergo (1998) s. 108

Kjøp og salg, og dermed prisingen, av verdipapirer beror på en rekke omstendigheter, og vphl. § 3-8 bygger på en forutsetning om at verdipapirkursene bl.a. påvirkes av informasjon. Verdsetting av verdipapirer omgis av mange teorier, herunder den utbredte hypotesen om markedseffisiens som går ut på at verdipapirkursen i effektive markeder reflekterer og raskt tilpasses all tilgjengelig informasjon.<sup>29</sup> Dette understreker at verdipapirene ikke bare prises ut fra generell økonomisk utvikling og selskapsspesifikk informasjon, men at verdipapirkursene i seg selv er viktige bærere av informasjon.<sup>30</sup> I verdipapirmarkedet er tilgang på korrekt kursinformasjon som styres av markedsmekanismene derfor kritisk for investorene. Markedsmanipulering forstyrrer imidlertid de legitime markedsmekanismene<sup>31</sup> og innebærer stor risiko for at handlene sluttet på sviktende grunnlag.<sup>32</sup> Man kan derfor anta at hvis markedsmanipulasjon oppfattes som utbredt, kan dette føre til at investorene velger å investere pengene sine utenfor verdipapirmarkedet. Dette vil redusere markedets kapitaltilgang, og medføre at markedet ikke fungerer etter sin hensikt. Behovet for tillit til markedene fremstår som det sentrale lovgivningsmotiv for de norske markedsmisbruksreglene og for markedsmisbruksdirektivet som vphl. § 3-8 bygger på.<sup>33</sup>

### 2.6.2 Hensynet til verdipapirhandelens internasjonale utbredelse

Rettsreglene for handel med verdipapirer er i Norge og de fleste andre land internasjonalt rettet, fordi markedene som regel har aktører fra både inn- og utland. Arbeidet med å integrere de europeiske finansmarkeder har vært et hovedsatsningsområde i EU de siste årene,<sup>34</sup> og har ført til en utstrakt regulering innenfor EU-/EØS-området, bl.a. gjennom EUs markedsmisbruksdirektiv.

For at både norske og utenlandske aktører skal fortsette å investere i Norge, slik at kapitaltilgangen for de norske bedriftene opprettholdes, er det avgjørende at det norske verdipapirregelverket er like effektivt som ellers i verden for å unngå konkurransevridning som følge av "regelarbitrasje".<sup>35</sup> Rettsenhet er videre viktig fordi det er tungt å forholde seg til forskjellige regler, og fordi aktørene bedre kan forutberegne sin rettsstilling hvis de noenlunde samme reglene gjelder i alle EØS-land.

### 2.6.3 Gjør det seg gjeldende mothensyn mot et forbud mot markedsmanipulasjon?

Det fundamentale i forbudet mot markedsmanipulasjon blir tydelig når man avveier argumenter for og mot å forby markedsmanipulering. Ser man bort fra utfordringene med å

---

<sup>29</sup> NOU 1996:2 s. 29

<sup>30</sup> NOU 1996:2 s. 29

<sup>31</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 55

<sup>32</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 55

<sup>33</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 55 og MADs fortale

<sup>34</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 8

<sup>35</sup> Norges Fondsmeglerforbund (2004) s. 2. Med regularbitrasje menes investeringsbeslutninger basert på utnyttelse av ulike regler.

utforme et tilstrekkelig klart og velfungerende forbud, er det helt enkelt vanskelig å finne gode argumenter som taler mot å forby markedsmanipulasjon.<sup>36</sup>

Dette er i alle fall klart når det gjelder spredning av villedende informasjon og inngåelse av fiktive disposisjoner, som begge har sider til løgnaktige handlinger. For reelle transaksjoner er det imidlertid ikke like opplagt at det ikke gjør seg gjeldende mothensyn. Det er nemlig vanskelig å skille mellom lovlige og manipulerende reelle transaksjoner, fordi partene her påtar seg den risiko og eksponering handelen innebærer. I rettslitteraturen er det derfor uenighet om riktigheten av et slikt forbud, hovedsakelig begrunnet i vanskelighetene med utformingen og håndhevingen av regelen.<sup>37</sup> Uten et slikt forbud ville imidlertid illegitime reelle transaksjoner ikke kunne straffes, og dette ville være skadelig for tilliten til markedet. Man bør derfor også forby reelle disposisjoner. At det kan rettes kritikk mot selve utformingen av forbudet er noe annet.

## 2.7 EUs markedsmissbruksdirektiv

Forbudet mot markedsmanipulasjon implementerer, som nevnt, et EU-/EØS-direktiv. Dette gir EØS-rettslige kilder og metoder en viss relevans ved tolking og anvendelse av den norske bestemmelsen.

Relevansen til de EØS-rettslige kilder beror på hvorvidt markedsmissbruksdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv, dvs. stenger for at medlemslandene har strengere eller mildere regler enn direktivet – eller et minimumsdirektiv, som oppstiller minstestandarder og åpner for strengere regler i medlemslandene.

Det er uklart om markedsmissbruksdirektivet er et fullharmoniserings- eller minimumsdirektiv. I MADs fortale punkt 37 heter det: “[a] common *minimum* set of effective tools and powers for the competent authority of each Member State will guarantee supervisory effectiveness”, mens det i artikkel 1 nr. 2 står: “Market manipulation *shall* mean: ...” (mine kursiveringer). Ordlyden tyder på at direktivet har elementer av begge deler. Et hovedformål med direktivet er å sikre et enhetlig regelverk i EU/EØS, som tilsier fullharmonisering, i alle fall for direktivets sentrale definisjoner. Departementet har uttalt at det uansett ikke er ønskelig med et *lavere* beskyttelsesnivå i Norge, og at MADs sentrale definisjoner innholdsmessig skal implementeres fullt ut:

*“Det kan for øvrig også stilles spørsmål om EØS-forpliktelsene åpner for et mer lempelig nasjonalt regelverk. Det må imidlertid være klart at direktivet art. 5, jf art. 1 nr. 2, avskjærer en slik mulighet. Det ville heller ikke være ønskelig ut fra markedshensyn å legge seg på et lavere «beskyttelsesnivå» enn i resten av EØS-området. (...)*

<sup>36</sup> Knuts (2010) s. 35, Wasenden (2007) s. 406 og Lau Hansen (2001) s. 488

<sup>37</sup> Wasenden (2007) s. 412 flg. med videre henvisninger.

*Det bemerkes for øvrig at det ikke vil være påkrevd med en ordrett gjengivelse så lenge reglenes innhold er den samme.”<sup>38</sup>*

I juridisk teori er det gjennomgående tatt til orde for at direktivets sentrale definisjoner krever fullharmonisering.<sup>39</sup> Selve definisjonen av markedsmanipulasjon må etter dette implementeres fullt ut, dvs. at Norge ikke kan ha strengere eller mildere regler på dette punkt. Departementets uttalelser viser forøvrig at meningen har vært å overholde dette kravet. Markedsmisbruksdirektivet og dets utfyllende rettsakter er dermed viktige rettskilder ved tolkingen av vphl. § 3-8. Forholdet til EU-retten vil trekkes frem i gjennomgangen av de ulike deler av § 3-8.

Ettersom MAD er inkorporert gjennom egenutformede lovverk og ikke direkte oversettelse, kan det forekomme uoverensstemmelser mellom direktivet og den norske lovbestemmelsen. Som det vil fremgå i oppgaven, mener jeg det kan hevdes at det er unøyaktigheter i de norske reglene i forhold til EU-reglene. Fordi vphl. § 3-8 av lovgiver er forutsatt å samsvare med EØS-direktivet, jf. uttalelsene ovenfor, kan man i mangel av andre holdepunkter likevel anta at bestemmelsen så langt det er mulig skal tolkes i samsvar med MAD. Dette følger også av det EØS-rettslige presumsjonsprinsippet, hvoretter norske bestemmelser bør tolkes i samsvar med Norges folkerettslige forpliktelser.<sup>40</sup> At direktivet kan være et viktig tolkningsmoment, har derfor stor praktisk betydning. Jeg vil her se på selve direktivet før jeg går inn på tolkingen av § 3-8.

Hovedformålet med markedsmisbruksdirektivet er, etter direktivets fortale, “to ensure the integrity of Community financial markets and to enhance investor confidence in those markets”,<sup>41</sup> herunder hensynet til “market transparency, which is prerequisite for trading for all economic actors in integrated financial markets”.<sup>42</sup>

Direktivet er vedtatt etter *komitologiprosedyrer*, som i korte trekk innebærer at lovgivningen foregår på flere nivåer. Selve markedsmisbruksdirektivet utgjør rammedirektivet på nivå én, og på nivå to er det fastsatt utfyllende bestemmelser, bestående av tre kommisjonsdirektiver,<sup>43</sup> og én kommisjonsforordning.<sup>44</sup> På nivå tre er det utarbeidet retningslinjer for bestemmelsene på nivå én og to av *The Committee of European Securities Regulators* (“CESR”). Deres uttalelser er ikke juridisk bindende, men tillegges stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter.<sup>45</sup>

<sup>38</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 63-64

<sup>39</sup> Bergo (2008) s. 263 og Wasenden (2007) s. 356 flg.

<sup>40</sup> Rt-2000-1811 og Eckhoff (2001) s. 299 flg.

<sup>41</sup> MADs fortale pkt. 12

<sup>42</sup> MADs fortale pkt. 15

<sup>43</sup> 2003/124/EF (“første kommisjonsdirektiv”), 2003/125/EF (“andre kommisjonsdirektiv”) og 2004/72/EF (“tredje kommisjonsdirektiv”)

<sup>44</sup> (EF)2273/2003

<sup>45</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 1.3. Nivå fire består av kontroll med gjennomføring og håndhevelse av Kommisjonen og ESA



Markedsmisbruksdirektivet artikkel 1 nr. 2 første ledd a) til c) oppstiller tre forbud, og har eksempler i annet ledd – nivå én. Bokstav a) til c) er inntatt i vphl. § 3-8, mens eksemplene bare er redegjort for i forarbeidene, fordi “*eksemplene er avledet (“derived”) av definisjonen, noe som skulle tilsi at gjennomføring av denne er tilstrekkelig*”.<sup>46</sup> Videre angir første kommisjonsdirektiv artikkel 4 og 5 og tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2 og 3 momenter som skal vektlegges ved vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon – nivå to. Momentene er implementert i verdipapirforskriften §§ 3-2 og 3-3. I tillegg er det bl.a. en liste over 17 forhold som indikerer markedsmanipulasjon i CESRs retningslinjer<sup>47</sup> – nivå tre. Disse er ikke inntatt i det norske lovverket.

Ved tolking av EØS-retten tilsier harmoniserings- og homogenitetsmålsettinger at man bør se hen til EF-domstolens tolkningsmetode.<sup>48</sup> Det karakteristiske for denne metoden er at formålsbetraktninger tillegges stor vekt, ofte på bekostning av ordlyden, mens forarbeider og nasjonal praksis sjelden tas i betraktning.<sup>49</sup> Også EF-domstolens praksis vektlegges,<sup>50</sup> men relevant praksis i tilknytning til markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 2 finnes foreløpig ikke.

MAD er utgitt på flere språk, og i EFs sekundærlovgivning regnes alle språkversjonene som autentiske.<sup>51</sup> I oppgaven tas det utgangspunkt i den engelske versjonen, men eventuelle ulikheter mellom forskjellige språkversjoner tilsier at direktivets ordlyd ikke tillegges samme rettskildemessige vekt som ordlyd normalt tillegges i norsk rett.

## 2.8 Rettsstillingen i andre land

Ettersom alle EU-/EØS-land er pålagt å forby markedsmanipulasjon, jf. MAD artikkel 5, kan man anta at markedsmanipulasjonsregler i stor grad er sammenfallende i medlemslandene. Rettskilder fra øvrige EØS-land, særlig Danmark og Sverige som språkmessig ligger nærmest, kan derfor ha relevans ved tolkingen av norske markedsmanipulasjonsregler.<sup>52</sup> Men fordi direktivets ordlyd ikke uten videre gjelder etter sin originale tekst i medlemslandene, er det likevel store variasjoner.<sup>53</sup> Både svensk og dansk lovtekst er annerledes enn vphl. § 3-8. Den danske værdipapirhandelsloven §§ 38 og 39 bærer tydelig preg av ordlyden i MAD, mens den svenske marknadsmisbrukslagen § 8 har få likhetstrekk med direktivet.

Amerikanske markedsmanipulasjonsregler kom på plass kort tid etter børskrakket i 1929.<sup>54</sup> USA har følgelig en langt eldre tradisjon for lovregulering av markedsmanipulasjon enn store

<sup>46</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 64

<sup>47</sup> CESR/04-505b

<sup>48</sup> Arnesen (2009) s. 23

<sup>49</sup> Arnesen (2009) s. 24, og *EØS-rett* (2004) s. 212 flg.

<sup>50</sup> ODA artikkel 3, og *EØS-rett* (2004-2005) s. 216

<sup>51</sup> Arnesen (2009) s. 27

<sup>52</sup> Nygaard (2004) s. 220

<sup>53</sup> Bl.a. Norden, Tyskland og England, jf. Knuts (2010) s. 192 flg.

<sup>54</sup> Mydske (2006) s. 94. Se Securities Exchange Act paragraf 9(a)(2).

deler av Europa. Etersom USAs lovregulering ikke bygger på EUs markedsmissbruksdirektiv, behandles den ikke i oppgaven.

### 3 NÆRMERE OM DE ENKELTE ELEMENTER I VPHL. § 3-8

#### 3.1 Vphl. § 3-8 (1)

Markedsmanipulasjon kan bestå av mange forskjellige elementer og variasjoner. Departementet påpekte derfor at lovgiver:

*“primært [er] henvist til å oppstille rettslige standarder og eventuelt understandarder om hva som kjennetegner den gjerning som forbys”.*<sup>55</sup>

Dette er bakgrunnen for den generelle utformingen av § 3-8 og MAD. En generell bestemmelse er fordelaktig fordi den kan ramme former for markedsmanipulasjon som ikke var kjent ved vedtakelsen av loven. I MAD artikkel 1 nr. 2 påpekes at definisjonen av markedsmanipulasjon skal “ensure that new patterns of activity that in practice constitute market manipulation can be included”. Samtidig innebærer en generell regel at enkelte tilfeller ikke så klart faller verken innenfor eller utenfor bestemmelsens anvendelsesområde – og dette er uheldig i forhold til hensynet til forutberegnelighet og det strafferettslige legalitetsprinsipp. Det er også problematisk fordi domstolene kan vegre seg for å domfelle, av hensyn til vanskelighetene med å avgjøre hvor grensen mellom lovlig og ulovlig adferd går.

Hovedregelen i § 3-8 (1) er at ingen må foreta “markedsmanipulasjon”. En naturlig forståelse av uttrykket “markedsmanipulasjon” tilsier at det må foreligge urettmessig påvirkning av markedet. I utgangspunktet skal det da en del til før en handling rammes av bestemmelsen. Departementet uttalte at:

*“Det sentrale er effekten av handlingen og det forhold at den kan forstyrre markedsmechanismene på en måte som ikke er i samsvar med målsetningen om et fungerende verdipapirmarked. Det er uansett reglens innhold og ikke begrepsbruken som er rettesnoren.”*<sup>56</sup>

Bestemmelsen angir dermed en ytre ramme for hvilke handlinger som er lovlige i strafferettslig forstand, og henviser til en konkret helhetsvurdering av hvert tilfelle, der særlig lovens formål – å ramme handlinger som er skadelige for tilliten og integriteten til verdipapiret – er sentralt. Også MAD legger opp til en slik vurdering. I helhetsvurderingen vil momenter fra verdipapirforskriften, forarbeidene og MADs utfyllende regler være sentrale.

Vilkårene i alternativene i annet ledd reiser flere tolkingsspørsmål, som i det følgende vil forsøkes klargjort.

---

<sup>55</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 63

<sup>56</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 68

## 3.2 Vphl. § 3-8 (2) nr. 1

### 3.2.1 Transaksjoner eller handelsordre

Bare manipulasjon gjennom “transaksjoner eller handelsordre” rammes av § 3-8 (2) nr. 1. Etter ordlyden faller dermed andre faktiske handlinger og unnlatelser utenfor. Også direktivets ordlyd – “transactions or orders to trade” – tilsier at unnlatelser ikke omfattes av bestemmelsen. Dette innebærer en viktig begrensning. Unnlattelsen av å legge inn en handelsordre kan nemlig ha en manipulerende virkning på kursen, for eksempel der en aktør med en dominerende aksjepost passivt ser på at kursen øker dramatisk før han selger sine aksjer på et høyt kursnivå.<sup>57</sup>

Når både transaksjoner og handelsordre rammes, er det ikke nødvendig å skille mellom de to, men tilstrekkelig å påvise at én av dem foreligger. En handelsordre foreligger når ordre om kjøp, salg, tegning, bytte eller lån av verdipapirer er *lagt inn* i børsens handelssystem. Det kreves ikke etter ordlyden at handelsordren er gjennomført, det er tilstrekkelig at den er registrert.<sup>58</sup> Både der man legger inn ordrer selv og der man benytter mellommenn, for eksempel verdipapirforetak, omfattes.<sup>59</sup> Når handelsordren er gjennomført, går den over til å være en transaksjon.<sup>60</sup>

Ordlyden skiller ikke mellom reelle og fiktive disposisjoner. Det er derfor ikke nødvendig å sondre mellom de to.<sup>61</sup> Ved vurderingen av om en handling er legitim, se punkt 3.2.4.1, vil imidlertid sondringen være viktig, fordi fiktive handlinger som regel ikke er legitime.

### 3.2.2 Vphl. § 3-8 (2) nr. 1 første alternativ

#### 3.2.2.1 Gir eller er egnet til å gi

Ifølge ordlyden “er egnet til å gi”, eller “are likely to give”, jf. MAD, er det disposisjonens potensial til å manipulere som er avgjørende – dvs. at ikke bare handlinger som faktisk har en manipulativ virkning, men også de som *kan* gi en slik effekt, rammes av forbudet.

Dersom for eksempel en storaksjonær foretar et stort aksjeoppkjøp egnet til å heve kursen, for deretter å selge sin totale andel til høyere kurs, kan dette rammes av forbudet selv om planene blir forstyrret av et større salg som overskygger aksjonærens forsøk på å påvirke prisen.<sup>62</sup>

---

<sup>57</sup> Wasenden (2007) s. 452

<sup>58</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.3

<sup>59</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.3

<sup>60</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.3

<sup>61</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.3

<sup>62</sup> Axelsen (2007) s. 196

### 3.2.2.1.1 Hvilken sannsynlighet kreves?

Ordlyden “egnet til å gi” reiser spørsmål om hvor sannsynlig det må være at en disposisjon kan føre til markedsmanipulasjon før den rammes av bestemmelsen. En naturlig språklig forståelse tilsier at det er tilstrekkelig at disposisjonene *kan* gi falske, uriktige eller villedende signaler. Til sammenligning krever også svensk og dansk lov tilsynelatende bare at det foreligger *mulighet* for markedsmanipulasjon, jf. marknadsmisbrukslagen § 8: “ägnat at”, og værdipapirhandelloven § 38: “egnet til”. En slik forståelse er imidlertid problematisk hensett til direktivets betegnelse “likely”, som etter en naturlig forståelse av ordlyden stiller krav om *sannsynlighetsovervekt*. Et viktig spørsmål er derfor om man kan tolke bestemmelsen innskrenkende og kreve sannsynlighetsovervekt for mulighet for markedsmanipulasjon.

Ved gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet la departementet til grunn at: “*direktivet ikke innebærer at det skal kreves sannsynlighetsovervekt*”, på tross av ordlyden i den engelske versjonen og at enkelte høringsinstanser påpekte at MAD krevde sannsynlighetsovervekt.<sup>63</sup> Det ble vist til den danske oversettelsen, “kan give”, og den svenske, “kan förväntas ge”. Den danske stiller i likhet med vphl. § 3-8 tilsynelatende et strengere krav, mens den svenske krever sannsynlighetsovervekt i likhet med direktivets engelske versjon. Forholdet til St.prp.nr.77 (2003-2004), hvor “likely” oversettes med “kan forventes å gi”, kommenteres ikke.

At lovgiver uttrykkelig tok avstand fra et krav om sannsynlighetsovervekt taler mot at man kan fravike ordlyden. På den annen side tilsier departementets uttalelse om at “*det ikke vil være påkrevd med en ordrett gjengivelse [av MAD] så lenge reglenes innhold er den samme*”<sup>64</sup>, at det ikke var lovgivers mening å endre innholdet i regelen ved å fravike sannsynlighetskravet i MAD.

Børsklagenemnden nevner problemstillingen i sak 2008-1, men tar ikke et uttrykkelig standpunkt, fordi nemnden fant at det uansett forelå sannsynlighetsovervekt i den konkrete saken.

Et argument som taler for å kreve sannsynlighetsovervekt, er hensynet til direktivkonform lovtolkning. Etter presumsjonsprinsippet bør norske regler om markedsmanipulasjon tolkes slik at de stemmer overens med Norges folkerettslige forpliktelser. Fordi vilkåret er sentralt for bestemmelsens anvendelsesområde, vil det være uheldig om Norge ikke stiller samme sannsynlighetskrav som MAD legger opp til. En motsatt løsning innebærer at Norge har et strengere forbud mot markedsmanipulasjon enn det er hjemmel for etter MAD, som er i strid med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. Hensynet til Norges folkerettslige forpliktelser taler etter dette sterkt for å kreve sannsynlighetsovervekt.<sup>65</sup>

<sup>63</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 65

<sup>64</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 64

<sup>65</sup> Avsies fellende straffedom etter § 3-8 uten hjemmel i MAD, kan dommen ankes med begjæring om foreleggelse for EFTA-domstolen etter domstoloven § 51a. Fører anken ikke frem kan man varsle ESA (EFTA Surveillance Authority) som kan anlegge søksmål om traktatbrudd mot Norge etter ODA artikkel 31 hvis de velger å forfølge saken. Fører dette til domfellelse i EFTA-domstolen, kan det argumenteres godt for

Videre er en grunnleggende tanke bak ønsket om harmonisering av verdipapirhandelsreglene i EU at det antas å være av avgjørende betydning i forhold til “the need to foster international competitiveness of EU financial markets” og “the need to achieve a level playing field for all market participants” at det i minst mulig grad finnes ulike særnasjonale reguleringer.<sup>66</sup> Også dette tilsier at bestemmelsen tolkes i samsvar med MAD.

Et slikt synspunkt har støtte i juridisk teori, hvor det gjennomgående er tatt til orde for at ordlyden “likely” stiller krav til sannsynlighetsovervekt.<sup>67</sup>

Ordlyden “egnet til” bør etter dette tolkes i samsvar med MAD, slik at man krever sannsynlighetsovervekt for at disposisjonen kan gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på et finansielt instrument. Det kan etter min mening argumenteres for at forarbeidenes forutsetning ikke er helt dekkende.

#### 3.2.2.1.2 Kan subjektive forhold trekkes inn i gjerningsbeskrivelsen?

Etter vphl. 1997 § 2-6 som forbød uredelig å “søke” å påvirke kursen var det uklart om det i tillegg til uaktsomhet eller forsett krevdes kurspåvirkningshensikt for at noen kunne straffes etter bestemmelsen.<sup>68</sup> En naturlig forståelse av ordlyden “gir eller er egnet til å gi” i § 3-8 reiser ikke samme spørsmål, men tar derimot sikte på en rent virkningsorientert bestemmelse der gjerningsmannens hensikt er uten betydning. Hva gjelder skyldkravet presiserte Finanstilsynet at “det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt, jf diskusjonen om begrepet “søke” i juridisk teori”.<sup>69</sup> I utgangspunktet er det dermed klart at det ikke kreves kurspåvirkningshensikt.

Uttalelser i forarbeidene til § 3-8 tilsier imidlertid at bestemmelsen ikke skal anvendes *rent* virkningsorientert:

*“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. (...) 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”.*<sup>70</sup>

---

gjenopptakelse etter strpl. § 391. Bli straffedommen gjenopptatt og domfelte frifunnet, kan straffedømte kreve erstatning etter straffeprosesslovens alminnelige regler om dette i §§ 444, 447 og 448.

<sup>66</sup> MADs fortale pkt. 43

<sup>67</sup> Bergo (2008) s. 290 og Wasenden (2007) s. 442

<sup>68</sup> Wasenden (2007) s. 446 med videre henvisninger

<sup>69</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.4

<sup>70</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 68

Hvorvidt dette har hjemmel i direktivet, er usikkert. Ordlyden “give, or are likely to give” synes å stenge for å ta hensyn til subjektive forhold. På den annen side indikerer ordlyden i bokstav a) – “persons acting in collaboration” – at bestemmelsen tar sikte på å ramme disposisjoner der *hensikten er* å manipulere markedet. Videre inneholder samtlige eksempler på markedsmanipulasjon i CESRs retningslinjer<sup>71</sup> uttrykkelige eller indirekte hentydninger til aktørens hensikt med handelen. Dette tyder på at bestemmelsen også på europeisk nivå åpner for å vektlegge subjektive forhold i vurderingen. Retningslinjene tilsier i alle fall at det er tvilsomt at direktivet vil *anvendes* rent virkningsorientert.

En objektiv regel er enklere å anvende fordi det er vanskelig å føre bevis for aktørens hensikter, og gir slik sett en mer effektiv beskyttelse av verdipapirmarkedet. Men en objektiv bestemmelse åpner også for å straffe handlinger uten straffverdige formål – og dette er uheldig i et rettssikkerhetsmessig perspektiv. Selv om en disposisjon indikerer at det foreligger markedsmanipulasjon, kan den nemlig også dekke en helt legitim markedsadferd:<sup>72</sup>

*“For eksempel kan en langsiktig investor som har stor tro på et selskap, velge å kjøpe seg gradvis opp i selskapet. En slik adferd/handlingsmønster kan føre til at kursen på aksjen i selskapet øker mer enn de underliggende økonomiske forhold skulle tilsi, uten at investoren hadde dette til hensikt. Dersom investoren får et uforutsett likviditetsbehov eller (...) mottar negativ informasjon om selskapet, kan han måtte, eller ønske, å redusere sitt aksjeinnehav. Dersom investoren selger seg ut på en høyere kurs vil han få fortjeneste selv om han ikke aktivt har forsøkt å manipulere kurser. Det er ikke grunn til å forby slik adferd.”<sup>73</sup>*

At disposisjoner uten et straffverdig formål kan sanksjoneres, kan føre til at markedsaktører velger å avstå fra handel på verdipapirmarkedet under henvisning til at regelverket er for strengt. Dette kan frata markedet kapital, og er derfor ikke formålstjenlig. Ettersom vphl. § 17-3 krever subjektiv skyld i form av uaktsomhet eller forsett for å ilegge straff etter § 3-8, er det riktignok ikke adgang til å forfølge disposisjoner som er foretatt uten elementer av skyld, og dette begrenser de uheldige rettssikkerhetsmessige betenkeligheter. Men når uaktsomhet er tilstrekkelig, kan en rent virkningsorientert anvendelse likevel få omfattende konsekvenser. I eksempelet ovenfor burde investoren kanskje ha forstått at hans disposisjoner kunne være markedsmanipulerende, men de fleste er vel enige om at salgstransaksjonen ikke har et straffverdig formål. Dette tilsier at aktørens hensikt med disposisjonen kan tillegges vekt i vurderingen av om det objektivt sett foreligger markedsmanipulasjon.

Dersom det ikke foreligger et straffverdig formål med disposisjonen kan forholdet riktignok – i alle fall i utgangspunktet – unntas fra straff etter den generelle rettsstridsreservasjonen i § 3-8 (2) nr. 1, se punkt 3.2.4.1, som gjør unntak for disposisjoner som både er “legitim[e]” og “i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis”. Da

---

<sup>71</sup> CESR/04-505b

<sup>72</sup> NOU 1996:2 s. 121

<sup>73</sup> NOU 1996:2 s. 121

denne reservasjonen også følger av direktivet, vil ikke en slik anvendelse være problematisk hensett til Norges folkerettslige prinsipper. Gjennom aktiv bruk av rettsstridreservasjonen kan man da unngå de uheldige konsekvenser av en rent objektiv gjerningsbeskrivelse. Men som det vil fremgå i punkt 3.2.4, har unntaket per i dag ingen praktisk anvendelse, fordi Finanstilsynet ikke har akseptert noen markedspraksis.

Bergo mener derfor at *“domstolene og andre som anvender bestemmelsen [må] ta fornuften til hjelp, og tolke bestemmelsen med den generelle reservasjon at alminnelig aksepterte handelsteknikker i det aktuelle marked ikke utgjør ulovlig manipulativ adferd. Dette må gjelde selv om de relevante tilsynsmyndighetene ikke har gjort de nødvendige unntak på forhånd fordi de ikke forstår rekkevidden av forbudet, ikke er kjent med praksisen eller av andre grunner ikke ønsker å legalisere handelspraksis”*.<sup>74</sup>

Også Wasenden trekker en lignende konklusjon etter å ha påvist mangelen på uttrykkelig akseptert markedspraksis fra Finanstilsynet: *“For å unngå å ramme legitime disposisjoner blir løsningen da å “strekke” de objektive kriteriene.”*

I tråd med dette bør man ved vurderingen av vilkårene i § 3-8 (2) nr. 1 ta hensyn til gjerningsmannens formål med disposisjonen, slik at disposisjoner som dekker alminnelig aksepterte handelsteknikker, ikke faller inn under den objektive gjerningsbeskrivelsen i nr. 1.

### 3.2.2.2 Falske, uriktige eller villedende signaler

Begrepet “signaler”, eller “signals” jf. MAD, favner etter en naturlig språklig forståelse vidt og har et uklart meningsinnhold. Begrepet er ikke presisert i forarbeidene. Signaler vil etter naturlig språkbruk omfatte både stabiliseringer og endringer. Dette støttes av at alle kurser er informasjonsbærere for markedet – både stabile og endrede kurser – og derfor kan påvirke kursen. Spesielt betydningsfull informasjon er kurser som avviker fra tidligere tendenser, fordi slike kan signalisere at markedet har endret syn på aksjen.<sup>75</sup>

Ved vurderingen av om signalene er “falske, uriktige eller villedende” må det etter en naturlig språklig forståelse av ordlyden foretas en konkret vurdering av signalene i vedkommende sak. Ettersom vilkårene er alternative er det tilstrekkelig at signalene rammes av ett av dem. Grensen mellom de tre vilkårene kan være flytende. Eksempelvis kan både falske og uriktige signaler samtidig være villedende. Vilårene svarer til direktivets ordlyd “false or misleading”. Grunnen til å både “falske” og “uriktige” er inntatt i § 3-8, er at begrepet “falske” ikke alene ble ansett for å gi en dekkende oversettelse av begrepet “false” i direktivet, ut fra den tanke at falske signaler objektivt sett kan være riktige, mens “false ... signals” etter en naturlig språklig forståelse synes å ta sikte på både uriktige og falske signaler.<sup>76</sup>

<sup>74</sup> Bergo (2008) s. 290-291

<sup>75</sup> Skjelbred (2009) s. 135

<sup>76</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 67



Generelt vil det som er ekte, ikke være falskt, det som er riktig ikke være uriktig, og det som er rettleidende, ikke være veiledende. Ut over dette gir imidlertid en antitetisk tilnærming lite, og den konkrete vurdering kan være vanskelig. Ordlyden gir ingen holdepunkter for hva vurderingen skal knyttes opp mot, og det gjør heller ikke forarbeidene eller MAD.

En viss veiledning finnes i første kommisjonsdirektiv artikkel 4, som angir en rekke signaler som skal tas “into account” ved vurderingen. Bestemmelsen er implementert gjennom verdipapirforskriften § 3-2, som bl.a. nevner volumet på disposisjonen sammenholdt med det daglige omsetningsvolumet i vedkommende verdipapir, størrelsen på selgers/kjøpers posisjon, transaksjonens realitet og hvor kort tidsrom transaksjonene finner sted i løpet av. Momentene peker mot en sammenligning av disposisjonene med de reelle markedsforhold.

Når det gjelder vilkårene “falske” og “uriktige”, er disse etter en naturlig forståelse av ordlyden rent objektive. En konkret vurdering byr dermed ikke på særlige vanskeligheter. Men når det gjelder vilkåret “villedende” tilsier en naturlig forståelse av ordlyden at *noen* blir villedet – det er ikke tilstrekkelig at signalene objektivt sett er villedende. Vilkaåret har dermed visse subjektive elementer. Hvem som må ha blitt villedet gir verken ordlyden, forarbeidene, MAD eller direktivets utfyllende rettsakter svar på. Når formålet med bestemmelsen er å beskytte markedet og ikke den enkelte aktør, er det neppe tilstrekkelig at én aktør har oppfattet signalene som villedende. En slik tolkning støttes av ordlyden i § 3-2 som definerer “innsideinformasjon”. Etter bestemmelsens tredje ledd skal man ved vurderingen av om en opplysning er egnet til å “påvirke kursen (...) merkbart”, ta utgangspunkt i hvorvidt en “fornuftig investor” ville benyttet den som grunnlag for sin investeringsbeslutning. Denne tilnærmingen er også hensiktsmessig ved vurderingen av om et signal er “villedende”. Formålet med bestemmelsen og hensynet til konsekvens i regelverket tilsier derfor at vurderingen etter § 3-8 tar utgangspunkt i hvorvidt signalet er egnet til å villedende en *fornuftig investor*.

Problemstillingen om hva som er “villedende” var oppe i Robotdommen,<sup>77</sup> hvor to day-tradere ble dømt for markedsmanipulasjon ved å utnytte en aksjerobots handlemønster. Saken er anket og per tiden ikke rettskraftig. Det faktiske forhold er likevel av interesse. En aksjerobot er en forhåndsprogrammert datamaskin som treffer automatiske beslutninger om handel med verdipapirer. Roboten traderne handlet mot, stilte bindende kjøps- og salgskurser i et verdipapir (market maker). Fordi roboten var “dårlig” programmert, klarte day-traderne å forstå dens programvare, som kort fortalt besto i å flytte kjøps- og salgskursen opp for hvert enkelt kjøp som ble matchet med den. Det “dumme” i programvaren var at roboten ikke skilte mellom volum, dvs. ordrestørrelsen – prisen gikk opp uten hensyn til faktisk etterspørsel. Dette ble utnyttet ved å legge inn mange små kjøpsordre som ble matchet med roboten slik at kursen flyttet seg oppover. Da kursen nådde et tilstrekkelig nivå, solgte traderne alt tilbake til den med gevinst. Ingen *fornuftig investor* ville imidlertid ha tolket transaksjonene på denne måten. En rasjonell investor sammenholder alltid informasjon om volum og pris. Det ble derfor stilt spørsmål om day-tradernes transaksjoner overhodet var egnet til å være villedende. Strengt tatt handlet traderne bare til kursene selgeren stilte, men samtidig visste de hvordan roboten ville reagere på deres kjøpsordre og forsøkte aktivt å påvirke den til å endre kursene. Slik sett var de selv bevisst medvirkende til påvirkningen av kursen selgeren stilte. Konsekvensene var at kursen oppnådde et kunstig nivå som ga eller var egnet til å gi villedende signaler til

---

<sup>77</sup> TOSLO-2010-94868

*markedet.* Den enkelte disposisjon var altså kanskje ikke egnet til å være villedende isolert sett, men samlet var de egnet til å villedde markedet som sådan.

Man kan stille spørsmål ved om reelle transaksjoner kan være egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler, når kjernen i en reell transaksjon er at den er “sann” – partene påtar seg den risiko som transaksjonen innebærer. Det er imidlertid ikke transaksjonen i seg selv som skal rammes av lovens vilkår, men signalene transaksjonen gir. Derfor kan også reelle transaksjoner rammes av vilkårene. Dersom eksempelvis en aktør prøver å flytte en kurs gjennom stadige småhandler for å dumpe alt når verdipapiret har oppnådd den kursen han ønsker (“pump and dump”), er det neppe tvilsomt at han skaper et uriktig informasjonsbilde, selv om den enkelte transaksjon isolert sett er reell.

Når en aktør ved “pump and dump” forsøker å manipulere prisen på et verdipapir som omsettes regelmessig av flere aktører, vil det typisk bare være denne aktøren som rammes av bestemmelsen – det er han som har gjennomført transaksjoner som er egnet til å villedde markedet. De øvrige aktørene har bare svart på hans kjøps- eller salgsordrer. En kan spørre hvordan dette stiller seg ved pump and dump-situasjoner der bare én annen motpart handler i verdipapiret, slik tilfellet kan bli for handel i illikvide aksjer, og var i Robotdommen. Er det bare to aktører, vil nødvendigvis også motparten gjøre en rekke småhandler og stå for en betydelig andel av omsetningsvolumet, og dermed bidra til det villedende informasjonsbildet. Det er på denne bakgrunn grunn til å stille spørsmål ved årsaken til at bare day-traderne og ikke også eierne av aksjeroboten ble tiltalt for markedsmanipulasjon i Robotsaken.

### 3.2.2.3 Tilbudet, etterspørselen eller prisen

Vpbl. § 3-8 (2) nr. 1 første alternativ regulerer manipulasjon av “tilbudet, etterspørselen eller prisen” på verdipapirer. Med “pris” menes etter alminnelig språkbruk salgspris, kjøpspris og “sist omsatt”-pris.

Ved vurderingen av om en disposisjon kan manipulere tilbudet, etterspørselen eller prisen må man, som nevnt ovenfor, ta utgangspunkt i de reelle markedsforholdene. Å fastlegge hva som er ekte, riktig eller rettledende salgs- og kjøpsinteresse eller pris på verdipapirer er imidlertid vanskelig, særlig dersom markedet er volatilt eller aksjen er illikvid og aksjekursen ikke gjenspeiler eller reagerer på ny informasjon. Fordi det etter bestemmelsen er tilstrekkelig å påvise at disposisjonen er “egnet” til å ha en manipulativ effekt – eller sannsynligvis kan ha en slik effekt, jf. drøftelsen ovenfor – behøver man ikke foreta en konkret vurdering av signalenes reelle effekter.

### 3.2.2.4 Oppsummering og typetilfeller som kan rammes av dette alternativet

Vpbl. § 3-8 (2) nr. 1 første alternativ reiser flere tolkningsproblemer, og ut over tilfeller som klart kan elimineres, står man igjen med en vid bestemmelse. Momentene og eksemplene i verdipapirforskriften § 3-2, første kommisjonsdirektiv artikkel 4 og CESRs retningslinjer<sup>78</sup> gir

---

<sup>78</sup> CESR/04-505b

noe veiledning, men eksemplene utgjør ikke markedsmanipulasjon uten videre – man må vurdere konkret om lovens vilkår er oppfylt.

Departementet forutsatte at eksemplene på markedsmanipulasjon i forarbeidene til verdipapirhandelloven 1997 er relevante for dagens regelverk.<sup>79</sup> Dermed omfattes bl.a.:

*“Matched order. Denne type transaksjoner kjennetegnes ved at det legges inn kjøps- eller salgsordre, samtidig som ordregiver har kunnskap om eller vet at en motsvarende ordre er lagt inn eller vil bli lagt inn på samme tid og til samme volum og pris. I disse tilfellene handler ordregiver enten med seg selv eller med noen han opptrer i forståelse med. Formålet med denne type transaksjoner er også ofte å gi et misvisende inntrykk av aktiv handel.”*<sup>80</sup> Dette behandles også CESR/04-505b og verdipapirforskriften § 3-2 c) som omhandler transaksjoner som ikke medfører reelle eierskapsendringer.

Et eksempel på dette er Holt tingretts dom av 22. august 2002, der en mann ble dømt for overtredelse av vphl. 1997 § 2-6 etter å ha lagt inn en salgsordre på 16.000 aksjer og en kjøpsordre på 20.000 av de samme aksjene ca. en halvtime senere med samme kjøpsgrense – han handlet altså med seg selv. Dette førte til at kursen steg. Retten fant at han forsettlig hadde forsøkt å påvirke kursen ved fiktiv omsetning av egne aksjer.

Videre omfattes etter forarbeidene:

*“Wash sale. Dette er en transaksjon som meldes til markedet, men som ikke innebærer en reell endring i eierskapet. Transaksjonen er fiktiv. Kjøper pådrar seg ingen reelle finansielle forpliktelser overfor selger. Målet med slike transaksjoner er å gi et misvisende uttrykk for aktiv handel i verdipapirene.”*<sup>81</sup> Dette behandles også CESR/04-505b, og i verdipapirforskriften § 3-2 c), som nevner “gjennomførte transaksjoner [som] ikke medfører reelt endret eierskap til et finansielt instrument”.

*“Pool. Dette er en ordning som innebærer en avtale mellom fler som opptrer i en gruppe for å koordinere kjøp og salg av verdipapiret. En “bear pool” er en sammenslutning som har som formål å foreta shortsalg for så å kjøpe tilbake verdipapiret til lavere priser. I en “bull pool” vil deltakerne først kjøpe verdipapiret for så å selge dem til en høyere pris.”*<sup>82</sup> Handelsmetoden er også behandlet i CESR/04-505b og verdipapirforskriften § 3-2 d) og e), som nevner reversering av ordre.

I CESR/04-505b er også følgende eksempler trukket frem:

---

<sup>79</sup> Ot.prp.nr.12(2004-2005) s. 64

<sup>80</sup> NOU 1996:2 pkt. 6.3.4.2

<sup>81</sup> NOU 1996:2 pkt. 6.3.4.2

<sup>82</sup> NOU 1996:2 pkt. 6.3.4.2

“Placing orders with no intention of executing them” vil si å legge inn en høyere eller lavere ordre enn seneste beste selger- eller kjøperkurs og trekke ordren tilbake før den er gjennomført. Hensikten er å gi et misvisende inntrykk av aktiviteten i verdipapiret for å påvirke kursen. Metoden er også behandlet i verdipapirforskriften § 3-2 f) som nevner “om eller i hvilken grad handelsordre endrer beste kjøps- eller salgskurs (...) eller mer generelt endrer ordrebokopplysninger som er tilgjengelige for markedsdeltakerne, og ordrene annulleres før de utføres”.

Et slikt tilfelle er Børsklagenemndens sak 2008-1, som gjaldt overtredelse av Norex MCR punkt 5.1 hvis definisjon av markedsmanipulasjon tilsvarende definisjonen i MAD. Sakens bakgrunn var at selskapet Alfa Kraft AB kjøpte og samtidig la inn salgsordre i børsens handelssystem. Salgsordren ble lagt inn under notert kurs slik at kursen ble redusert. Salgsordre ble deretter umiddelbart trukket samtidig som en større kjøpspost ble lagt inn, som selskapet fikk til den lavere kursen. Børsklagenemnden fant at det med klar sannsynlighetsovervekt forelå markedsmanipulasjon.

Dette var også tilfellet i Oslo tingretts dom av 9. januar 2003, der en mann tilsto uredelig å ha påvirket aksjekursen. Bakgrunnen for saken var at han ba en megler om å legge inn en kjøpsordre på 500.000 aksjer i Det norske Oljeselskap (DNO) og om å trekke ordren tilbake raskt etterpå. Han var klar over at dette kunne medføre positiv kurspåvirkning av DNO-aksjen, som også skjedde. Når han deretter gjennom et annet verdipapirforetak solgte 100.000 DNO-aksjer hadde han kjøpt tidligere på dagen, kunne han selge disse til høyere kurs enn han kjøpte dem for. Megleren ble senere dømt for samme forhold, jf. RG-2004-833.

### 3.2.3 *Vphl. § 3-8 (2) nr. 1 annet alternativ*

#### 3.2.3.1 Sikre kursen

Forbudet i § 3-8 (2) nr. 1 annet alternativ rammer transaksjoner eller handelsordre som “sikrer” eller “secure”, jf. MAD, kursen på et unormalt eller kunstig nivå. Med “kursen” menes etter alminnelig språkbruk salgskurs, kjøpskurs og “sist omsatt”-pris – noen realitetsforskjell mellom begrepene “kursen” og “prisen” i første alternativ er det dermed ikke. Men det er en viktig forskjell mellom bestemmelsene: I motsetning til etter første alternativ, må man her påvise at kursen rent faktisk er sikret – det er ikke tilstrekkelig å fastslå at disposisjonene *kunne* medføre slik effekt. Vilkårene i annet alternativ er altså strengere enn i første.

Etter ordlyden rammes disposisjoner som endrer kursen opp eller ned, fastlåser eller stabiliserer den. Den svenske oversettelsen av MAD lyder “låser fast”, som også tilsier at stabilisering omfattes. Noen bestemt varighet på kurssikringen kan ikke utledes av ordlyden, og bør heller ikke kreves ettersom store verdier kan tapes eller vinnes på kort tid som følge av kurssvingninger i markedet.

Ved vurderingen av om bestemmelsen skal anvendes virkningsorientert eller hensiktsorientert, peker uttrykket “sikre” både mot virkningen av handlingen og mot aktørens hensikter. Ordlyden er således uklar, men synes – i motsetning til hva som er tilfellet etter første alternativ – å åpne for subjektive vurderinger. Argumentene for å innta subjektive elementer i vurderingen som er gjennomgått i tilknytning til vilkåret “gir eller egnet til å gi” ovenfor, gjelder tilsvarende her. De samme argumentene tilsier at man i vurderingen av om et unormalt eller kunstig kursnivå er sikret, også må vurdere aktørens formål med disposisjonen.

### 3.2.3.2 Unormalt eller kunstig kursnivå

Vilkåret “unormalt eller kunstig kursnivå” tilsvarer det som i direktivet omtales som “abnormal or artificial level”, som etter en naturlig språklig forståelse har samme innhold.

Etter ordlyden må det foretas en konkret vurdering av hva som objektivt sett fremstår som unormalt eller kunstig. Ordlyden legger opp til en sammenligning av det påstått manipulerede kursnivået med normalt eller ekte kursnivå på det aktuelle tidspunkt på vedkommende marked. Både kunstig stabil, for lav og for høy kurs vil etter ordlyden rammes, uansett størrelsen på kursavviket. At små avvik omfattes er også til grunn i Børsklagenemndens sak 2008-1, under henvisning til at tilliten til markedet krever at det reageres selv på små brudd.

I likhet med vurderingen ovenfor av riktig “pris”, er det også her vanskelig å avgjøre hva som er normalt eller ekte kursnivå. Men etter dette alternativet *må* man påvise at kursen er unormal eller kunstig. Kurssvingninger kan forekomme mange ganger om dagen som følge av normale markedsmekanismer og uten at det foretas markedsmanipulasjon – særlig i perioder der markedet er volatil.

Et spørsmål i denne sammenheng er om manipulering av kursen fordi man mener dagens kurs er *feil* rammes av bestemmelsen. Hvis den manipulerede kursen rent faktisk ikke tilsvarer reelle markedsforhold, må det være uten betydning at man mente den var riktig, ettersom det er markedet og ikke den enkelte som skal settes prisen.

Også her oppstilles momenter i første kommisjonsdirektiv artikkel 4, verdipapirforskriften § 3-2 og CESRs retningslinjer,<sup>83</sup> men disse gir ikke veiledning til selve vurderingen av innholdet i vilkårene “unormalt eller kunstig”.

Av Oslo Børs’ medlems- og handelsregler pkt. 1.4.1, som forbyr handel i strid med “current market value” (aktuell markedsverdi), fremgår at man ved vurderingen av om dette kravet er brutt, skal foreta en totalvurdering der bl.a. følgende momenter skal vektlegges:

*“... among other things, the changes in the pricing of the **fixed interest security** during the relevant **trading day**, the changes in the pricing of the **fixed interest security** on previous **trading days**, the volatility of the **fixed interest security** and*

---

<sup>83</sup> CESR/02-089d

*the general changes in the pricing of comparable **fixed interest securities** and, where relevant other particular conditions related to the trade.”*

Bestemmelsen har ingen direkte betydning for tolkingen av vphl. § 3-8, men begrepet “current market value” har etter en naturlig forståelse av ordlyden samme språklige innhold som ekte eller normalt kursnivå, som vurderingen etter § 3-8 (2) nr. 1 annet alternativ må knyttes opp mot. På denne bakgrunn er det forsvarlig å ta utgangspunkt i momentene i Oslo Børs’ medlems- og handelsregler pkt. 1.4.1 ved vurderingen av om en kurs er manipulert, særlig når ingen andre rettskilder oppgir andre eller motstridende momenter relevant for vurderingen.

### 3.2.3.3 Oppsummering og typetilfeller som kan rammes av dette alternativet

Bestemmelsen i § 3-8 (2) nr. 1 annet alternativ er vanskelig å håndheve, ettersom det må bevises at kursnivået er kunstig eller unormalt, i motsetning til etter første alternativ hvor en mulighet er tilstrekkelig. En rekke tilfeller som kan rammes av dette alternativet, vil samtidig kunne rammes av første alternativ – idet sikring av kursen på et unormalt eller kunstig nivå normalt også vil utgjøre et falskt, uriktig eller villedende signal om prisen. Fordi det er vanskeligere å bevises at vilkårene i annet alternativ er oppfylt, vil man trolig se at første alternativ blir hyppigst påberopt som straffegrunnlag, eventuelt sammen med annet alternativ. Av eksemplene nedenfor vil man se at de fleste kunne vært plassert under første alternativ.

MAD nevner to eksempler på markedsmanipulasjon som kan rammes av dette alternativet – sluttkursmanipulering og misbruk av dominerende stilling, jf. artikkel 1 nr. 2 annet ledd. I tillegg gir CESRs retningslinjer<sup>84</sup> flere eksempler som kan rammes av dette alternativet, herunder “abusive squeeze”, “marking the close” (sluttkursmanipulering) og “excessive bid-ask spreads”.

“Marking the close” er å selge eller kjøpe verdipapirer nær sluttauksjonen på børsen for å påvirke kursen som oppgis på slutten av dagen. Dette behandles også i verdipapirforskriften § 3-2 g).

I Fondsforvalterdommen<sup>85</sup> ble en fondsforvalter dømt for sluttkursmanipulasjon etter vphl. 1997 § 2-6 i Oslo tingrett. Straffeutmålingen ble anket og avgjort i Høyesterett. Mannen hadde bedt tre meglere om å legge inn salgsordre på totalt 170.000 aksjer i Findexa Ltd. (FIND) under aktuell markedskurs i sluttauksjonen på børsen på årets siste børsdag. Dermed påvirket han aksjekursen til å synke med over syv prosent. Begrunnelsen for at han ønsket en lavere kurs var at selskapet hans tidligere hadde foretatt shortsalg i FIND-aksjen. Høyesterett antok at “*det ikke er foretatt slike endringer i den nye loven som skulle tilsi at resultatet i saken her ville ha blitt et annet*”. Tilfellet ville dermed også blitt rammet av dagens bestemmelse.

---

<sup>84</sup> CESR/04-505b

<sup>85</sup> TOSLO-2007-128125, jf. Rt-2009-22

En “abusive squeeze” er det samme som det som i NOU 1996:2 kalles “[corner]. Et typisk tilfelle av denne type markedsmanipulasjon består i at en stor enkeltinvestor eller en gruppe av investorer søker å oppnå kontroll med tilbudet av et verdipapir. Dersom slik kontroll oppnås kan en slik gruppe tvinge investorer som er short i verdipapiret til å stenge sine posisjoner til urimelig høye priser.” Indikasjoner på dette følger også av verdipapirforskriften § 3-2 a) og b).

### 3.2.4 Unntaket i vphl. § 3-8 (2) nr. 1

En betydelig kjøpsordre kan alene flytte verdipapirkursen oppover. Aktører som ønsker å kjøpe et større antall bestemte aksjer, vil derfor normalt ikke legge inn kjøpsordren under ett, men dele den i småhandler – “skjulte volumer”. Etersom investoren kjenner til egne planer, er kjøpsetterspørselen som vises i markedet egentlig en annen enn det som rent faktisk er tilfellet. En slik situasjon vil i utgangspunktet derfor rammes av gjerningsbeskrivelsen i § 3-8 (2) nr. 1. Forbudet mot markedsmanipulasjon tar imidlertid ikke sikte på å ramme slike og andre legitime og aksepterte strategier. Dette er bakgrunnen for at § 3-8 (2) nr. 1 gjør unntak for disposisjoner der aktøren “godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet”. Bestemmelsen implementerer MAD artikkel 1 nr. 2 a): “unless the person (...) establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned”.

Etter ordlyden må handlingene både være legitime og akseptert av Finanstilsynet for at unntaket skal komme til anvendelse – det oppstilles altså to kumulative vilkår. Også i forarbeidene “*presiseres at det dreier seg om kumulative vilkår*”.<sup>86</sup>

Unntaket vil typisk ramme kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer, jf. direktivets fortale punkt 33 som nevner: “[s]tabilisation of financial instruments or trading on own shares in buy-back programmes”.<sup>87</sup> Stabiliseringsordninger kan begrense midlertidig prisvolatilitet som kan oppstå ved større emisjoner eller annenhåndssalg og kan være gunstig for markedet, og er av den grunn unntatt fra § 3-8, jf. 3-12, dersom nærmere vilkår foreligger. Det er også enkelte tilbakekjøpsprogrammer, jf. samme bestemmelse. Et annet lovbestemt unntak er visse disposisjoner foretatt av EØS-stat, sentralbank mv., jf. § 3-13. Disse unntakene behandles ikke nærmere her.

Også enkelte tilfeller av market making kunne en tenke seg unntatt av § 3-8. Med market making siktes det både til formelle likviditetsavtaler mellom verdipapirhandlere og børsnoterte selskaper, mellom verdipapirhandlerne, og generelle og uformelle prisstillelser fra market makers som på eget initiativ stiller bindende kjøps- og salgspriser i markedet.<sup>88</sup>

<sup>86</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 65

<sup>87</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 58

<sup>88</sup> Finanstilsynet (Danmark) (2005)

Market maker-funksjonen skaper et kontinuerlig marked for handel med verdipapirerene den stiller priser i. Særlig i illikvide verdipapirer kan market making derfor føre til økt handel, som er positivt for markedet. Kursene er imidlertid ikke nødvendigvis representative for verdipapirenes reelle verdi, bl.a. fordi kursen noen ganger bestemmes uten hensyn til reell salgs- eller kjøpsinteresse i verdipapiret. Det kan derfor forekomme tilfeller der den objektive gjerningsbeskrivelse i § 3-8 nr. 1 vil være oppfylt, men virksomhetens positive innvirkning på markedet tilsier at forbudet ikke bør komme til anvendelse. Etter CESR/04-505b bør myndighetene imidlertid unngå å akseptere generelle markedsaktiviteter, som shortsalg og hedging, fordi slike kan gjennomføres på så mange forskjellige måter. Da Finanstilsynet (Danmark) vurderte bl.a. market making som akseptert markedspraksis, konkluderte de med at også market making er en for vid type handelsvirksomhet til at den kan aksepteres på generell basis.<sup>89</sup> Tilsvarende betraktninger gjør seg antakeligvis gjeldende på norske markeder.

#### 3.2.4.1 Legitime transaksjoner

Det første kumulative vilkår er at aktøren må godtgjøre at “begrunnelsen” for disposisjonen er “legitim”, som i MAD har ordlyden “that his reasons for doing so are legitimate”.<sup>90</sup> Etter ordlyden er det aktørens formål, dvs. hensikten og ikke selve disposisjonen, som må være legitim. I forarbeidene er det uttalt at “krav til legitim begrunnelse kommer som et tilleggsvilkår for at atferden skal være unnskyldelig”,<sup>91</sup> som også tilsier at det avgjørende er aktørens hensikt. Fordi bestemmelsen skal beskytte markedet, ikke den enkelte aktør, må vurderingen ta utgangspunkt i hva som objektivt sett er legitimt, ikke hva aktøren selv mener.

For at noe skal anses legitimt, må det etter en naturlig forståelse av ordlyden være rettmessig. Ordlyden legger dermed opp til en generell rettsstridsreservasjon for tilfeller som ellers ville falt inn under gjerningsbeskrivelsen. At unntaket skal være en rettsstridsreservasjon kommer også til uttrykk flere steder i forarbeidene.<sup>92</sup> Hva som er rettmessig behandles imidlertid ikke direkte i forarbeidene, verdipapirforskriften, MAD eller dets utfyllende rettsakter. Høyesterett har i Rt-1979-1492 lagt generelle føringer for anvendelsen av rettsstridsreservasjoner der loven ikke selv gir nærmere veiledning:

*“Reservasjonen om at [straffeloven] §§ 90 og 91 bare rammer en handlemåte som er rettsstridig eller uberettiget må - på samme måte som når det gjelder tilsvarende reservasjoner i andre straffebud - forstås slik at det kan tenkes tilfelle hvor en handling ikke er straffbar selv om den går inn under ordlyden i straffebudene. (...). Dette må bero på en avveining mellom de hensyn straffebudet*

<sup>89</sup> Finanstilsynet (Danmark) (2005)

<sup>90</sup> Den svenske marknadsmisbrukslagen § 8 krever at markedsmanipulasjonen er “otillbörlig”, som skal markere skillet mellom legitime og illegitime markedsoperasjoner, jf. *Lagen om marknadsmisbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar* (2005) s. 282. I dansk rett er vilkåret, som i Norge, “legitim”, jf. verdipapirhandelsloven § 38.

<sup>91</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 65

<sup>92</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2004) kapittel 10.6



*skal verne, og andre hensyn som det er grunn til å beskytte. Det vil i det enkelte tilfelle bli domstolenes oppgave å vurdere om andre hensyn må tillegges slik vekt at en handling som i og for seg går inn under gjerningsbeskrivelsen, likevel ikke kan anses som rettsstridig og derfor ikke rammes av vedkommende straffebud.”*

Ved vurderingen av om gjerningsmannens begrunnelse er legitim, må man etter dette foreta en konkret helhetsvurdering der særlig hensynet til verdipapirmarkedet på den ene siden og hensynet til den aktuelle aktørens formål med disposisjonen på den andre, er sentrale momenter. Andre føringer for vurderingen følger av verdipapirforskriften og MADs utfyllende rettsakter der det gis en rekke vurderingskriterier. Ettersom et generelt formål med MAD er å åpne for fleksible løsninger for hvert enkelt marked,<sup>93</sup> kan eventuell bransjepraksis på det aktuelle markedet også gi veiledning. Eksempelvis vil Oslo Børs’ oppfatning av hva som er legitimt på børsen, herunder Børsklagenemdens avgjørelser, kunne tillegges vekt ved vurderingen av disposisjoner foretatt på Oslo Børs.

Vurderingen av om disposisjoner har legitime formål kan være krevende i den konkrete sak, idet subjektive hensikter ofte er vanskelige å bevise. Men generelt kan man anta at fiktive disposisjoner sjelden har legitime formål. Dersom noen eksempelvis legger ut kjøps- og salgsordre gjennom forskjellige verdipapirforetak der de selv er selger og kjøper, har det ikke egentlig funnet sted noen transaksjoner – aktøren vil ha samme beholdning av verdipapirer som før. For andre markedsaktører vil dette imidlertid se ut som reelle handler som kan gi et uriktig bilde av verdipapirkursen. Finanstilsynet var av samme oppfatning ved implementeringen av bestemmelsen.<sup>94</sup> Etter vphl. 1997 § 2-6 var det også klart at det generelt skulle mer til for at reelle transaksjoner var uredelige enn at fiktive var det, jf. forarbeidene:

*“De tilfeller hvor en handel gjennomføres til avtalte kurser og volum, og hvor kjøper og selger selv tar den reelle forretningsmessige risiko knyttet til handelen, skal det i utgangspunktet mye til for å anse transaksjonene som kursmanipulasjon uavhengig av om disse er foretatt til kurser som avviker fra de noterte kursene i markedet.”<sup>95</sup>*

Synspunktet er videreført i juridisk teori tilknyttet dagens bestemmelse.<sup>96</sup> Sondringen mellom reelle og fiktive disposisjoner blir således viktig ved vurderingen av om den aktuelle disposisjon er legitim. Man må imidlertid være oppmerksom på at i tilfeller der det først er konstatert at en reell transaksjon er markedsmanipulerende, står ikke transaksjonen lenger i noen særstilling, jf. Høyesteretts uttalelser i Fondsforvalterdommen:

*“Jeg er ikke enig i det forhold at det her var benyttet reelle transaksjoner til å manipulere kursen, tilsier at forholdet “ikke er i kjerneområdet for bruk av bestemmelsen”, eller at dette er noe som taler for en mildere behandling enn hvor*

<sup>93</sup> Tredje kommisjonsdirektivs fortale nr. 4 og artikkel 2 og CESR/02-089d

<sup>94</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.3

<sup>95</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) pkt. 6.2.2

<sup>96</sup> Wasenden (2007) s. 411

*framgangsmåten har vært en annen. Riktignok påpekes det i forarbeidene at det i slike tilfelle "i utgangspunktet (skal) mye til for å anse transaksjonene som kursmanipulasjon" (...). Dette henspeiler på at det i disse tilfellene kan være vanskelige å avsløre transaksjonen som kursmanipulering. Når dette først er konstatert (...) er det ikke noe som peker i retning av at reelle transaksjoner står i en særstilling."*<sup>97</sup>

### 3.2.4.2 Akseptert markedspraksis

Det andre kumulative vilkåret er at disposisjonene "er i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet". Etter ordlyden er en akseptert markedspraksis en praksis som i utgangspunktet rammes av gjerningsbeskrivelsen i § 3-8 (2) nr. 1, men som uttrykkelig er unntatt av Finanstilsynet på det markedet hvor disposisjonen har funnet sted.

Formålet med unntaksvilkåret er å muliggjøre fleksible løsninger for hvert enkelt marked (ikke hvert EU-/EØS-land), fordi "*there might be circumstances in which market practice can be deemed to be acceptable on one particular market and unacceptable on another market*", jf. fortalen i tredje kommisjonsdirektiv. Ved vurderingen av en markedspraksis skal myndighetene derfor ta hensyn til "the degree to which the relevant practice takes into account the trading mechanism of the relevant market" og "the structural characteristics of the relevant market".<sup>98</sup>

Fordi unntaksvilkårene i § 3-8 er kumulative, kan det teoretisk sett forekomme tilfeller der handlinger som er legitime, ikke er akseptert av Finanstilsynet og dermed straffbare. At bestemmelsen er ment å forstås slik, støttes av uttalelser i direktivets fortale punkt 20, der det påpekes at selv om gjerningsmannen godtgjør at formålet med disposisjonen var legitimt, kan sanksjoner "*still be imposed if the competent authority established that there was another, illegitimate, reason behind these transactions or orders to trade*". Dette er uheldig i et rettssikkerhetsmessig perspektiv, fordi det som oppfattes som legitimt, normalt ikke anses straffverdig. I tillegg til dette har Finanstilsynet per i dag heller ikke akseptert noen markedspraksiser – i realiteten står man derfor overfor en unntaksbestemmelse som det er vanskelig å se den praktiske anvendelsen av.

Finanstilsynet har uttalt at behovet for å akseptere konkrete markedspraksiser for det norske markedet ble:

*"grundig vurdert av tilsynet bl.a. i forbindelse med utarbeidelse av verdipapirforskriften, jf høringsnotatet til forskriften"*.<sup>99</sup>

<sup>97</sup> Rt-2009-22

<sup>98</sup> Tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2, CESR/02-089d

<sup>99</sup> Finanstilsynet v/Kantanen (2010)

I høringsnotatet til verdipapirforskriften uttalte Finanstilsynet at:

*“[f]or så vidt gjelder akseptert markedspraksis i forbindelse med markedsmanipulasjon, finner Kredittilsynet etter å ha konsultert bl.a. NOREX-børsene, ingen eksempler på slik praksis i det norske verdipapirmarkedet i dag. (...) Kredittilsynet vil imidlertid ikke utelukke at det i fremtiden kan utvikle seg praksiser også i det norske markedet som vil anses som “aksepterte” til tross for at de dekkes av definisjonen av markedsmanipulasjon”.*<sup>100</sup>

Finanstilsynet opplyser at det per i dag ikke er igangsatt prosesser for å akseptere konkrete markedspraksiser, men at behovet vurderes fortløpende.<sup>101</sup>

Heller ikke i Norden forøvrig finnes det per i dag aksepterte markedspraksiser. Finanstilsynet (Danmark) vurderte flere praksiser, herunder repoforretninger, book-building, hedge av derivater og market making-virksomhet m.fl.<sup>102</sup> Ingen ble akseptert, fordi de enten ikke var presise nok til å anses som en *praksis*, eller fordi de ikke falt inn under den objektive gjerningsbeskrivelsen og derfor ikke var nødvendige å akseptere. De samme vurderinger gjør seg antakeligvis gjeldende for norske markeder. Videre må man anta at enkelte praksiser klart ikke vil aksepteres, som for eksempel fiktive handler, “matched orders”, “pool-handler” og andre typer “market rigging”, som Finanstilsynet fremhevet som eksempler på forhold som typisk ville utgjøre markedsmanipulerende disposisjoner etter MAD.<sup>103</sup>

Hva gjelder Europa forøvrig, er det på CESRs nettsider publisert et fåtall aksepterte markedspraksiser fra enkelte andre stater – Italia, Hellas, Portugal og Spania.<sup>104</sup>

### 3.2.4.3 Bevisbyrden

Unntaket i § 3-8 nr. 1 gjelder bare dersom aktøren “godtgjør”, eller “establishes”, jf. MAD, at vilkårene er oppfylt. Ordlyden legger bevisbyrden for eventuelle unnskyldelige forhold på aktøren. Slik er bestemmelsen også ment å forstås, jf. forarbeidene: “*det oppstilles en regel om omvendt bevisbyrde*”.<sup>105</sup> Omvendt bevisbyrde ble også lagt til grunn i Børsklagenemndens vedtak 2008-1. På strafferettens område oppfattes omvendt bevisbyrde tradisjonelt problematisk av hensyn til uskyldpresumsjonen i EMK artikkel 6. Finanstilsynet og flere andre høringsinstanser understreket uheldighetene ved en omvendt bevisbyrde i norsk rett, og Finanstilsynet gikk ikke inn for en slik løsning.<sup>106</sup> Betenkeligheter med en omvendt bevisbyrde gjør seg imidlertid ikke gjeldende i samme grad der bevisbyrden tilknyttes *unnskyldelige* forhold, som for § 3-8 (2) nr. 1. Departementet fant derfor at omvendt

<sup>100</sup> Finanstilsynet (2005) pkt. 2.2.2

<sup>101</sup> Finanstilsynet v/Kantanen (2010)

<sup>102</sup> Finanstilsynet (Danmark) (2005)

<sup>103</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.2.1

<sup>104</sup> <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=51>

<sup>105</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 56.

<sup>106</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.4, og Ot.prp.nr.12 (2004-2005)

bevisbyrde ikke strider med norsk rett, under henvisning til forarbeidene til menneskerettsloven.<sup>107</sup> At uskyldspresumsjonen ikke gjelder for unnskyldelige forhold, anses i dag som sikker rett.<sup>108</sup>

Ettersom det ikke finnes noen akseptert markedspraksis fra Finanstilsynet, er det imidlertid umulig å bevise at lovens vilkår er oppfylt. Med tanke på at unntaket i nr. 1 skal forhindre straff for disposisjoner som ikke er straffverdige, er dette uheldig fra et rettssikkerhetsmessig perspektiv og av hensyn til tilliten til markedet: Man må anta at dersom regelverket er så strengt at også legitime disposisjoner kan straffes som markedsmanipulasjon, kan aktørene miste tilliten til markedet. Som påpekt i pkt. 3.2.2.1.2, bør derfor eventuelle subjektive momenter som tilsier at handlingen ikke er straffverdig trekkes inn i den objektive vurderingen av vilkårene for markedsmanipulasjon i nr. 1, slik at alminnelig aksepterte handelsteknikker ikke rammes av straffebestemmelsen.

### 3.3 Vphl. § 3-8 (2) nr. 2

#### 3.3.1 Bestemmelsens praktiske betydning

Forbudet i § 3-8 (2) nr. 2 rammer “transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd”. Bestemmelsen synes etter naturlig språkbruk å ramme aktørens *fremgangsmåte* i motsetning til disposisjonenes *virkning*. At det er adferden som skal rammes, støttes av forarbeidene:

*“Vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon i slike tilfeller må nødvendigvis baseres på sammenhengen mellom transaksjonene eller ordrene, og den atferd som har funnet sted i forkant eller etterkant av disse.”*<sup>109</sup>

I så fall er det uklart hvilken selvstendig betydning bestemmelsen har ved siden av nr. 3 som rammer manipulerende adferd. Dette støttes av CESRs retningslinjer<sup>110</sup>, hvor det påpekes at eksemplene og signalene oppstilt i tilknytning til dette alternativet i betydelig grad overlapper med forbudet mot informasjonsbasert manipulasjon. Er det selve virkningen som skal vurderes, er det tilsvarende uklart hvilken selvstendig betydning bestemmelsen har ved siden av nr. 1, som rammer virkningene av transaksjoner og handelsordre.

Finanstilsynet foreslo å droppe implementeringen av MAD artikkel 1 nr. 2 b) og heller la § 3-8 (2) nr. 1 omfatte andre “handlingene” i tillegg til transaksjoner og handelsordre.<sup>111</sup> Departementet mente imidlertid at direktivets bokstav b) “*må omfatte noe mer enn bokstav a*”<sup>112</sup> og gikk derfor inn for å innta bokstav b) i vphl. § 3-8 nr. 2. Direktivet forbyr imidlertid

<sup>107</sup> NOU 2003:15 s. 108

<sup>108</sup> Rt-2005-833

<sup>109</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 66

<sup>110</sup> CESR/02-089d

<sup>111</sup> Finanstilsynet (2004) pkt. 9.4

<sup>112</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 66

“fictitious devices or any other form of deception or contrivance”, som etter en naturlig språklig fortolkning har et annet meningsinnhold enn § 3-8 nr. 2. Den danske oversettelsen lyder: “transaksjoner eller handelsordre hvorved det benyttes fingrede planer eller andre former for bedrag eller påfund”. Den svenske lyder: “falska förespeglingar eller andra slag av vilseledande eller manipulationer”. Uansett hvilken oversettelse man legger til grunn, er ikke bestemmelsen presist gjennomført. Direktivet synes å ramme fiktive handler og andre former for bedragerisk adferd. Dette stemmer godt med at det ikke er noe unntak for legitime disposisjoner i dette alternativet – fiktive disposisjoner og bedrageri vil som utgangspunkt ikke anses legitime. Ettersom § 3-8 skal implementere MAD, bør også den forstås slik. Vphl. § 3-8 (2) nr. 2 gjelder dermed først og fremst åpenbare tilfeller av fiktive handler og andre disposisjoner med bedragerisk formål som det ikke er grunn til å unnta etter alminnelige rettsstridsreservasjoner.

Momenter ved vurderingen fremgår av første kommisjonsdirektiv artikkel 5 og verdipapirforskriften § 3-2 (2), samt CESR/02-089d. Gjennomgangen av eksemplene (nedenfor) i CESRs retningslinjer<sup>113</sup> underbygger at bestemmelsen mangler selvstendig betydning, idet samtlige av eksemplene også kan rammes av nr. 1 eller 3.

### 3.3.2 Oppsummering og typetilfeller som kan rammes av dette alternativet

Eksemplene fra CESR<sup>114</sup> fremstilles her fordi de er gitt i tilknytning til dette alternativet, men det påpekes at tilfellene også kan rammes av § 3-8 (2) nr. 1 eller 3.

“Concealing ownership” foreligger der to eller flere aktører foretar (spiral)transaksjoner gjennom fingerte frem- og tilbakekjøp til stadig høyere pris, i kombinasjon med at man ikke opplyser om reelt eierskap.

“Dissemination of false or misleading market information through the media” vil si spredning av falske eller misvisende opplysninger gjennom media for å flytte verdipapirkursen til et punkt som er gunstig for posisjonen man har eller ønsker å oppnå. Metoden kalles også “scalping” og behandles i verdipapirforskriften § 3-2 (2).

“Opening a position and closing it immediately after its public disclosure” er tilfeller der “bjellesauer” – personer som i markedet anses for normalt å gjøre gode investeringer – utnytter sin posisjon eksempelvis ved å annonsere et stort oppkjøp med sikte på langsiktig investering, men likevel selger straks etter, hvis kursen har steget fordi markedet fulgte etter.

“Trash and cash” er det motsatte av “pump and dump” (forklart ovenfor). Her drives kursen ned (“trash”), for eksempel gjennom aggressive salgsteknikker og/eller spredning av uriktig negativ informasjon, for så å kjøpe seg opp på kunstig lavt prisnivå og få med seg prisstigningen (“cash”) når “trashingen” opphører.

---

<sup>113</sup> CESR/04-505b

<sup>114</sup> CESR/04-505b

### 3.4 Vphl. § 3-8 (2) nr. 3

Forbudet i § 3-8 (2) nr. 3 rammer “utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via Internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter”. Bestemmelsen svarer til MAD artikkel 1 nr. 2 c), som etter en naturlig språklig forståelse har samme meningsinnhold.

Det følger av ordlyden og forarbeidene at bestemmelsen rammer enhver utbredelse av informasjon uansett hvordan den har funnet sted: “[d]et stilles ingen vilkår knyttet til hvordan utbredelsen av informasjon har skjedd”.<sup>115</sup>

Uttrykket “utbredelse” peker mot at informasjonen må ha nådd flere personer. På den annen side kan opplysninger reflekteres i kursen også der bare én person har mottatt dem, hvis vedkommende handler basert på dem. Dette tilsier at det avgjørende ikke er hvor mange opplysningene har nådd, men om utbredelsen etter en konkret vurdering “gir eller er egnet til å gi” en manipulerende effekt.<sup>116</sup> Når det gjelder vurderingen av om informasjonen “gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter” henvises til redegjørelsen i 3.2.2, idet ordlyden her er identisk. En forskjell er imidlertid tilleggsvilkåret etter nr. 3 om at aktøren “visste eller burde ha visst” at informasjonen var falsk, uriktig eller villedende, som for så vidt allerede følger av skyldkravet i § 17-3.

Tredje ledd gir en særregel for pressen der den verken direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste av informasjonsspredningen. Poenget med bestemmelsen er, etter forarbeidene, at pressens utbredelse skal vurderes under “hensyn til bransjeregler (for eksempel “Vær Varsom-plaktaten”)”.<sup>117</sup>

Etter forarbeidene omfattes her: “Market rigging. Under denne formen for markedsmanipulasjon faller bedrageri og tilfeller av rettsstridig adferd som f. eks. spredning av falske rykter.”<sup>118</sup>

MAD artikkel 1 nr. 2 bokstav c) tredje strekpunkt nevner videre spredning av egne meninger om verdien at et verdipapir (eller indirekte om verdipapirets utsteder) når man selv eier et visst volum men ikke tilkjenner denne interessekonflikten, slik at man senere kan dra fordeler av de kurspåvirkninger ytringen medfører.

Som eksempel kan nevnes et forhold fra august 2010<sup>119</sup> der Økokrim har tatt ut tiltale mot en mann som skal ha bedt en advokat om å skrive et brev til Norsk Tillitsmann om det

<sup>115</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 56

<sup>116</sup> Slik også Welauff & Moalem (2006) s. 413

<sup>117</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 56

<sup>118</sup> NOU 1996:2 pkt. 6.3.4.2, jf. Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 64

børsnoterte selskapet Det Norske Oljeselskap ASA (DNO) som feilaktig ga inntrykk av å være skrevet på vegne av flere obligasjonseiere som var alvorlig bekymret for selskapets økonomi, på tross av at brevet bare var skrevet på vegne av ham selv. Selv eide han én obligasjon i selskapet, men hadde samtidig en betydelig shortposisjon. Dermed hadde han økonomisk interesse av at kursen falt. Samme dag skal tiltalte ha gitt brevet til DN.no, som skrev en artikkel om brevet og obligasjonseierens frykt, som ble publisert kort tid etter.

### 3.5 Særlig om high frequency trading

Et tema som har skapt mye diskusjon i det siste er hvorvidt enkelte trekk ved automatisk algoritmisk datahandel gjennom ”high frequency trading” (”HFT”) kan være i strid med bl.a. vphl. § 3-8 og MAD. Det finnes ingen klar definisjon, men automatisk algoritmisk datahandel innebærer bruk av forhåndsprogrammerte datamaskiner som bestemmer hvorvidt og hvordan investeringer skal gjøres. I utgangspunktet er dette en legitim handelsteknikk som opprinnelig ble laget for å begrense bruken av menneskelige ressurser. HFT er en type automatisk algoritmisk datahandel kjennetegnet ved at disposisjonene utføres ved ekstremt høy datahastighet. Typisk for HFT-strategier er å holde svært korte posisjoner – millisekunder – og lukke alle posisjoner innen markedet stenger.<sup>120</sup> Strategien gir ofte lave gevinster per handel, men summen av antall handler kan gjøre tradingen meget lønnsom.

Økt mengde datahandel er en internasjonal trend på alle børsmarkeder. Oslo Børs har ingen statistikk over andelen algoritmebasert handel, men opplyser at datahandel trolig er kommet noe lengre på markeder i Europa og USA, der andelen hevdes å være oppe i hhv. 30-40 og 50-70 prosent.<sup>121</sup>

Det er først og fremst fordelene HFT har *tidsmessig* som gir grunnlag for diskusjon. Når verdipapirmarkeder sender ut informasjon om ordrebildet, forekommer forsinkelser som følge av tregheter i nettløpene. Med ekstrem båndbredde og superraske datamaskiner kan HF-tradere redusere tregheten og skaffe seg tilgang til ordreboken noen millisekunder før alle andre, og enkelte HF-tradere kjøper seg beliggenhet inntil børsens servere (”co-location”) for å minimere treghetene.<sup>122</sup> Muligheten til å se ordrebildet før andre, kan utnyttes for eksempel ved å legge inn og trekke tilbake ordre flere tusen ganger i løpet av sekunder for å påvirke bildet av tilbud, etterspørsel eller pris i markedet. I prinsippet kan imidlertid ikke datamaskinene manipulere markedet på andre måter enn tradisjonelle aktører – HFT i seg selv er ikke manipulativ. Hovedpoenget er at dersom tidsmessig og teknologisk fordel utnyttes til markedsmanipulasjon kan det ha store skadevirkninger. Ordreinnleggelsene skjer hurtig og gjerne i store volumer, uten hensyn til andre forhold enn de forhåndsprogrammerte algoritmene. Gjør datamaskinen feil, eller er programmert til å manipulere kursen, fortsetter den frem til den fysisk blir stoppet av eieren, et børsmedlem eller det regulerte markedet selv.

---

<sup>119</sup> Økokrim (2010)

<sup>120</sup> SEC(2009)

<sup>121</sup> Oslo Børs v/Steine (2010) og CA Cheuvreux s. 11.

<sup>122</sup> CESR/10-142

Slik sett har automatisk datahandel generelt et betraktelig større skadepotensial enn tradisjonell handel.

Når HFT brukes for å treffe investeringsbeslutninger basert på informasjon om underliggende børsnoterte selskapers verdi og ikke om den umiddelbare likviditeten i ordrebøkene, har ikke HFT noen dramatisk effekt på kursutviklingen.<sup>123</sup> De fleste HFT-ordrene viser seg imidlertid å ta utgangspunkt i ordrebokinformasjonen, og dette kan være ugunstig for forholdet mellom verdipapirets virkelige (underliggende) verdi og markedsverdi.<sup>124</sup> Et vanlig argument blant de som tjener på HFT er at HFT tilfører markedet likviditet, fordi den genererer mye handel og slik sett gjør det mulig for flere investorer å delta i markedet.<sup>125</sup> Den praktiske konsekvensen er imidlertid tvilsom – lister over totalvolum vil nok ha økt, men det betyr ikke at likviditeten i enkeltaksjer er bedre – og det finnes ikke undersøkelser som beviser dette.<sup>126</sup>

HFT får et stadig dårligere rykte blant tradisjonelle aktører på børsen bl.a. under henvisning til at det oppfattes urettferdig at aktører med mye penger bruker lynraske datamaskiner som i praksis stjeler fra investorer som gjør grundige analyser men ikke har tilgang på samme teknologi eller hastighet, og teorier om at enkelte HF-tradere utnytter tidsforspranget til markedsmissbruk. Hvis dette fører til at tradisjonelle investorer trekker seg fra markedet pga. manglende tillit og muligheter, mister markedet kapital, og dette er ikke formålstjenlig. Teknologisk fremgang er viktig for utviklingen av markedet, men samtidig som markedet utvikler seg, må lovverket tilpasses for å opprettholde tilliten og integriteten til markedet. Det er derfor behov for en nærmere gjennomgang av HFT, enten for å avkrefte handelsstrategiens dårlige rykte, vurdere reguleringer eller for å stanse potensielt skadelig virksomhet.

---

<sup>123</sup> CA Cheuvreux s. 8

<sup>124</sup> CA Cheuvreux s. 8

<sup>125</sup> SEC(2009)

<sup>126</sup> CA Cheuvreux s. 13



## 4 VIRKNINGER AV BRUDD PÅ VPHL. § 3-8

### 4.1 Verdipapirhandelloven

#### 4.1.1 Bøter og fengsel

Markedsmanipulasjon er et alvorlig lovbrudd som både har karakter av bedrageri overfor den enkelte og av brudd på verdipapirmarkedets integritet generelt.<sup>127</sup> Straffverdigheten for markedsmanipulasjon er derfor høy.<sup>128</sup> MAD lar det være opp til medlemslandene å fastsette straff og skyldkrav, jf. artikkel 14. Synet på forbrytelsens alvorlighet i Norge illustreres av at forsettlig eller uaktsomt brudd på bestemmelsen kan møtes med bøter og fengsel inntil seks år, jf. vphl. § 17-3. Når det gjelder straff for innsidehandel, har Høyesterett uttalt at fordi det normalt dreier seg om *“veloverveide handlinger, begått av en aktør med innsikt, som handler rasjonelt i den hensikt å skaffe seg en uberettiget vinning”*, må *“straffen for innsidehandel av allmennpreventive hensyn normalt (...) fastsettes til ubetinget fengsel”*, jf. Rt-2007-275, jf. Rt-2006-1049. De samme betraktninger gjør seg gjeldende for markedsmanipulasjon, og Høyesterett har i den hittil eneste Høyesterettsdommen om kursmanipulasjon også lagt seg på en høy strafferamme.<sup>129</sup> Dommen gjelder vphl. 1997 § 2-6 og er derfor ikke uten videre relevant for dagens § 3-8. Men ettersom strafferammen og formålene bak bestemmelsene er like, kan dommens uttalelser om strafferammen likevel være veiledende. I den konkrete saken ble straffen satt til ti måneder ubetinget fengsel, men denne omfattet også andre straffbare forhold. Det ble uttalt at straffen – i motsetning til hva som gjelder for innsidehandel – ikke nødvendigvis må være ubetinget fengsel, med mindre kursmanipuleringen er av en viss alvorlighetsgrad. Dette ble begrunnet i at markedsmanipulasjon er en uensartet type lovbrudd, der lovbruddets alvorlighet kan variere fra tilfelle til tilfelle. Straff for markedsmanipulasjon må derfor vurderes konkret. Høyesterett la særlig vekt på skadepotensialet kursmanipulasjonen kunne ha for andre, samt at lovbruddet samtidig innebar et brudd på verdipapirhandellovens krav om god forretningsskikk.

#### 4.1.2 Vinningsavståelse

Finanstilsynet kan beslutte at uaktsom eller forsettlig markedsmanipulasjon skal sanksjoneres med vinningsavståelse etter vphl. § 17-2. En slik beslutning er en sivilsak og krever ikke straffedom, med mindre overtredelsen behandles av påtalemyndigheten eller retten etter straffeprosessloven, hvor et krav om vinningsavståelse i tilfelle tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34, jf. § 17-2 (6).

---

<sup>127</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 145

<sup>128</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 145

<sup>129</sup> Rt-2009-22

## **4.2 Regulerte markeders sanksjoner**

### *4.2.1 Oslo Børs og Oslo Axess*

Ved brudd på Oslo ABM Member and Trading Rules, som har regler tilsvarende vphl. § 3-8 i pkt. 1.4.3, kan børsen ilegge disiplinære sanksjoner som bøter, advarsler, suspensjon, oppsigelse av medlemskap og daglig mulkt, jf. regelverkets pkt. 6.

### *4.2.2 Nord Pool*

Ved brudd på Norex MCR, som har regler tilsvarende vphl. § 3-8 i pkt. 5.1, kan børsen ilegge disiplinære sanksjoner, bl.a. i form av advarsler, bøter og inndragning av medlemskap, jf. regelverkets pkt. 9. I Børsklagenemndens sak 2008-1 ble det ilagt overtredelsesgebyr på kr. 500.000 for overtredelse av MCR pkt. 5.1.

## 5 AVSLUTNING

Oppgaven har påpekt enkelte unøyaktigheter i implementeringen av MAD i Norge, herunder det lavere sannsynlighetskrav som stilles for mulighet for markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8 (2) nr. 1. Samtidig er det argumentert for at en rekke av problemene kan løses gjennom en formålsbasert tolking av bestemmelsen uten at dette er betenkelig i et rettsikkerhetsmessig perspektiv. Formålsbetraktninger anvendes som presiserende rettskildefaktor av Høyesterett også på strafferettens område, og tillegges generelt stor vekt i EF-domstolen. Også dette tilsier at en formålsbasert anvendelse av § 3-8 til en viss grad er forsvarlig.

Videre kan det konkluderes med at grensen mellom markedsmanipulasjon og ordinære handelsstrategier er uklar, selv om det er mulig å definere generelle typetilfeller som ofte vil eller ikke vil rammes av bestemmelsen. På bakgrunn av verdipapirmarkedets dynamiske og skiftende karakter er det imidlertid vanskelig å tenke seg en lovtekst som er mindre generell enn den vi finner i dagens regelverk, som samtidig kan fange opp de forskjellige og nye tilfeller av markedsmanipulasjon. Uavhengig av om det lar seg gjøre å definere en klar grense, fremstår det uansett som en vanskelig oppgave å håndheve forbudet effektivt. Dette skyldes at endringer i tilbud, etterspørsel eller pris også kan skyldes en rekke andre forhold, som ikke bare gjør det vanskelig å føre bevis for at det foreligger markedsmanipulasjon, men i det hele tatt å oppdage det. Disposisjoner som bare er egnet til å manipulere markedet, men som ikke gir faktiske utslag, vil hertil være enda vanskeligere å avdekke. Sannsynligvis vil en rekke manipulerende handlinger derfor aldri oppdages, og heller ikke straffes. Mangelen på rettspraksis synes å være et tegn på dette.

Vanskelighetene med å håndheve forbudet effektivt taler for at det kan være behov for endringer i regelverket, noe også den teknologiske utviklingen av markedet tilsier. Både USAs Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>130</sup> og CESR<sup>131</sup> har derfor satt søkelys på eventuelle behov for endringer i dagens regelverk som bedre skal sikre tilliten til verdipapirmarkedet. Det diskuteres bl.a. om HFT kan utgjøre en potensiell trussel mot tilliten til markedet, og om HF-tradere har en urettferdig fordel overfor øvrige aktører på markedet. Mulige tiltak for å forhindre potensielle skadevirkninger av HFT har også være trukket frem, bl.a. innføring av minstetid på varighet av ordre og restriksjoner på co-location.<sup>132</sup> Det forventes å komme et forslag til revisjon av MAD fra Europa-kommisjonen allerede i begynnelsen av 2011, der markedsmanipulasjonsbestemmelsen bl.a. skal forsøkes å tilpasses bruken av automatisk datahandel bedre.<sup>133</sup> Det vil i utgangspunktet være tale om et minimumsdirektiv, som betyr at medlemslandene kan ha bestemmelser som går lenger enn de som fremgår av direktivet.<sup>134</sup> Det kommende EU-direktiv har til formål å sikre bedre investorbeskyttelse og en mer harmonisert juridisk ramme for omsetning av verdipapirer.<sup>135</sup>

---

<sup>130</sup> SEC (2009)

<sup>131</sup> CESR/10-142

<sup>132</sup> CA Cheuvreux s. 4

<sup>133</sup> Public consultation (2010) s. 3 og 5-6

<sup>134</sup> Finanstilsynet (Danmark) (2010) s. 4

<sup>135</sup> Public consultation (2010) s. 3

## 6 KILDE- OG LITTERATURLISTE

### 6.1 Lov og forskrift

#### 6.1.1 Lov

Børsloven	Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74
EØS-avtalen	Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde inngått 2. mai 1992 mellom EU og EUs medlemsstater på den ene side og EFTA og EFTAs medlemsstater på den annen
EØS-loven	Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) av 27. november 1992 nr. 109
Kjøpsloven	Lov om kjøp av 13. mai 1988 nr. 27
Lov om gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet	Lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) av 4. mars 2005 nr. 11 (opphevet)
Menneskerettsloven, EMK	Lov om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett av 21. mai 1999 nr. 30
ODA-avtalen	Avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkingsorgan og en Domstol av 2. mai 1992
Straffeloven 1902	Almindelig borgerlig straffelov av 22. mai 1902 nr. 11
Straffeprosessloven	Lov om rettergangsmåten i straffesaker av 22. mai 1981 nr. 25
Verdipapirhandelloven 2007	Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75
Verdipapirhandelloven 1997	Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (opphevet)

#### 6.1.2 Forskrift

Børsforskriften	Forskrift til børsloven av 29. juni 2007 nr. 875
-----------------	--

Verdipapirforskriften                      Forskrift til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 876

## 6.2 Offentlige dokumenter

### 6.2.1 Forarbeider

NOU 2003:15	Fra bot til bedring
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
Ot.prp.nr.34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Ot.prp.nr.12 (2004-2005)	Verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp.nr.29 (1996-1997)	Om lov om verdipapirhandel
St.prp.nr.77 (2003-2004)	Om samtykke til godkjenning av avgjerd i EØS-komiteen nr. 38/2004 av 23. april 2004 om innlemming i EØS-avtala av direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og marknadsmisbruk (marknadsmisbruk)

### 6.2.2 Høringer

Finanstilsynets (da Kredittilsynet) høringsnotat av 1. mars 2004: *Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.*

Finanstilsynets (da Kredittilsynet) høringsnotat av 7. mars 2005: *Forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalinger mv – gjennomføring av EUs markedsmisbruksdirektiv mv.*

Norges Fondsmeglerforbund. Ad: *Høring – begrenset revisjon av verdipapirhandelloven m.m.* 03.05.2004. Tilgang: <http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2004/0030/ddd/pdfv/208938-nff.pdf> [Lokalisert 08.11.2010]

### 6.2.3 Regler fra Oslo Børs, Oslo Axess og NOREX/Nord Pool

Oslo ABM Member and Trading Rules. Versjon 1.0, januar 2010.

Norex Market Conduct Rules (MCR). Versjon av 22. desember 2009

## **6.3 Praksis**

### *6.3.1 Norske rettsavgjørelser*

Rt 2009 22 (Fondsforvalterdommen)

Rt 2008 879

Rt 2007 275

Rt 2006 1049

Rt 2005 833

Rt 1979 1492

Rt 1939 623

RG 2004 833 (Oslo tingrett)

Oslo tingretts dom av 9. januar 2003 i sak nr. 02-11187 F/23

Holt tingretts dom av 22. august 2002 i sak nr. 02-00095 M

TOSLO-2010-94868 (Robotdommen)

Rt 1999 1192

Rt 1979 433

Rt 1929 330

### *6.3.2 Praksis fra Børsklagenemnden*

Børsklagenemndens sak 1/2008

## **6.4 Fellesskapsrettslige tekster**

### *6.4.1 Direktiv/forordninger*

Tredje kommisjonsdirektiv

Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gjennomførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis,

definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner

Første kommisjonsdirektiv	Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definitionen og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation
Annet kommisjonsdirektiv	Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter
Kommisjonsforordning	Kommissionens forordning (EF) Nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter
Markedsmisbruksdirektivet/MAD	Europa-parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsbisbrug)

#### 6.4.2 Dokumenter fra kommisjonen

Public consultation	On a revision of the market abuse directive (MAD). 25. juni 2010.
---------------------	---

#### 6.4.3 Dokumenter fra CESR

CESR/04-505b	Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. 11. mai 2005.
CESR/02-089d	CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive

CESR/10-142 Call for evidence. Micro-structural issues of the European markets. 1. april 2010

CESRs liste over ulike lands aksepterte markedspraksis: <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=51>

## 6.5 Utenlandsk lovgivning og offentlige dokumenter

### 6.5.1 Lovgivning

USA Securities Exchange Act	The Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C.78) [USA]
Værdipapirhandelloven	Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. 959 af 11/08/2010 [Danmark]
Marknadsmisbrukslagen	Lag (2005):377) om straff för marknadmissbruk vid handel med finansiella instrument [Sverige]

### 6.5.2 Offentlige dokumenter

Finanstilsynet: *EU-orientering oktober 2010* av 11.10.2010 [Danmark]

Finanstilsynets beslutning av 31. oktober 2005: *Lov om værdipapirhandel mv. § 38 stk. 4 (vedrørende beslutning om acceptert markedspraksis)* [Danmark]

SEC (U.S. Securities and Exchange Commission): *Testimony Concerning Dark Pools, Flash Orders, High Frequency Trading, and Other Market Structure Issues* av 28. oktober 2009 [USA]

## 6.6 Litteratur

Andenæs, Johs.	<i>Alminnelige strafferett.</i> 5. utgave ved Magnus Matningsdal og Georg Fredrik Rieber-Mohn, Oslo, Universitetsforlaget, 2004.
Arnesen, Finn og Are Stenvik	<i>Internasjonalisering og juridisk metode.</i> Oslo, Universitetsforlaget, 2009.
Axelsen, Niels Kristian	<i>Mellommenn og markedsmissbruk. Om den strafferettslige regulering av mellommenn i verdipapirhandel og de reelle handlingsmønstre – en analyse i skjæringspunktet mellom</i>



- rettsdogmatikk og kriminologi*. Juridisk fakultet, Universitetet i Oslo, 2007. Oslo
- Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, Cappelen Damm AS, 2008.
- Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, Cappelen Akademisk Forlag AS, 1998.
- Eckhoff, Torstein *Rettskildelære*. 5. utgave ved Jan E. Helgesen, Oslo, Universitetsforlaget, 2001.
- EØS-rett*. Frederik Sejersted ... [et al.]. 2. utgave Oslo, Universitetsforlaget, 2004.
- Fliflet, Arne *Kommentarer til Grunnloven*. I: Norsk lovkommentar nettversjon. [Lokalisert 11.11.2010]
- Gravir, Gaute S *Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv*. I: Tidsskrift for forretningsjus 2005 s. 97 – (TFF-2005-97).
- Knuts, Mårten *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Helsingfors, Publikationer av Suomalainen Lakimiesyhdistys, 2010.
- Lau Hansen, Jesper *Informationsmisbrug: En analyse af de centrale bestemmelser i børnsrettens informationsregime*. 1. utgave København, Jurist- og økonomforbundets forlag, 2001.
- Mydske, Tore *Amerikansk verdipapirlovgivning sett med norske øyne*. I: Tidsskrift for forretningsjuss 2006, s. 71-107
- Nygaard, Nils *Rettsgrunnlag og standpunkt*. 2. utgave Bergen, Universitetsforlaget, 2004.
- Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*. Samuelsson ... [et al.]. Stockholm, Norstedts Juridik AB, 2005.
- Skjelbred, Thomas *Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirkriminalitet 2006-2009*. I: Tidsskrift for strafferett. 2009-1, s. 129-144.

Wasenden, Odd-Harald B. *Energimarkedsrett: Om informasjonsplikt og markedsatferd i det finansielle kraftmarkedet.* Oslo, J. W. Cappelens Forlag, 2007.

Werlauff, Erik, Dan Moalem og David Moalem *Værdipapirhandelsloven med kommentarer.* 1. utgave Århus, Gjellerup, 2006.

## 6.7 Diverse

### 6.7.1 Personlige meddelelser

Oslo Børs ved Guro Steine. E-post. 9.11.2010.

Finanstilsynet ved Eeva Kantanen. E-post. 22.11.2010

### 6.7.2 Andre dokumenter

Crédit Agricole Cheuvreux (“CA Cheuvreux”) *Call for evidence 10-142, Micro-structural issues of the European equity markets. Contribution from Crédit Agricole Cheuvreux.* 30. april 2010.

Oslo Børs [a] *Statistikk markedsovervåking.* Udatert. Tilgang: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Statistikk> [Lokalisert 30.09.2010]

Oslo Børs [b] *Innsidehandel / meldeplikt for primærinnsidere.* Udatert. Tilgang: <http://www.osloabm.no/%20Oslo-ABM/Handel/Markedsovervaaking/Innsidehandel> [Lokalisert 27.10.2010]

Økokrim *Tiltalt for markedsmanipulasjon.* 04.08.2010. Tilgang: <http://www.okokrim.no/artikler/tiltalt-for-markedsmanipulasjon>. [Lokalisert 24.11.2010]