

# En innføring i regelverket om algoritmehandel og hvordan det kan utgjøre markedsmanipulasjon

*Utviklingen i norsk verdipapirrett etter innføringen av MiFID II og  
MAR*

Kandidatnummer: 131

Antall ord: 14.636



JUS399 Masteroppgave

Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

7. juni 2021

## Innholdsfortegnelse

1 Problemstilling og oppgavens oppbygning .....	3
1.1 Aktualitet og finansielle instrumenter .....	4
1.1.1 GameStop, «wallstreetbets» og algoritmehandel .....	5
1.1.2 Regelverksutviklingen rundt markedsmanipulasjon.....	6
1.2 Hva er verdipapirmarkedet.....	9
1.3 Avgrensninger og avklaringer .....	9
1.4 Sentrale definisjoner og begrepsavklaringer i verdipapirretten.....	10
1.4.2 Andre sentrale definisjoner .....	11
1.5 Overordnet om EUs finansregulatoriske lovgivning, MiFID-direktivene og ESMA.....	12
1.5.1 Innhold og formål.....	13
1.5.2 Behov for harmonisert regelverk og målsetting om «single market» .....	14
1.5.3 Hvorfor behøver man omfattende reguleringer på området? .....	14
1.5.4 Lamfalussy-prosessen .....	15
1.6 Metodiske utfordringer i verdipapirretten .....	15
2. Verdipapirrettens hensyn og målsettinger .....	16
2.1 Finansiell stabilitet .....	17
2.2 Tillit samt effektive og velfungerende markeder.....	17
2.3 Konkurransen og investorbeskyttelse.....	18
2.4 Hvordan fungerer handel på verdipapirmarkedet.....	19
2.4.1 Kontroll, overvåkning og tilsyn av det norske verdipapirmarkedet.....	20
3 Algotmehandel, regulering og strategier.....	21
3.1 Hva er algoritmehandel og «high-frequency trading»?.....	21
3.2 Regulering og HFT i praksis .....	21
3.2.1 Kjennetegn ved HFT .....	22
3.2.2 Direkte elektronisk tilgang .....	24
3.3 HFT-strategier .....	25
4. Markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis .....	27
4.1 Definisjoner .....	27
4.2 Bakgrunnen for forbudet mot markedsmanipulasjon .....	27
4.2.1 Bærende hensyn .....	27
4.3 Gjeldende rett, forholdet mellom norsk rett og EU-rett .....	29
4.4 Bestemmelsens anvendelsesområde .....	31
4.4.1 Avgrensning av typetilfeller og tolkning av EU-rett .....	32
4.4.2 EFTA-domstolens rådgivende uttalelse i sak E-5/19 mot F og G, .....	32

4.4.3 Typetilfeller relevante for algoritmehandel.....	33
4.5 Vilkårene i artikkel 12 (1) bokstav a) og b).....	35
4.5.1 (1) bokstav a).....	35
4.5.2 Alternativ i) «gir eller egnet til å gi falske eller villedende signaler» .....	35
Aksjerobotdommen .....	36
CESR/04-505b .....	37
4.5.3 Alternativ ii) «sikrer eller er egnet til å sikre kursen» og «unormalt eller kunstig nivå».....	38
C-445/09 .....	38
4.5.4 (1) bokstav b) .....	39
4.6 Vilkår og kjennetegn ved artikkel 12 (2) bokstav c) alternativer i), ii) og iii) .....	40
4.6.1 Alternativ i) .....	41
4.6.2 Alternativ ii).....	41
4.6.3 Alternativ iii).....	41
4.8 Straffereaksjoner og rettstridsreservasjonen .....	42
4.8.2 Rettsstridsreservasjonen etter Rt. 2012 s. 686 A.....	43
4.9 Handlinger unntatt fra forbudet ved legitime grunner og akseptert markedspraksis .....	44
4.9.2 Problematikk ved regulering av verdipapirforetak .....	45
5 Avsluttende bemerkninger .....	46

## 1 Problemstilling og oppgavens oppbygning

Oppgavens hovedtema er todelt og drøfter markedsmanipulasjon ved algoritmehandel og utviklingen i norsk rett ved annenhåndshandel av verdipapirer etter gjennomføringen av MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) og markedsmisbruksforordningen (Marked Abuse Regulation eller MAR). Den tar sikte på å kartlegge hva som anses markedsmanipulasjon ved algoritmehandel og hvor grensedragningen går etter det opphevede forbudet i § 3-8 i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel, nå MAR artikkel 15. Sett i lys av nasjonal og internasjonal rettspraksis.

Oppgavens formål er å belyse rettstilstandens utvikling etter innføringen av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU av 15. mai 2014 om markeder for finansielle instrumenter (heretter MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 av 16. april 2013 om markedsmisbruk (markedsmisbruksforordningen), heretter omtalt som

MAR. Hovedfokuset vil være på verdipapirhandel fra tilbydersiden, verdipapirforetakene, samt pliktene disse pålegges. Det vil også innslagsvis belyses hvordan dette påvirker etterspørselssiden, særlig ikke-profesjonelle investorer.

Innledningsvis i oppgavens kapittel 1 redegjøres det for en dagsaktuell sak, regelverksutviklingen på verdipapiriområdet, relevante definisjoner og avgrensninger. I delkapittel 1.5 gis en kortere innføring av MiFID II med fokus på dets regulering av den lovlige siden av algoritmehandel og hvordan det har utviklet seg i norsk rett. Deretter et kapittel om verdipapirrettens hensyn og målsettinger. Videre utbroderer jeg fenomenet algoritmehandel i kapittel 3 og utfordringene det har i praksis, før jeg drøfter atferdsreguleringen i MAR og den forbudte siden knyttet til markedsmanipulasjon i kapittel 4.

## 1.1 Aktualitet og finansielle instrumenter

På verdipapirmarkedet omsettes kapital på vegne av offentlig og privat næringsliv. Milliarder av kroner flyter gjennom markedet hver dag og behovet for regulering er stort. Både med henblikk til utviklingen i samfunnet og de teknologiske fremskritt som følger med, men også for å hindre utnyttelse av markedet ved misbruk og kriminalitet. Dette gjenspeiles i omfattende finansregulatorisk lovgivning, fra norsk og internasjonalt hold. Likevel har tempoet til den teknologiske utviklingen vanskeliggjort oppdatert lovverk på området. Særlig handel av finansielle instrumenter ved bruk av algoritmer skaper utfordringer ved utforming av lovverket.

Verdipapirhandellovens (heretter vphl.) definisjon av «finansielle instrumenter» i § 2-2 omfatter elleve inndelinger av aktivumklasser som handles på verdipapirmarkedet. Dette er et viktig koblingsbegrep i vphl., MAR og MiFID II og har rettsvirkninger. Dersom et aktivum ikke er nevnt i § 2-2 vil det falle utenfor vphl.

Algoritmebasert handel er et verktøy for å handle finansielle instrumenter. Fenomenet er blitt mer standardisert og utbredt ettersom datamaskiner med forhåndsprogrammerte instruksjoner, algoritmer, gjennomfører ordre raskere og mer effektivt enn mennesker er i stand til. Stadig økende utbredelse medfører økt behov for oppdatert regelverk og EU har forsøkt å regulere dette gjennom blant annet, MiFID II og MAR. I norsk rett er førstnevnte

gjennomført ved transformasjon i verdipapirhandelloven og sistnevnte gjelder som norsk lov ved inkorporasjon gjennom EØS-avtalen og lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven). MiFID II regulerer foretakene som tilbyr tjenester knyttet til finansielle instrumenter og markedene disse handles på. MAR regulerer atferd i tilknytning til verdipapirhandel og er sentral i forbindelse med markedsmanipulasjon. Siden koronapandemiens utbrudd i 2020 har aktiviteten på verdipapirmarkedet, spesielt aksjemarkedet, økt betraktelig. I følge AksjeNorge sin rapport for 2020 var det et rekordår for privatpersoners aksjehandel på Oslo Børs.<sup>1</sup> Nærmere 92 000 nye aksjonærer gjorde sitt inntog på børsen, en økning på 24% og totalt eier over 476.000 privatpersoner bosatt i Norge aksjer på Oslo Børs og tilhørende markeds plasser<sup>2</sup>.

### 1.1.1 GameStop, «wallstreetbets» og algoritmehandel

Det vil til enhver tid være aktører som er ute etter å utnytte markedet for egen vinning. Et nylig eksempel på dette er den amerikanske GameStop (GME) aksjen i starten av 2021 da den gikk fra 20 \$ den 12. januar til oppunder 350 \$ 27. januar<sup>3</sup>. Selskapet har slitt under pandemien og dermed har profesjonelle investorer samt hedge-fond valgte å shorte GameStop-aksjen i store mengder<sup>4</sup>. Altså har de lånt aksjer i håp om at de skal synke i verdi og dermed oppnå fortjeneste ved tilbakekjøp og tilbakelevering etter endt låneperiode, i motsetning til når man kjøper aksjer og satser på at de skal stige i verdi.

Mye tydet på at aksjen skulle fortsette å synke, men gjennom nettforumet Reddit har flere nettbrukere gått inn for å øke verdien til GME. Reddit består av flere ulike forum kalt «subreddits» og i subredditen «wallstreetbets», en gruppe for småinvestorer hvorav flere er tilhengere av GME og motstandere av storkapitalismen<sup>5</sup>, fant spekuleringen sted. Ved å oppfordre medlemmene her til å kjøpe aksjer steg kursen til GME raskt og medlemstallet til

---

<sup>1</sup> AksjeNorge, *Rapport om rekordåret*, <https://aksjenorge.no/aktuelt/2021/01/26/2020q4/> (lest 24. mars 2021)

<sup>2</sup> ibid

<sup>3</sup> Nasdaq, GameStop Corporation Common Stock, Datagraf 6 måneder, <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme> (lest 24. februar 2021)

<sup>4</sup> Solheim, Eirik, «Aksjemarkedet rystes og finansfolk taper milliarder. Hva skjer egentlig med GameStop?», NRKbeta, 28. januar 2021, <https://nrkbeta.no/2021/01/28/aksjemarkedet-rystes-og-finansfolk-taper-milliarder-hva-skjer-egentlig-med-gamestop/> (lest 24. februar 2021)

<sup>5</sup> ibid

«wallstreetbets» økte fra rundt 2 millioner brukere etter nyttår til 9,2 millioner pr. 24.02.21<sup>6</sup>. I tillegg tvitret Elon Musk, grunnleggeren av Tesla, om GME som medførte en ytterligere kursstigning mot toppen 27. januar.<sup>7</sup>

Profesjonelle investorer og hedge-fond forvaltere tapte enorme mengder på sine short-posisjoner som følge av kursstigningen da de må selge tilbake de lånte aksjene til en mye høyere pris enn de ble lånt for ettersom de satset på at kursen skulle synke. Visse investorer mener at medlemmene av «wallstreetbets» har drevet med ulovlig påvirkning<sup>8</sup>, en form for markedsmanipulasjon. Motargumentet er at de kun benyttet seg av de samme verktøyene som profesjonelle bransjeaktører benytter seg av.

Ved datastyrt algoritmehandel kan det avdekkes økende aktivitet ved handelen av en aksje og økningen kan utnyttes av algoritmen som fører til «snowballing prices» i følge Sam Hendel, president og «portfolio manager» hos Levin Easterly Partners i New York City<sup>9</sup>

Dette tydeliggjøres i GME-aksjen med rundt 70 millioner utstedte aksjer, men den 26. januar var handelsvolumet på 179 millioner aksjer. I snitt ble hver aksje handlet mer enn to ganger den dagen<sup>10</sup>. Utvilsomt er det at algoritmehandel spilte en stor rolle i GME-aksjens volatile kursendringer.

Saken reiser prinsipielle spørsmål om algoritmehandelens rolle i dagens marked og hvilken type påvirkning som kan anses som markedsmanipulasjon. Sentralt står spørsmålet hvor grensen går for hva som utgjør forbudt markedsmanipulasjon ved algoritmehandel

### 1.1.2 Regelverksutviklingen rundt markedsmanipulasjon

Forbudet mot markedsmanipulasjon var nedfelt i vphl. § 3-8 i norsk rett, etter transformasjon av forbudet i Europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF av 28. januar 2003 om

---

<sup>6</sup> Reddit, “wallstreetbets”, se «about community», <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>

<sup>7</sup> <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme>

<sup>8</sup> <https://nrkbeta.no/2021/01/28/aksjemarkedet-rystes-og-finansfolk-taper-milliarder-hva-skjer-egentlig-med-gamestop/>

<sup>9</sup> Royal, James, «”To the moon”: How Gamestop-boosting stock traders kicked off a shocking Wall Street feeding frenzy», Bankrate, 29. januar 2021, <https://www.bankrate.com/investing/gamestop-boosting-traders-stock-buying-frenzy-wall-street/> (lest 24. februar 2021)

<sup>10</sup> ibid

innsidehandel og markedsmanipulering (heretter MAD). Forbudet i § 3-8 ble opphevet 1. mars 2021 samtidig som nåværende markedsmisbruksforordningen (nr. 596/2014) (MAR) og det oppdaterte forbudet i artikkel 15, jf. vphl. § 3-1 (1) og (2) ble inkorporert i norsk rett.<sup>11</sup> MAR som forordning «skal som sådan gjøres til del av avtalepartenes interne rettsorden» etter artikkel 7 bokstav a i EØS-loven. Derfor er den gjennomført ved inkorporasjon i motsetning til MAD som ble gjennomført ved transformasjon, ettersom norske myndigheter bestemmer «formen og midlene for gjennomføringen.», jf. EØS-loven artikkel 7 b.

I MAR artikkel 12 fremgår det hva markedsmanipulasjon omfatter. I korte trekk gjelder det to overordnede inndelinger. Handlinger og atferd, gjennom transaksjoner og ordrer, som enten påvirker eller har potensiale til å påvirke kursen ved «falske eller villedende signaler». Samt utbredelse av «falske eller villedende opplysninger» som sannsynligvis påvirker eller påvirker «tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument». Algoritmehandel og bruken av «høyfrekvent handel» er en mulig manipulasjonsform i artikkel 12 (2) bokstav c). Anvendelsesområdet redegjøres for nærmere i oppgavens punkt 4.4.

Verdipapirhandellovgivningen i EU og Norge har gjennomgått omfattende endringer og revideringer som følge av EUs «FSAP», «financial services action plan»<sup>12</sup>. Ved endringene står harmonisering og målsettingen om et «single market» med like reguleringer innenfor EU- og EØS-området i sentrum. Etter FSAP ble vedtatt har EU på løpende bånd vedtatt rammedirektiv og forordninger, særlig etter finanskrisen i 2008-2009, som har blitt en del av norsk lovgivning.

Blant disse rammedirektivene er markedsmisbruksdirektivet (MAD) som innebar kodifisering av forbud mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon på EU-rettens område. Disse forbudene faller under betegnelsen «markedsmisbruk»<sup>13</sup>. Direktivet ble innført i norsk rett ved transformasjon og nødvendige tilpasninger ble gjort. EU innførte MAR i 2014 og opphevet dermed MAD, jf. i artikkel 37. MAR gjelder som norsk rett, jf. vphl. § 3-1.

---

<sup>11</sup> Finanstilsynet, «Markedsmisbruksforordningen (MAR) trer i kraft 1. mars 2021», 27. november 2020, Finanstilsynet, <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2020/markedsmisbruksforordningen-mar-trer-i-kraft-1.-mars-2021/> (lest 02. februar)

<sup>12</sup> Practical Law, Financial Services Action Plan (FSAP), Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-107-5759?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-107-5759?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) (lest 13. mars 2021)

<sup>13</sup> Se eksempelvis MAR artikkel 16 (1)

MiFID II er sentralt «for reguleringen av foretak som tilbyr tjenester knyttet til finansielle instrumenter [...] og handelsplassene hvor disse instrumentene handles.»<sup>14</sup> Investorbekyttelse og forbedring av konkurranseforhold ved harmonisering samt utbedring av mangler etter finanskrisen er sentrale målsettinger i «Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF av 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter.». Heretter MiFID I. Se fortalen til MiFID II punkt 3 og 4.

Tilsynet med det norske verdipapirmarkedet «føres av Finanstilsynet.», jf. vphl. § 19-1 første ledd, jf. lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet med finansforetak mv. (finansstilsynsloven) § 2 første punktum og § 1 første ledd. De sørger for at foretak og handelsplasser følger gjeldende regelverk i vphl. og EU-retten som følge av våre EØS-rettslige forpliktelser. I tillegg har de ansvar for å avdekke markedsmissbruk, herunder markedsmanipulasjon og innsidehandel, samt ilegge sanksjoner og administrativ straff ved overtredelse av forbudsbestemmelsene etter vphl. kapittel 21. Se videre punkt 4.8 om straffereaksjoner.

MiFID I og II er sterkt knyttet sammen med MAD og MAR da reglene i de førstnevnte innfører mekanismer for å forhindre markedsmissbruk (som MAD og MAR regulerer) ved tilsyn, rapportering, lagring av transaksjoner og ordre med mer. De mest aktuelle mekanismene nevnes fortløpende. I tillegg inneholder MiFID majoriteten av definisjoner som de mindre direktivene og forordningene henviser til.

MiFID II definerer og regulerer bruken av algoritmehandel som følge av «den betydelige utviklingen og økte bruken av handelsteknologi det seneste tiåret, og at risikoen ved bruk av slik teknologi bør reguleres, jf. fortalen til MiFID II punkt 59»<sup>15</sup>. Bestemmelsene pålegger foretak som bedriver algoritmehandel «ulike tiltak og spesifikke risikokontroller» som hovedsakelig er nedfelt i vphl. § 9-22 til § 9-24. Disse bestemmelsene er tett knyttet opp mot markedsmanipulasjon ved algoritmehandel og omtales nærmere i punkt 3.2

MAR regulerer atferd på verdipapirmarkedet og forbyr markedsmanipulasjon, spredning av innsideinformasjon og innsidehandel, såkalt markedsmissbruk. Videre fremgår det også unntak fra forbudene, ved akseptert markedspraksis i artikkel 13.

---

<sup>14</sup> Finanstilsynet, «MiFID II / MiFIR», 4. desember 2017, Finanstilsynet <https://www.finanstilsynet.no/tema/mifid-ii--mifir/> (lest 13. mars 2021)

<sup>15</sup> Prop. 77 L (2017-2018) Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR), s. 81



## 1.2 Hva er verdipapirmarkedet

Bergo deler verdipapirmarkedet «inn i fire delmarkeder, alt etter hvilken type instrument som omsettes»<sup>16</sup>. De mest betydelige er henholdsvis «egenkapitalmarkedet, som omfatter «aksjer, egenkapitalbevis og aksjerelaterte derivater» samt «fremmedkapitalmarkedet med «obligasjoner, sertifikater og andre pengemarkedsinstrumenter samt valuta og valuta- og rentederivater».

Verdipapirforetakene er «sentrale mellommenn» i de nevnte markedene og innad i disse må det sondres mellom primærmarkedet (førstehåndsmarkedet), hvor «omsettelige verdipapirer utstedes og annenhåndsmarkedet der papirene senere omsettes». Et regulert marked eller børs er følgelig et annenhåndsmarked der utstedte verdipapirer handles.

Derivater er knyttet til «underliggende referansestørrelser», eksempelvis finansielle instrumenter, råvarer eller annet. Det er ikke et omsettelig verdipapir, men Bergo tar det inn i fellesbetegnelsen «verdipapirmarkedet.»<sup>17</sup>

Videre består delmarkedene av «varederivatmarkedet, der vi finner litt andre aktører og intet skille mellom primær- og sekundærmarked [...] og verdipapirfondsmarkedet.» I sistnevnte er forvaltningsselskaper sentrale aktører.<sup>18</sup> Virksomheten deres innebærer opprettelsen av fond, aktiv og passiv styring avhengig av fondstype, «utstedelse av nye andeler og senere innløsning av andelene overfor fondene som er utstedere».<sup>19</sup>

## 1.3 Avgrensninger og avklaringer

Algoritmehandel kan foregå med flere ulike «finansielle instrumenter», jf. vphl. § 2-2, men for at nedslagsfeltet i oppgaven ikke skal bli for bredt tar jeg utgangspunkt annenhåndshandel på egenkapitalmarkedet, typisk aksjer på en børs eller regulerte markeder. Videre i oppgaven vil betegnelsen «marked» være ensbetydende med egenkapitalmarkedet og annenhåndsmarkedet der annet ikke er spesifisert.

---

<sup>16</sup> Knut Bergo, *Børs – og verdipapirrett*, 4. utgave, Cappelen Damm, 2014, s. 13

<sup>17</sup> *ibid*

<sup>18</sup> *ibid*

<sup>19</sup> *ibid*, s. 14

Handel av «finansielle instrumenter» foregår på verdipapirmarkedet og er en samlebetegnelse for de nevnte delmarkedene. Oppgaven avgrenser mot fremmedkapitalmarkedet. I tillegg avgrenses det mot derivatmarkedet der verdipapirene som handles er avledet fra et underliggende aktivum, eksempelvis opsjoner, futures, forwards og varederivater. Likevel bemerkes det at de samme reglene gjelder også for disse så lenge et aktiva omfattes av «finansielle instrumenter» i vphl. § 2-2. Det samme gjelder også ved forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR som i tillegg nevner «tilknyttet spotkontrakt» og «auksjonsprodukt basert på utslippskvoter»

Handel utenfor regulerte markeder, såkalt OTC-handel, avgrenses mot da dette ikke er gjenstand for samme regulering oppgaven drøfter. Denne type handel, «Over-the-counter», innebærer handel av finansielle instrumenter, oftest unoterte aksjer, gjennom andre aktører enn de offisielle markedsplassene<sup>20</sup>.

Vphl. § 3-8 og forbudet mot markedsmanipulasjon var opprinnelig oppgavens rettslige grunnlag, men ble opphevet 1. mars 2021. Som følge av dette er gjeldende rett markedsmisbruksforordningens (MAR) forbud mot markedsmanipulasjon i artikkel 15, jf. vphl. § 3-1 (1). Bestemmelsene i MAR får anvendelse på «finansielle instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked, eller som er søkt opptatt til handel på et regulert marked», jf. Artikkel 2 (1) a. Det samme gjelder på en MHF, jf. Første ledd bokstav b. Definisjonen av relevante begreper følger i punkt 1.4 og opptak til handel nevnes kort i punkt 2.4.1 og 2.4.2 da dette er en forutsetning

Ved betegnelsen «finansmarkedene» omfattes verdipapirmarkedet, bank-, forsikring- og pensjonsmarkedet i tillegg til regnskap og revisjonsmarkedet.

## 1.4 Sentrale definisjoner og begrepsavklaringer i verdipapirretten

Verdipapirhandelloven har fire koblingsbegreper som er «avgjørende for anvendelsesområdet for regelverket»<sup>21</sup>. Disse begrepene er gjennomgående på tvers av finansregulatorisk lovgivning og medfører rettsvirkninger. I NOU 2017:1 nevner utvalget:

---

<sup>20</sup> DNB Markets, «Unoterte aksjer», DNB  
<https://www.dnb.no/markets/aksjer/unoterte-aksjer.html> (lest 13. mars 2021)

<sup>21</sup> NOU 2017:1 Markeder for finansielle instrumenter Gjennomføring av MiFID II og MiFIR, s. 22

«investeringstjenester», «finansielle instrumenter», «verdipapirforetak» og «regulerte markeder».

«Investeringstjenester» er definert i § 2-1 (1) og omfatter mottak, formidling og utførelse av ordre i forbindelse med finansielle instrumenter på vegne av kunde og foretakenes egen omsetning, jf. nummer 1-3. I tillegg kommer forvaltning, rådgivning, fulltegningsgarantier samt drift av både multilateral og organisert handelsfasilitet, jf. nummer 4-9.

«Verdipapirforetak» er definert som «et foretak som yter en eller flere investeringstjenester overfor tredjepersoner eller driver næringsvirksomhet på forretningsmessig basis», jf. vphl. § 2-7 (1). Ofte omtales dette som meglervirksomhet der foretakene legger til rette for handler mellom tilbuds- og etterspørselssiden. Foretak som har konsesjon til å drive investeringstjenester omtales som verdipapirforetak.

På et «regulert marked» kan markedsaktører, «kjøpere og selgere av finansielle instrumenter» «komme i kontakt med hverandre for å gjøre handler»<sup>22</sup>. Lovens definisjon stiller krav om multilateralt system, et system åpent for flere parter, jf. § 2-7 (9). De finansielle instrumentene som handles er betinget av å være «tatt opp til handel på markedet, i samsvar med objektive handelsregler fastsatt av markedet selv og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter». Jf. vphl. § 2-7 (4).

Tidligere Oslo Axess, nå Euronext Expand, er et eksempel på et «regulert marked» i Norge, jf. vphl. § 2-7 (4). Selskapene som noteres på Euronext Expand har samme forpliktelser som selskapene som børsnoteres, mens opptaksreglene er ikke like strenge på et regulert marked som på børsen.<sup>23</sup> Likevel er selskapene her underlagt vphl. og Finanstilsynet vil følge opp deres finansielle rapportering.<sup>24</sup>

#### 1.4.2 Andre sentrale definisjoner

En børs er et «regulert marked» som krever konsesjon etter § 13-1, jf. § 2-7 (7). For å kunne drive en markeds plass for finansielle instrumenter kreves tillatelse som enten «regulert

---

<sup>22</sup> Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett*, 1. utgave, 2011, Fagbokforlaget, s. 68

<sup>23</sup> Eurnoext, «Forskjellen mellom Oslo Børs og Oslo Axess», Oslo Børs

<https://www.oslobors.no/layout/set/print/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Forskjellen-mellom-Oslo-Boers-og-Oslo-Axess> (lest 17. mars 2021)

<sup>24</sup> Fossan-Waage, Per, «Oslo Børs skifter navn på to av sine markeds plasser», Finansbloggen – PWC, 3. juli 2020

<https://blogg.pwc.no/finansbloggen/oslo-b%C3%B8rs-skifter-navn-p%C3%A5-to-av-sine-markeds-plasser> (lest 14. mai 2021)

marked» eller «børs», der sistnevnte må oppfylle ytterligere vilkår og fått tillatelse fra departementet (Finansdepartementet). Jf. § 13-1 (1)-(6).

«Multilateral handelsfasilitet» (MHF) er en markedsplass som «legger til rette for kobling i systemet av flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i samsvar med objektive handelsregler». Ettersom «drift av multilateral handelsfasilitet» er en «investeringstjeneste», jf. § 2-1 (8), kreves tillatelse fra Finanstilsynet etter vphl. § 9-1 (1). Tidligere Merkur Market, nå Euronext Growth, er et eksempel på en MHF i Norge.<sup>25</sup> MAR sitt virkeområde gjelder også «finansielle instrumenter som handles på en MHF.» jf. artikkel 2 (1) bokstav b).

«Handelsplass» omfatter «regulert marked» og MHF jf. § 2-7 (8).

«Markedsoperatør» er en «som organiserer eller driver et regulert marked og kan være det regulerte markedet selv.» Jf. vphl. § 2-7 (3) Oslo Børs er et eksempel på en markedsoperatør som er «det regulerte markedet selv» ettersom de står for driften av børsen.

## 1.5 Overordnet om EUs finansregulatoriske lovgivning, MiFID-direktivene og ESMA

EU vedtok en handlingsplan for det europeiske finansmarkedet i 1999, kalt «Financial Services Action Plan»<sup>26</sup> (FSAP). Herunder er direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, også kalt MiFID I, et sentralt direktiv ment å skape «et reelt indre marked for finansielle tjenester i EU/EØS»<sup>27</sup>. Direktivet ble i 2007 innlemmet i verdipapirhandelloven (vphl.) og børsloven som er opphevet og i stor grad inntatt i verdipapirhandellovgivningen, jf. vphl. § 22-2.

1. januar 2011 trådte «European System of Financial Supervision» i kraft og eksisterende overnasjonale tilsynsmyndigheter for bank-, forsikring-, og verdipapirmarkedet ble opprettet. Hensikten er å sørge for at det finansregulatoriske regelverket er tilstrekkelig implementert i

---

<sup>25</sup> ibid

<sup>26</sup> Sverre Tydshaug og Tore Mydske, «Gjennomføringen av MiFID I i norsk rett – oversikt og bakgrunn», *Tidsskrift for forretningsjuss*, 2008 s. 152-182, s. 153

<sup>27</sup> ibid

lys av målsettingene finansiell stabilitet, tillit og investorbeskyttelse.<sup>28</sup> «European Securities and Markets Authority» (ESMA) er overordnet nasjonale tilsynsmyndigheter ved verdipapirhandelsaktivitet innen EU- og EØS-området, men i praksis overlates oppgavene fastsatt i direktivet til nasjonale myndigheter, jf. artikkel 67 MiFID II. ESMA skal underrettes om identiteten til «vedkommende myndigheter» og delegering av deres oppgaver.

### 1.5.1 Innhold og formål

MiFID I og II er rammedirektiv og inneholder bestemmelser som «regulerer virksomheten til markedsplassene for omsetning av verdipapirer.», hovedsakelig børser, og mellomleddvirksomheten til verdipapirforetak i verdipapirmarkedet»<sup>29</sup>. MiFID II fastlegger standarder for hvilke aktiviteter som anses HFT og pålegger verdipapirforetak å opplyse tilsynsmyndigheter når de benytter seg av algoritmehandel, jf. MiFID II artikkel 17 (2). Videre pålegges de som handler med algoritmer å tilgjengeliggjøre ordre, inkludert kanselleringer, utførte ordre og noteringer på handelsplasser, for tilsynsmyndighetene, jf. artikkel 17 (2). Disse reguleringene kommer i tillegg til kravene som stilles verdipapirforetakets egne systemer og risikokontroller, jf. artikkel 17 (1)

Som følge av innføringen av MiFID II, ble MiFID I opphevet fra 3. januar 2017 og alle henvisninger til sistnevnte anses som henvisninger til MiFID II. Jf. direktivets artikkel 94.

Hovedformålene med MiFID II er «mer transparente og velfungerende markeder og økt investorbeskyttelse».<sup>30</sup> De viktigste nyvinningene i regelverket er blant annet «at plikten til å offentliggjøre informasjon om ordre og handler (pre- og post-trade transparens) utvides til å gjelde alle typer finansielle instrumenter.», plikt for «aksjer som er tatt opp til handel på handelsplass, handles på en handelsplass eller en systematisk internaliserer.», «ny regulering av algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel.» og styrket forbrukerbeskyttelse med «strengere krav til informasjon til kunden, regler for vederlag til/fra andre enn kunden og regler for produkthåndtering.» Nasjonale tilsynsmyndigheter gis «utvidede hjemler til å

---

<sup>28</sup> Fact Sheets, “European System of Financial Supervision (ESFS), European Parliament, <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/84/european-system-of-financial-supervision-esfs-> - (lest 31.mai 2021)

<sup>29</sup> Tyrhaug og Mydske, 2008, s. 153

<sup>30</sup> NOU 2017:1, s. 11

begrense eller forby salg og markedsføring av finansielle instrumenter og strukturerte innskudd.»<sup>31</sup>

### 1.5.2 Behov for harmonisert regelverk og målsetting om «single market»

MiFID sitt overordnede formål å skape et «single market» (indre marked) innen EU/EØS. Dette skal forbedre konkurranse for investeringstjenester med tilhørende aktivitet og sikre et harmonisert regelverk som beskytter investorer i finansielle instrumenter<sup>32</sup>. Videre er direktivet ment å «utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet»<sup>33</sup>.

Målet om å skape et felles verdipapirmarked innebærer krav om totalharmonisering og nødvendig detaljregulering. Dersom et verdipapirforetak i et EØS-land tillates å «drive virksomhet på bakgrunn av sitt hjemlands investorbeskyttelsesregler.», eksempelvis detaljreguleringer som går lenger enn direktivet<sup>34</sup>, brister formålet om et reelt indre marked da det opereres på ulike konkurransevilkår.

### 1.5.3 Hvorfor behøver man omfattende reguleringer på området?

I kjølvannet av finanskrisen i 2008-2009 oppsto det et tydelig behov for ytterligere regulering av verdipapirretten. Synspunktet støttes opp av fortalet til MiFID II, punkt 4, der fremheves finanskrisen som tydeliggjorde svakheter hos finansmarkedene og behovet for «å styrke rammen for reguleringen av markedene for finansielle instrumenter, herunder [...] for å øke gjennomsiktigheten, forbedre investorvernet, styrke tilliten, behandle uregulerte områder og sikre at tilsynsmyndighetene får tilstrekkelig myndighet til at de kan utføre sine oppgaver.»

Internasjonalisering og digitalisering har stor påvirkningskraft ved reguleringsendringer<sup>35</sup>, både i Norge og EU/EØS. I denne forbindelse utformet EU MiFID II og MiFIR som «erstatte MiFID I og er gjennomført i norsk rett i.» vphl.<sup>36</sup> og verdipapirforskriften. Se også direktivets artikkel 94.

Videre avdekket finanskrisen behov for å regulere foretaksstyringen til finansinstitusjoner som følge av manglende effektiv internkontroll. Ukritisk risikotaking og potensielle

---

<sup>31</sup> ibid

<sup>32</sup> ESMA, «MIFID II», ESMA

<https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir> (lest 04. mars)

<sup>33</sup> Myklebust, 2011, side 196

<sup>34</sup> Tyrhaug og Mydske, 2008, s. 155

<sup>35</sup> NOU 2018:5 «Kapital i omstillingens tid Næringslivets tilgang til kapital», s. 21

<sup>36</sup> <https://www.finanstilsynet.no/tema/mifid-ii--mifir/>

konkurser bringer med seg systemproblemer både internt i EU og globalt. Et av områdene MiFID II søker å forbedre er foretaksstyringen og tar «høyde for potensielle skadevirkninger» gjennom «mer detaljerte prinsipper og minstestandarder». Jf. fortalen til MiFID II punkt 5. Samtidig tar direktivet også hensyn til arten, «omfanget av og kompleksiteten til verdipapirforetak.».

#### 1.5.4 Lamfalussy-prosessen

Frem til 2000-tallet var vedtakelsen av nytt regelverk på verdipapirirområdet tidkrevende siden alle endringer måtte via Europaparlamentet og EU Rådet, uavhengig av detaljeringsgrad.<sup>37</sup> En arbeidsgruppe med Alexandre Lamfalussy i spissen, foreslo en regelverksprosess med «en struktur basert på fire ulike «nivåer»». Nivå 1 er øverst og består av rammedirektiv som «fastlegger hovedregler og prinsipper» som vedtas av Europaparlamentet og Rådet.<sup>38</sup> Eksempelvis MiFID og MAD. Mer detaljerte regler fastsettes «i EU-kommisjonen gjennom kommisjonsdirektiver- og forordninger» på nivå 2. Eksempelvis MiFIR og MAR. Nivå 3 inneholder «guidelines» eller «anbefalinger/retningslinjer» som utarbeides av ESMA. Disse består av tolkninger og presiseringer av felles regelverk, men er ikke juridisk bindende for norske myndigheter<sup>39</sup>. Signalene for markedsmisbruk i oppgavens punkt 4.5.4 er et eksempel på retningslinjer som er ment å forenkle implementering og harmonisering. Nederst er nivå 4 som regulerer «EU-kommisjonens og EFTAs overvåkningsorgan kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket.»

## 1.6 Metodiske utfordringer i verdipapirretten

Verdipapirretten er dynamisk og med stadig behov for endring. Ettersom EU-direktivene og forordningene er innført gjennom henholdsvis transformasjon og inkorporasjon i norsk rett er rettskildebildet fragmentert, omfattende og teknisk å navigere seg i. Direktivreglene er gjennomført i vphl., vphl. henviser til forordninger, eksempelvis MAR, og andre oversatte EU-rettskilder fra noen få til over 60 sider. EU-rettsaktene inkluderer «preamble» eller

---

<sup>37</sup> NOU 2017:1, s. 13

<sup>38</sup> *ibid*

<sup>39</sup> *Ibid*, s. 16

fortale, som kan sammenlignes med norske lovforarbeider. Normalt er forordninger gjennomført ved forskrift, men MAR er et unntak her.

Norske lover og forskrifter er gjeldende i Kongeriket Norge, men der regelverket er utslag av EU-rett og EØS-rettsakter vil disse være sentrale tolkningsbidrag ved anvendelse av de norske reglene.<sup>40</sup> Videre antas det, uten andre holdepunkter, «at lovgiver har ønsket å oppfylle våre folkerettslige forpliktelser overfor EU, herunder at norsk rett skal samsvare med EU-retten slik EU-domstolen tolker den.»<sup>41</sup> De norske implementeringsaktene inneholder oversettelser som kan føre til at språklige nyanser ikke kommer frem og bør tolkes med henblikk til de offisielle versjonene. Enn så lenge er de norske oversettelsene uoffisielle og skal dermed tolkes etter EUs offisielle språk.

Verdipapirlovutvalget har i flere forarbeider redegjort for videreføringer, opphevinger og nye tilskudd de mener bør foretas på bakgrunn av EU-retten. Disse har vært toneangivende for min navigering i rettskildene og refereres til fortløpende. På toppen av dette er praksis fra Høyesterett samt EU- og EFTA-domstolen relevant.

For å gi leseren en introduksjon i verdipapirretten har jeg utover hensynene valgt å redegjøre kort for hvordan handel i verdipapirer og kontrollen av verdipapirmarkedet foregår i punkt 2.4.

## 2. Verdipapirrettens hensyn og målsettinger

Reguleringen av det finansielle systemet, herunder verdipapirrett, kan ifølge Myklebust, «oppsummeres i to overordnede [målsettinger]: *finansiell stabilitet og effektive og velfungerende markeder.*»

---

<sup>40</sup> Bergo, 2014, s. 18

<sup>41</sup> *ibid*



## 2.1 Finansiell stabilitet

Norges Bank har definert finansiell stabilitet på følgende måte: «Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en effektiv måte.»<sup>42</sup>Målsettingen tar for seg hele finansnæringen ved et makro- og samfunnsøkonomisk perspektiv Videre vil begrepet være situasjonsbestemt og dermed endre seg over tid.<sup>43</sup>Begrepet tilsier ikke at «systemet skal være stabilt til enhver tid, men at systemet som helhet må være rimelig stabilt og robust overfor økonomiske forstyrrelser». Målsettingen er tett knyttet til den vedvarende risikoen for systemkriser som forplanter seg videre i finansmarkedene og skadevirkningene samfunnet potensielt påføres<sup>44</sup>. En finanskriser skaper en dominoeffekt for realøkonomien der tilliten til markedene svekkes og deltakerne heller sikrer egne midler enn å utsette de for risiko. Som følge svekkes kreditt- og likviditetstilgangen og virksomhetens drift rammes.

## 2.2 Tillit samt effektive og velfungerende markeder

For at finansmarkedene skal fungere optimalt er tillit et nøkkelbegrep. I formålsparagrafen til den opphevede børsloven fra 2007 § 1 var «tillitvekkende markeder» inkludert, selv om den ikke er videreført ordrett må formålet fortsatt anses avgjørende. Finansmarkedenes samfunnsmessige nytte kan bare finne sted om deltakerne, personer og foretak, benytter seg av markedene og institusjonene.<sup>45</sup>Forutsetningen for dette er tillit til at deres handlinger utføres som forventet og at «andre ikke beriker seg på deres bekostning».

Effektive og velfungerende markeder handler om den siden av verdipapirmarkedet som «legger til rette for handel med ulike former for finansielle instrumenter, dvs. utstedere, investorer, mellommenn, markedsplasser og oppgjørssystemene.»<sup>46</sup>Det er dette formålsparagrafen i vphl. § 1-1 sikter til ved «å legge til rette for sikker ordnet og effektiv

---

<sup>42</sup>Norges Bank, «Finansiell Stabilitet», Norges Bank, Årsrapport 2020, s. 2  
[https://www.norges-bank.no/contentassets/b3eb84932f954041899b357b19a5259c/fs\\_finansiell\\_stabilitet\\_2020.pdf?v=11/10/2020125951&ft=.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/b3eb84932f954041899b357b19a5259c/fs_finansiell_stabilitet_2020.pdf?v=11/10/2020125951&ft=.pdf) (lest 24. mars 2021)

<sup>43</sup>Norges Bank, «Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet», Norges Bank skriftserie, nr. 34, Oslo 2004, s. 24  
[https://www.norges-bank.no/contentassets/b27a759dbc7344e1ab0f5c1054ec57e0/hele\\_heftet\\_34.pdf?v=03/09/2017122257&ft=.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/b27a759dbc7344e1ab0f5c1054ec57e0/hele_heftet_34.pdf?v=03/09/2017122257&ft=.pdf) (lest 24.mars 2021)

<sup>44</sup> Myklebust, 2011, s. 47

<sup>45</sup> Myklebust, 2011, s. 45

<sup>46</sup> Ibid, s. 55

handel i finansielle instrumenter». Videre er Finanstilsynets overordnede mål «for reguleringen av og tilsyn med verdipapirmarkedet å bidra til pålitelig informasjon og en trygg, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter, slik at verdipapirmarkedet kan fungere som kapitalkilde for næringslivet og som grunnlag for investeringsvirksomhet og sparing.»<sup>47</sup> Oppnåelse av denne målsettingen bidrar til finansiell stabilitet som viser samspillet mellom hensynene og hvordan de utfyller hverandre.

### 2.3 Konkurransesyn og investorbeskyttelse

Konkurransesynet ivaretas gjennom effektiv konkurranse som igjen er en forutsetning for effektiv ressursutnyttelse i [verdipapirretten].<sup>48</sup> Sunn konkurranse gir forbrukere best mulig pris og vilkår, men for sterk konkurranse kan gi negative virkninger i form av overdreven risikotaking, kan påvirke den finansielle stabiliteten. Dessuten har finansmarkeder særtrekk ved tilgang til og skeivfordeling av informasjon samt monopolsituasjoner på systemer og løsninger som påvirker konkurransesituasjonen. Egnede konkurranseforhold etterstrebes i lovgivningen og blant tilsynsmyndigheter ved Finanstilsynet i samarbeid med Konkurransetilsynet<sup>49</sup>. En forutsetning for effektiv konkurranse er samspill mellom effektive og velfungerende markeder samt tillit til at disse fungerer etter sin hensikt.

Investorbeskyttelse er et selvstendig hensyn inntatt i formålsparagrafen § 1-1, «å sikre investorbeskyttelse», ved gjennomføringen av MiFID II der et «høyt vernnivå for investorer» er sentralt, se fortalen avsnitt 3. Ved å beskytte deltakerne oppnår man økt tillit til det finansielle systemet ved at flere er villige til å delta. Videre sørger den økte tilliten for å redusere faren for finansiell ustabilitet da faren for «panikkreaksjoner, kundeflukt og liknende» synker. Myklebust sier videre at «beskyttelse av [deltakerne] også støtter opp om de andre formålene».<sup>50</sup> Ved styrket tillit øker markedsdeltakelsen og reduserer finansiell ustabilitet.

På tross av oppfyllelsen av de overordnede målsettingene kan de kolliderer og ha utilsiktede konsekvenser. Eksempelvis nevner Myklebust at reguleringer «medfører kostnader» og konsekvenser «som atferdsrisiko og insentivproblemer.»<sup>51</sup> I forlengelsen av

---

<sup>47</sup> Finanstilsynet, «Årsmelding 2019», Finanstilsynet, s. 52  
<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/324174b9375c464f89a6ac15d94b50b7/finanstilsynets-armelding-2019.pdf>

<sup>48</sup> Myklebust, T. 2011, s. 45

<sup>49</sup> ibid

<sup>50</sup> ibid

<sup>51</sup> Ibid, s. 57

reguleringsproblematikken kommer aktører til å forsøke å skape nye produkter med sikte på omgåelse av regelverket, eksempelvis ved å flytte virksomheten over til uregulerte områder. Denne problematikken må lovgiver og tilsynsmyndigheter imøtekomme ved å avveie relevante hensyn ved utforming og håndhevelse av regelverket<sup>52</sup>.

## 2.4 Hvordan fungerer handel på verdipapirmarkedet

Handel og utstedelse av verdipapirer skjer gjennom verdipapirforetak som kan foreta følgende handlinger: «mottak og formidling av ordre, samt utførelse av ordre om kjøp eller salg av finansielle instrumenter mot markedsplass eller annet verdipapirforetak, samt prisstilling og annen egenhandel i finansielle instrumenter<sup>53</sup>.» Verdipapirforetak trenger tillatelse fra finanstilsynet, konsesjon, for å drive sin virksomhet, jf. vphl. § 9-1 (1) og (2). Av tillatelsen fremgår det hvilke «investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretaket kan yte, jf. første ledd. Foretakene fungerer som meglere, mellommenn for aktørene i handel med verdipapirer, såfremt de ikke handler selv. «Ved utgangen av 2020 var det 97 verdipapirforetak i Norge»<sup>54</sup>.

Meglernes virksomhet består ikke utelukkende i å knytte kjøps- og salgssiden på markedet sammen, da de også bistår selskaper ved notering (opptak til handel) på egenkapitalmarkedene Oslo børs, Euronext Expand og Euronext Growth.

Virksomheten til verdipapirforetakene foregår som regel på en børs eller annet regulert marked der verdipapirene er tatt opp til handel<sup>55</sup>. På den annen side kan et foretak drive med systematisk internalisering, jf. vphl. § 2-7 (10), og på den måten drive egenhandel utenfor regulerte markedsplasser. Etter § 9-2 er verdipapirforetak pliktig å opplyse om «oppør eller oppstart» av slik egenhandel. I tillegg kommer OTC-handel (gråmarkedet)<sup>56</sup> der foretakene, på vegne av kunder, handler utenfor regulerte markeder, eksempelvis der kunden ønsker å opptre anonymt eller holde handelen unna offentligheten.

---

<sup>52</sup> ibid

<sup>53</sup> Finans Norge, Verdipapirhandel gjennom verdipapirforetak (fondsmegling)» <https://www.finansnorge.no/arkiv/til-sletting---verdipapirer-/Fondsmegling/> (lest 16.mars 2021)

<sup>54</sup> Finanstilsynet, «Verdipapirområdet: Verdipapirforetak», Finanstilsynet, 17. februar 2021 <https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/arsrapport/arsrapport-2020/rapporter-tilsynsomradene-2020/verdipapirområdet/verdipapirforetak/#> (lest 26. mars 2021)

<sup>55</sup> Myklebust, 2011, s. 28

<sup>56</sup> <https://www.finansnorge.no/arkiv/til-sletting---verdipapirer-/Fondsmegling/>

#### 2.4.1 Kontroll, overvåkning og tilsyn av det norske verdipapirmarkedet

Etter et verdipapir er tatt opp til handel på et regulert marked har loven regler og mekanismer for å kontrollere omsetning og føre tilsyn med verdipapirhandel. Det offentlige har et særlig ansvar her gjennom Finansdepartementet, Finanstilsynet og Norges Bank som jobber for felles målsetninger: «velfungerende og effektive finansmarkeder, finansiell stabilitet og solide og tillitvekkende institusjoner».<sup>57</sup>

Norsk verdipapirrett og finansmarkedene kjennetegnes ved at markeder og institusjoner er underlagt tilsyn fra Finanstilsynet<sup>58</sup>. Finanstilsynet er etter § vphl. § 19-1 ansvarlig for tilsyn med «virksomheten til verdipapirforetak, handelsplasser, markedsoperatører, datarapporteringsforetak og sentrale motparter» i tillegg til «overholdelsen av bestemmelsene gitt i eller i medhold av» verdipapirhandelloven. Finanstilsynet er et forvaltningsorgan og tilsynskompetansen er regulert av finanstilsynsloven. I praksis foretar Finanstilsynet stedlige inspeksjoner og gjennomgår dokumentasjon som aktørene sender inn i tillegg til samarbeid med andre tilsynsmyndigheter som Oslo Børs, konkurransetilsynet, datatilsynet, Statistisk sentralbyrå og Nasjonal sikkerhetsmyndighet<sup>59</sup>. Blant arbeidsoppgavene er også vurderinger og analyser i forbindelse med «å avdekke mulige stabilitetsproblemer i norsk finansnæring.»<sup>60</sup>

Finansdepartementet er overordnet Finanstilsynet og en av deres viktigste roller er å vedlikeholde finansmarkedenes dynamiske regelverk i tråd med EØS-avtalen. Departementet delegerer flere oppgaver til Finanstilsynet, men benytter sin vedtakskompetanse i ulike saker, eksempelvis «søknad om kompensasjon til opprettelse av bank». Som overordnet myndighet fungerer de som klageinstans for vedtak fattet av Finanstilsynet. I tillegg har de ansvar for beredskap ved en finansiell krise og koordinerer da sammen med Finanstilsynet og Norges Bank<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> Myklebust, 2011, s. 70

<sup>58</sup> *ibid*, s. 64

<sup>59</sup> *ibid*, s. 71-72

<sup>60</sup> *ibid*

<sup>61</sup> *ibid*, s.70-71

## 3 Algoritmehandel, regulering og strategier

### 3.1 Hva er algoritmehandel og «high-frequency trading»?

Store deler av handelen på verdipapirmarkedet er blitt automatisert, blant annet ved datamaskiner som forhåndsprogrammeres til å foreta beslutninger og utføre handelsordre<sup>62</sup>. Disse tar utgangspunkt i tilgjengelig informasjon som innhentes ved analyser og statistikk før det tas avgjørelser på bakgrunn av det. Dette anses som algoritmehandel og kalles også trading-algoritmer. Vphl. § 9-22 definerer det som «handel med finansielle instrumenter der en dataalgoritme automatisk, med begrenset eller ingen menneskelig medvirkning, bestemmer individuelle parametere for en ordre, herunder om ordren skal legges inn, tidspunktet, prisen eller størrelsen på ordren, eller hvordan ordren skal håndteres etter at den er lagt inn.»

High-frequency trading, høyfrekvent algoritmehandel på norsk, heretter HFT, kjennetegnes ved handelssystemer som foretar «analyser av data og signaler fra markedet i høy hastighet og sender store antall ordre innenfor veldig korte tidsrom basert på disse analysene».<sup>63</sup> En mer inngående teknisk beskrivelse følger av fortalen til MiFID II punkt 61. Hensikten ved å legge inn store mengder ordre er at det forsøkes å oppnå en lav gevinst per handel og da vil vil mange slike handler skape en høy gevinst totalt sett.

Bruken av algoritmehandel, herunder HFT, har tiltrådt og bidratt til å automatisere handelsteknologien til finansielle instrumenter og dermed overtatt oppgavene til den tradisjonelle aksjemegleren som i økende grad gjøres overflødig. En positiv effekt av dette er at sjansene for menneskelige feil nærmest forsvinner fordi det eneste vi kan påvirke er innstillingene og programmeringen til algoritmen. Etersom bruken av algoritmehandel øker, forsvinner behovet for menneskelig interaksjon i markedene da algoritmer utfører ordrer i umenneskelige tidsperspektiv.

### 3.2 Regulering og HFT i praksis

Verdipapirforetak som har algoritmehandel og HFT som en del av sin virksomhet pålegges omfattende plikter og rutiner i det henseende. Disse er nærmere bestemt i § 9-23 og omfatter systemkrav og risikokontroller i første ledd, «effektive beredskapsplaner og -systemer» i

---

<sup>62</sup>NOU 2018:5, s. 42

<sup>63</sup> NOU 2017:1, s.102

andre ledd, notifikasjonsplikt til Finanstilsynet og omfattende dokumentasjonsplikt. Disse kravene gjennomfører MiFID II artikkel 17 nr. 1-4

Forbudet mot markedsmanipulasjon ved algoritmehandel reguleres av MAR artikkel 12 (2) c), jf. artikkel 15. Her reguleres kun forbudet mot den uønskede atferden i forbindelse med algoritmehandel og HFT. Den lovlige bruken av fenomenet reguleres nærmere av MiFID II. Reguleringen av den lovlige siden redegjøres for i det følgende, før forbudet drøftes nærmere i relasjon til markedsmanipulasjon i oppgavens kapittel 4.

I forlengelsen av denne utviklingen bemerker Verdipapirlovutvalget at teknologien «benyttes i stor grad av markedsaktørene, og risikoen ved bruk av slik teknologi bør reguleres» med henvisning til punkt 59 i fortalen til MiFID II.<sup>64</sup>

For å illustrere behovet for regulering: i 2012 gjorde en amerikansk ekspert på aksjeroboter, Eric Hunsader, en analyse av ordrer og handler ved Oslo børs i november året før<sup>65</sup>. Blant annet viste analysen at nærmere «én av tre ordrer på Oslo børs ble slettet i løpet av 16 millisekunder (16 tusendelers sekund) – eller enda raskere. I november 2011 utgjorde dette mer enn 11 millioner ordrer. Innen ett sekund var 56 prosent av ordrene forsvunnet.»<sup>66</sup> Av totalt 40 millioner ordre i november 2011 var altså over en fjerdedel gjennomført i robottempo. Kun en av 20 ordrer endte med handel.

### 3.2.1 Kjennetegn ved HFT

HFT kjennetegnes ved tre kumulative vilkår etter definisjonen i vphl. § 9-22 (2). Bestemmelsen gjennomfører samme definisjon i MiFID II artikkel 4 (1) (40) uten nevneverdige forskjeller.

1) «infrastruktur som skal redusere latenstiden, herunder minst ett av følgende systemer for algoritmebasert registrering av ordrer: samlokalisering, nærhetsbaserte vertstjenester eller direkte elektronisk høyhastighetstilgang».

Latenstiden er tiden det tar fra et signal med en ordre sendes fra en datamaskin til det mottas på markedet. Denne forsøkes minimert og loven oppstiller tre alternative vilkår.

Samlokalisering av servere, nærhetsbaserte vertstjenester eller direkte elektronisk tilgang

---

<sup>64</sup> NOU 2018:5 s. 101

<sup>65</sup> Nilsen, Sverre Rørvik, «Slik herjer robotene på børs», E24, 7. februar 2012, <https://e24.no/boers-og-finans/i/J1d5b6/slik-herjer-robotene-paa-oslo-boers> (lest 11. mars 2021)

<sup>66</sup> ibid

(DEA) til handelsplassen. Førstnevnte innebærer at både medlemmenes og handelssystemets servere plasseres samme sted<sup>67</sup>.

Videre er det avgjørende for HFT-strategier at latenstiden er lavest mulig ettersom forspranget og suksessen ligger i hastigheten ordrene gjennomføres på. De raskeste ordrene tar ned mot 85 nanosekunder, men børser har en ordrebehandlingstid som er tregere enn HFT-ordre<sup>68</sup>. I forlengelsen av dette er kommersielle aktører foran børsene hva gjelder teknologiske fremskritt siden de fornyer seg raskere for å oppnå konkurransefortrinn. I 2015 foretok Hunsader en analyse av tiden det tar å motta kursinformasjon fra Nasdaq børsen i USA. Han oppdaget at foretak som benytter seg av HFT fikk et forsprang på 500 mikrosekund (0.0005 sekunder) i motsetning til foretak som ikke brukte en direkte forbindelse (DEA) fra børsen for kursinformasjon.<sup>69</sup> Dette høres lite ut, men om man mottar kursinformasjon 500 mikrosekunder før alle andre, har algoritmen 500.000 nanosekunder på å utføre ordre som kan ta ned mot 85 nanosekunder. Det skaper en betydelig konkurransefordel, noe som er hensikten med å ta i bruk slik teknologi. Som også viser behovet for regulering.

2) «at systemet uten menneskelig medvirkning (...) tar beslutninger om ordren skal legges inn, (...) utførelse av ordren, og».

En forutsetning for HFT er at aspekter ved ordren som iverksetting, utførelse, kansellering og splitting utelukkende håndteres av handelsalgoritmer gjennom datamaskiner. Ettersom definisjonen av HFT medfører krav og plikter hos de aktuelle verdipapirforetakene er det viktig at den betinges av klare vilkår. Dessuten vil menneskelig medvirkning raskt medføre at man faller utenom definisjonen av HFT på flere punkter da prosessen ikke lenger samsvarer med lovens definisjon eller hensikten i praksis.

3) «store mengder ordre, kvoteringer eller kanselleringer den enkelte handelsdag.»

Det siste vilkåret peker på en viss mengde ordre innenfor en handelsdag uten å spesifisere grensen nærmere. I tråd med loven for øvrig antas det at vilkåret må ses i lys av det konkrete

---

<sup>67</sup> NOU 2017:1, s. 53

<sup>68</sup> Carlos Jorge Lenczewski Martins, «Regulations and technology behind HFT latency, batch auctions and payments for order flow in the US and EU», *e-Finanse: Financial Internet Quarterly* 2018, vol. 14 nr. 2 34-46, s. 37

<sup>69</sup> McKenna, Francine, «Here's the advantage high-frequency trading firms have over everyone else», *MarketWatch*, 15. August 2015, <https://www.marketwatch.com/story/heres-the-advantage-high-frequency-trading-firms-have-over-everyone-else-2015-08-13> (lest 28. april 2021)

markedet, det enkelte instrumentet og dets normale omsetningsnivå. Dermed anses det som en relativ størrelse. Likevel må det gjelde «store mengder». Den tidligere verdipapirforskriften § 3-2 inneholdt momenter ved ordre eller transaksjoner som kunne indikere markedsmanipulasjon etter tidligere vphl. § 3-8. Et slikt moment var om ordrene «utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet i [aksjen] på det aktuelle regulerte markedet». I vphl. § 13-3 menes betydelig eierdel minst 10 prosent av aksjekapitalen og det sentrale er utøvelsen av betydelig innflytelse over forvaltningen. Det er ikke direkte overførbart til «store mengder» på en handelsdag, men «betydelig andel» og «store mengder» antas å være størrelser som ikke skiller stort. Et anslag rundt 10 prosent er rimelig, men kan også omfatte mindre og større mengder avhengig av det underliggende.

Vilkårene er noe overskridende, men kjerneområdet er algoritmesystemer uten menneskelig medvirkning som utfører større mengder ordrehandlinger. Det avgrenses mot systemer som ikke fastsetter handelsparametere, for ordrebekreftelse eller behandling av gjennomførte transaksjoner, jf. § 9-22 (1).

### 3.2.2 Direkte elektronisk tilgang

DEA er en ordning «der et medlem på en handelsplass gir sin kunde tillatelse til å bruke medlemmets medlemsidentitet slik at ordre kan sendes direkte fra kunden til handelsplassen.»<sup>70</sup> Man hopper i praksis over mellomleddet som er verdipapirforetaket ved å benytte seg av deres direkte oppkobling til handelsplassen og oppnår en konkurransefordel ved å optimalisere latenstiden. Etersom en slik fordel kan utnyttes er det nærmere regulert i § 9-24 hvordan verdipapirforetak «skal ha effektive systemer og kontroller som sikrer» at ordningen ikke utnyttes og at det opereres innenfor bestemte rammer, jf. første ledd. Andre ledd plikter foretakene å forholde seg til handelsplassens regler og verdipapirhandellovgivning. Tredje og fjerde ledd medfører henholdsvis notifikasjonsplikt til Finanstilsynet og tilsynsmyndigheten for den aktuelle handelsplassen, og dokumentasjonskrav til systemene og kontrollene slik «at Finanstilsynet kan kontrollere om kravene i loven er oppfylt». Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 17 nr. 5.

HFT er i seg selv lovlig et lovlig verktøy å benytte ved handel av finansielle instrumenter, men det muliggjør bruken av ulike strategier som kan bryte med forbudet mot markedsmanipulasjon. Dette er en av hovedgrunnene til at vphl. har et omfattende regelverk knyttet til verdipapirforetaks bruk av HFT hva gjelder konsesjonsplikt, meldingsplikt,

---

<sup>70</sup> Ibid s. 103



opplysningsplikt, DEA, robuste handelssystemer, kontrollmekanismer, i tillegg til virksomhets- og systemkrav for å nevne noe av det som fremgår av § 9-22 til § 9-24. Og som langt på vei gjennomfører artikkel 17 i MiFID II. Nærmere om de aktuelle strategier utredes under.

### 3.3 HFT-strategier

I fortalen til MiFID II punkt 61 omtales HFT som «rather than being a strategy in itself is usually the use of sophisticated technology to implement more traditional trading strategies such as market making or arbitrage.» Det er mer hensiktsmessig å betegne det som en samlebetegnelse av en nærmere definert underkategori av algoritmehandel. Aktuelle og mer tradisjonelle strategier, lovlige samt ulovlige, som kan benyttes ved bruk av HFT er blant annet:

Markedsarbitrasje innebærer utnyttelse av prisforskjellen mellom aksjer på ulike markeder.<sup>71</sup> Konsekvensen av dette er ifølge økonomisk teori at forskjellene utlignes og fenomenet er i nyere tid lite utbredt. Likevel finnes det eksempler på like aksjer som handles til ulike priser på forskjellige børser, selv om forskjellen er relativt liten og ofte preget av valutakurser<sup>72</sup>. Equinor-aksjen på henholdsvis Oslo børs og Nasdaq i USA trekkes frem og det å benytte seg av en slik mulighet er lovlig.

Spoofing og layering er sammenfallende strategier der en aktør forsøker å gi et falskt inntrykk av verdier tilknyttet en aksje, enten i form av kurs, tilbud, etterspørsel eller handelsvolum. Deretter utfører samme aktør en transaksjon på motsatt side av markedet. Ved førstnevnte strategi legger aktørem inn en eller flere ordrer som blir høyeste bud eller skaper en likviditetsøkning i forbindelse med høyeste bud<sup>73</sup>. Dette kaller jeg for den ikke-reelle ordren. Så kanselleres ordren før gjennomføring og aktørem foretar en reell transaksjon på motsatt side før eller rett i etterkant av kanselleringen av den første, ikke-reelle ordren.

---

<sup>71</sup> Sirnes, Espen, «arbitrasje» i Store norske leksikon, sist oppdatert 9. september 2019, <https://snl.no/arbitrasje> (lest 6. mai 2021)

<sup>72</sup> Nymoen, Henrik, «Norsk aksje til værs i USA», *Finansavisen*, 14. april 2021, <https://finansavisen.no/nyheter/bors/2021/04/14/7656500/norsk-aksje-til-vaers-i-usa> (lest 14. mai 2021)

<sup>73</sup> Durdic, Stefano, «Don't Confuse Spoofing, Layering and HFT», Transaction Network Services, 16. April 2019, <https://tnsi.com/blogpost/dont-confuse-spoofing-layering-and-hft/> (lest 14. mai 2021)

Layering anses en underkategori av spoofing der en aktør legger inn flere ordre på ulike kursintervall som er egnet til å flytte midpunktet til spreaden, forskjellen mellom kjøps og salgskurs, vekk fra de ikke-reelle ordrene. Deretter gjør aktøren en handel på motsatt side av markedet.<sup>74</sup> Felles for disse to typene er at ved utførelsen av den reelle ordren så oppnår aktøren en bedre pris enn vedkommende ville om han ikke hadde utført de ikke-reelle ordrene. Dermed er disse strategiene typiske tilfeller av markedsmanipulasjon.

Quote stuffing refererer til en praksis der aktører legger inn store mengder ordre og umiddelbart kansellerer disse for å påvirke kursen. Hensikten er å fylle opp ordreboken slik at spreaden påvirkes og deltakere lures av ordre som ikke lenger finnes. I tillegg er dette egnet å skape forsinkelser i systemene og andre problemer på børsen eller markedet<sup>75</sup>.

Wash trading innebærer at noen kjøper en aksje og samarbeider med en annen, som kjøper den tilbake. En trader kan også selge og kjøpe tilbake samme aksje på egenhånd. I begge tilfeller selges aksjen for å gi misvisende informasjon til markedet<sup>76</sup>.

Flere strategier nevnes i vedlegg II i «Delegert kommisjonsforordning (EU) 2016/522 av 17. desember 2015 om utfylling av europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014.». Her er «Indikatorer på manipulerende atferd» og spesifiserer nærmere indikatorene nedfelt i MAR og dets vedlegg I. Disse viderefører nivå 3 retningslinjene i CESR/04-505b i tilknytning MAD, se punkt 4.5.2.

---

<sup>74</sup> ibid

<sup>75</sup> Corporate Finance Institute, «What is Quote Stuffing?», Corporate Finance Institute <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/quote-stuffing/> (lest 19. mai 2021)

<sup>76</sup> Chen, James, «Wash trading», Investopedia, 6. april 2021, <https://www.investopedia.com/terms/w/washtrading.asp> (lest 26. mai 2021)

## 4. Markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis

### 4.1 Definisjoner

I NOU 1996:2 Verdipapirhandel, side 84 er en mulig definisjon av markedsmanipulasjon «enhver aktivitet rettet mot et verdipapirmarked for å kunstig påvirke prisen på verdipapirene.» Manipulering av finansielle instrumenter gjennom atferd som gir et feilaktig bilde av dets handelsparametere, er betegnelsens kjerneområde.

«Akseptert markedspraksis» er i markedsmisbruksforordningen definert som «en bestemt markedspraksis som er akseptert av vedkommende myndighet i samsvar med artikkel 13.». Det foreligger tilsynsmyndigheten i medlemsstater å avgjøre om en viss adferd eller praksis ikke er i strid med manipulasjonsforbudet i artikkel 15, se artikkel 13. Akseptert markedspraksis har paralleller til rettsstridsreservasjonen i norsk rett, se punkt 4.8.2. Det er nærmere definert hva som hensyntas ved vurderingen om noe er «akseptert markedspraksis» i MAR artikkel 13, se kapittel 4.9.

Med «vedkommende myndighet» menes «myndigheten som er utpekt av hver medlemsstat i samsvar med artikkel 67.», se MiFID II artikkel 4 (26). MiFID II artikkel 67 pålegger medlemsstatene å utpeke tilsynsmyndighet «som skal utføre (...) oppgavene som er fastsatt i de ulike bestemmelsene i [MiFIR] og [MiFID II].». Artikkel 67 er gjennomført i norsk rett i vphl. § 19-1 og utpeker Finanstilsynet som «vedkommende myndighet». Se også vphl. § 3-1 (3)

### 4.2 Bakgrunnen for forbudet mot markedsmanipulasjon

#### 4.2.1 Bærende hensyn

Markedsmanipulasjon er et fenomen som undergraver de overordnede målsettingene til finansmarkedene som ble skissert i delkapitlene 2.1-2.3.

Høyesterett har i Rt. 2009 s. 22 uttalt seg om bakgrunnen til hensynene som ligger til grunn for innsidehandel og kursmanipulering i MAD og som anses videreført i MAR, se blant annet fortalen til MAR punkt 2.

I dommens avsnitt 21 uttales det at forbudsbestemmelsene mot innsidehandel og kursmanipulering har «samme funksjon, nemlig å hindre undergraving av tilliten til handelen i verdipapirmarkedet, og dermed verne om verdipapirmarkedets funksjon som finansieringskilde for næringslivet».

Tillit til verdipapirmarkedene «er det bærende hensyn bak de eksisterende norske reglene om (...) markedsmanipulasjon (...) Det sentrale formålet med det nye markedsmisbruksdirektivet er også å legge til rette for øket tillit til de europeiske verdipapirmarkedene gjennom nye krav til sanksjonering av markedsmisbruk (...) i nasjonal rett.»<sup>77</sup> Innføringen av MAR opphever MAD som de nevnte forarbeider viser til, men mange bestemmelser videreføres og det legges til grunn at de samme formålene ønskes oppnådd. Dette kommer til syne i fortalen til MAR punkt 2 der «markedsintegritet» er en overordnet målsetting som forutsetter «[e]t integrert, effektivt og gjennomslutlig finansmarked». I samvirke med markedsintegritet er tillit også et sentralt hensyn for «[v]elfungerende verdipapirmarkeder».

Bakgrunnen for det tidligere selvstendige forbud i vphl. er behovet for tillit til «markedets integritet og virkemåte»<sup>78</sup>. Dersom markedsaktørene ikke har tro på at verdipapirmarkedet fungerer på en tilfredsstillende måte, fordi legitime markedsmekanismer forstyrres, vil de enten bytte marked eller «innberegne et høyere risikotillegg» som svekker aktørers kapitaltilgang<sup>79</sup>. En tilbakeholdenhet fra investorer vil i sin tur svekke målsettingen om effektive og velfungerende markeder.

Reguleringen av markedsmanipulasjon er prinsipiell ettersom det «er et onde i ethvert marked» og det foreligger bred enighet om at det ikke bør tillates<sup>80</sup>. Behovet utledes fra målsettingen om effektive markeder gjennom lik og optimal tilgang på informasjon. I følge Wasenden skal det «bidra til at markedet reflekterer den reelle tilbuds- og etterspørselsituasjon, ved å sikre at den informasjon som utspres i markedet, enten direkte som informasjon, eller indirekte gjennom handel som danner grunnlag for avledet informert handel, ikke er villedende.»<sup>81</sup> Forarbeidene nevner mer spesifikt en «forutsetning for et effektivt verdipapirmarked er at brukerne har tillitt til at handelen skjer til kurser som reflekterer de reelle markedskurser»<sup>82</sup>, altså at prisdannelsen i markedet ikke er basert på feil eller villedende informasjon.

I takt med at informasjonstilgangen i markedene og samfunnet ellers effektiviseres så vil flere potensielt sett kunne rammes av markedsmanipulasjon. Samtidig vil markeder der

---

<sup>77</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.), s. 9

<sup>78</sup> Ot.prp. nr.12(2004-2005), s. 55

<sup>79</sup> *ibid*

<sup>80</sup> Odd Harald B. Wasenden, *Energimarkedsrett: Om informasjonsplikt og markedsatferd i det finansielle kraftmarkedet*, Cappelen Akademisk Forlag, 2007 s. 406

<sup>81</sup> *Ibid*, s. 405

<sup>82</sup> NOU 1996:2, s. 54

informasjonstilgangen er stor og lett tilgjengelig som regel også ha høy likviditet. Dermed er det vanskeligere å foreta manipulerende handlinger som faktisk påvirker det aktuelle markedet, men handlinger med manipulerende hensikt rammes også selv om de ikke påvirker markedet. Markedsmakt er lettere oppnåelig i markeder med lav likviditet og følgelig manipulasjon. Likevel kan skadepotensialet ved manipulasjon antas å øke i takt med effektivisering av informasjonstilgangen<sup>83</sup>. Når det inntreffer vil det ramme en større krets, som igjen øker behovet for et forbud og behovet for tillit til markedenes funksjon.

Tilfeller av markedsmanipulasjon har ulik grad av forstyrrende effekt, avhengig av handlingens omfang og markedets størrelse, som uansett bidrar til å svekke tillit til markedet og dets funksjon. Økende reguleringer og sanksjoner er betryggende for deltakere og opprettholdelsen av målsettinger, likevel ser vi at dette er krevende lovgiveroppgave. Å utforme en regulering etter EUs målsetting om et felles indre marked med harmoniserte regler fordrer muligens en mer generell tilnærming. Likevel som vi ser i punkt 4.3 er lovbestemmelsen kasuistisk med betegnelser på mer konkrete typetilfeller.

#### 4.3 Gjeldende rett, forholdet mellom norsk rett og EU-rett

Forbudet mot markedsmanipulasjon i norsk rett følger av markedsmisbruksforordningen, MAR (nr. 596/2014), jf. vphl. § 3-1 (1) og (2). Artikkel 15 gjennomfører forbudet, men artikkel 12 gjengir hva som omfattes som markedsmanipulasjon. Forordningen medførte «en utvidelse av markedsmisbruksreglene i norsk rett»<sup>84</sup>, ved at MiFID II inkluderte utslippkvoter, men nevnes ikke ytterligere.

I det følgende vil den norske oversettelsen av MAR benyttes der oversettelsen ikke avviker fra originalversjonen på engelsk. Siden oversettelsen er en uoffisiell versjon anses den ikke som gjeldende rett, i motsetning til versjonene på de offisielle EU-språkene, herunder engelsk. Hovedgrunnen til at den norske oversettelsen benyttes er at en tilgjengelig norsk oversettelse er ønskelig for flere viktige aktører på verdipapirmarkedet, «blant annet av Finans Norge, Oslo Børs, Verdipapirforetakenes forbund og Verdipapirfondenes forening.»<sup>85</sup>

---

<sup>83</sup> Wasenden, 2007, s. 425

<sup>84</sup> Prop.96 LS, s. 45

<sup>85</sup> Ibid s. 15-16

MAR artikkel 15 lyder som følger:

«Markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon er forbudt».

Selve forbudsbestemmelsen er utformet generelt og kortfattet. Imidlertid er artikkel 12 av en kasuistisk tilnærming med typetilfeller der lovteksten omfatter en og en halv side med overordnede og nærmere bestemte typetilfeller av markedsmanipulasjon. De aktuelle typetilfellene drøftes nærmere i punkt 3.4.2. Artikkel 12 er ikke uttømmende, jf. (2) «Blant annet», derfor kan andre former manipulasjon rammes av forbudet selv om de ikke nevnes. På den måten tar det også høyde for at fremtidige handlinger rammes selv om de ikke eksplisitt er regulert. Her kan indikatorene i MAR vedlegg I brukes som retningslinjer ved vurderingen om en metode bør forbys.

Etter forordningens artikkel 37 oppheves markedsmissbruksdirektivet, MAD (direktiv 2003/6/EF) som vphl. kapittel 3 tidligere gjennomførte i de opphevede bestemmelsene § 3-8 til § 3-14. MAR viderefører disse i norsk rett gjennom EØS-prinsippet om direkte virkning, jf. EØS-loven artikkel 7 bokstav a. Som følge av oppdatert EU-lovgivning og særlig ny forordning, MAR, er forpliktelsene gjort «til del av avtalepartenes interne rettsorden», altså gjeldende norsk rett, og derfor er implementeringen av det eldre direktivet fjernet.

Forbudet i artikkel 15 tilsvarende tidligere vphl. § 3-8, men MAR utvides med algoritmehandel og HFT. Dessuten er beskrivelsen av markedsmanipulasjon og de ulike typetilfellene i artikkel 12 mer inngående enn tilsvarende eldre regulering i MAD. Selv om vphl. definerer og regulerer HFT og algoritmehandel i henholdsvis § 9-22 og § 9-23 så er disse reglene plikter som pålegges verdipapirforetak som benytter disse verktøyene. Siden MAR gjelder som norsk lov er de aktuelle reglene i vphl. inkorporert som følge av reglene i MiFID II. I den utstrekning HFT kan utgjøre markedsmanipulasjon så finnes ikke et selvstendig forbud i norsk rett, det er utelukkende regulert i MAR. I tillegg er det i MAR vedlegg I lagt til en «ikke-uttømmende liste over indikatorer», men som isolert sett ikke nødvendigvis anses som markedsmanipulasjon. Tidligere var disse implementert i verdipapirforskriften § 3-2, men er også opphevet som følge av vedtagelsen av MAR. Dessuten påvirker ikke disse indikatorene algoritmehandel etter artikkel 12 (2) bokstav c eller andre manipulasjonsmetoder i andre ledd, jf. MAR vedlegg I A.

#### 4.4 Bestemmelsens anvendelsesområde

I MAR artikkel 12 omfattes overordnede så vel som mer konkrete og overlappende typetilfeller av markedsmanipulasjon. Artikkel 12 kan deles opp i to grove hovedtypetilfeller, slik Bergo gjør med opphevede vphl. § 3-8, manipulerende transaksjoner, ordre og atferd samt «utbredelse av uriktige og villedende opplysninger i markedet»<sup>86</sup>. Forskjellen mellom transaksjoner og handelsordre er at førstnevnte er en utført erklæringer eller ordre, mens handelsordre omfatter ikke-utførte erklæringer om kjøp eller salg av et finansielt instrument. Kjøp- og salgsordre kan foretas lavere og høyere enn nåværende kurs ved en såkalt «limitordre»<sup>87</sup>. Videre omfattes reelle så vel som ikke-reelle (fiktive) ordre<sup>88</sup>. Ikke-reelle eller fiktive ordre anses her som ordre som ikke realiseres, altså er det ingen motpart til å oppfylle kjøps- eller salgsordren. I lys av målsettingene om markedsintegritet og særlig investortillit er det sentralt at markedsdeltakere opererer med et klart regelverk.

Bestemmelsen er handlingsorientert og knytter seg til atferd, plassering av ordre og transaksjoner som manipulerer kursen på et finansielt instrument. Likedan gjelder forbudet mot nevnte forsøk, jf. artikkel 15, på handlinger som sannsynligvis påvirker kursen. Den engelske originalversjonen av MAR bruker «gives or is likely to give» i artikkel 12, der «likely to give» indikerer et krav om sannsynlighetsovervekt i motsetning til den norske uoffisielle oversettelsen som stiller et lavere krav til sannsynlighet, jf. «egnet til». I forarbeidene prop.96 LS (2018-2019) uttaler departementet at det «[I] høringsmerkningen foreslås dette oversatt med «sannsynlig at», det gis uttrykk for at dette også indikerer en høyere terskel for at en handling er ulovlig enn «egnet» til.». Selv om den norske oversettelsen er uoffisiell er det bemerkelsesverdig at terskelen tilsynelatende er lavere enn i den engelske originalversjonen.

I artikkel 12 (1) sorteres typetilfellene på et mer overordnet plan, i motsetning til punkt 2 som kommer med nærmere angitte eksempler som også kan omfatte andre typer atferd som bestemmelsen ikke opplister, jf. (2) «blant annet». Videre utpensles de relevante typetilfellene.

---

<sup>86</sup> Bergo, K. 2014, s. 308

<sup>87</sup> Sirnes, Espen, «limitordre» i Store norske leksikon, 5. oktober 2017, <https://snl.no/limitordre> (lest 12. april 2021)

<sup>88</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005), s. 58

#### 4.4.1 Avgrensning av typetilfeller og tolkning av EU-rett

Oppgavens tar sikte på typetilfeller tilknyttet algoritmehandel. Manipulerende handlinger som utbredelse av villedende og feilaktige opplysninger eller utnyttelse av tilgang til medier, påvirker ikke algoritmehandel. Selv om slike opplysninger kan danne grunnlag for handel så faller det utenfor oppgavens fokus. Dessuten vil ikke metoder som omfatter annet enn finansielle instrument drøftes videre. Bestemmelsen nevner spotkontrakt, utslippskvoter, auksjonsprodukter basert på utslippskvoter, derivater og referanseverdier som faller utenfor denne fremstillingen.

EU-rett tolkes av The Court of Justice of the European Union (CJEU) og det følger av TEU artikkel 19 (3). CJEU benytter i hovedsak tre metoder for lovtolkning: bokstavelig tolkning, systematisk tolkning i forbindelse med historisk bakgrunn og plasseringen i traktatene og formålsrettet tolkning sett i lys av lovens målsetting og hensyn.<sup>89</sup>. Sistnevnte kan omtales som direktivkonform fortolkning.

#### 4.4.2 EFTA-domstolens rådgivende uttalelse i sak E-5/19 mot F og G,

Borgarting lagmannsrett kom med en anmodning til EFTA-domstolen i en straffesak 4. juli 2019. En slik anmodende tolkningsuttalelse/dom anses rådgivende og er ikke formelt bindende, jf. HR-2016-2254-P Holship-dommen. Dessuten innebærer det at «nasjonale domstoler i EFTA-statene må ta selvstendig stilling til hvordan EØS-retten skal forstås og anvendes, se avsnitt 76. I avsnitt 77 og 78 fremgår det at nasjonale domstoler må «legge stor vekt på hva EFTA-domstolen har uttalt om hvordan EØS-retten skal forstås» og det er utelukkende tolkning av EØS-retten domstolen uttaler seg om, ikke bevisbedømmelsen og i utgangspunktet ikke subsumsjonen.

Saken handlet om to tiltalte for markedsmanipulasjon og innsidehandel ved salg og kjøp av obligasjoner på Oslo børs. Saksforholdet er ikke videre relevant for denne fremstillingen, men uttalelsene gjelder EU- og EØS-retten generelt og det er disse som gir tolkningsverdi, også ved algoritmehandel. Selv om saken ble regulert av MAD så vil tolkningsbidragene også være relevante der disse er videreført. Saken vil bli vist til fortløpende.

I avsnitt 40 kommer EFTA-domstolen med en viktig bemerkning som sier «at forbudet mot markedsmanipulering ikke kan tolkes slik at det omfatter enhver handling som griper

---

<sup>89</sup> Lenaerts, Koen, «Interpretation and the Court of Justice: A basis for Comparative Reflection», CORE, [vitenskapelig artikkel], s. 1016, <https://core.ac.uk/download/pdf/216908204.pdf> (lest 30. mai 2021)



forstyrrende inn i markedsaktivitet. [...] Bare handlinger som faktisk medfører en trussel mot finansmarkedenes troverdighet og investorenes tillit til disse markeder, rammes av regelverket om markedsmanipulering.».

#### 4.4.3 Typetilfeller relevante for algoritmehandel

##### *Artikkel 12 (1)*

Artikkel 12 (1) bokstav a og b omhandler «[i]nngåelse av en transaksjon, plassering av en handelsordre» i tillegg til «enhver annen atferd» som er egnet til eller påvirker tilbudet, etterspørselen eller kursen til finansielle instrumenter. I bokstav a, i) er «falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen» i fokus. Punkt 1. a) ii) gjelder «sikrer eller er egnet til å sikre kursen (...) på et unormalt eller kunstig nivå». Kurspåvirkning «der det benyttes falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn» forbys i (1) bokstav b).

I første ledd er typetilfellene generelt utformet med objektive forhold som vilkår for gjerningsbeskrivelsen. Likevel nevnes det at bokstav c) vektlegger subjektive forhold og krever minimum uaktsomhet ved «utbredelse av opplysninger gjennom mediene». Oppfyllelsen av første ledd bokstav a) eller b) er en forutsetning for markedsmanipulasjon ved algoritmehandel, disse vilkårene er nærmere omtalt i punkt 4.5.

##### *4.4.2.2*

Artikkel 12 (2) a-d) forbyr handlinger som:

a) sikrer noen «en dominerende stilling over» tilbudet og etterspørselen knyttet til et finansielt instrument og enten er egnet til eller har «den virkningen at kjøps- eller salgskurser fastsettes» eller medfører «andre urimelige handelsvilkår».

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

Artikkel 12 (2) bokstav a er ment å hindre at noen får for stor innflytelse over et finansielt instrument. Den er ment å sikre minoritetsaksjonærers interesser og oppnå målsettingen om investorbeskyttelse og nevnes kort da det kan forekomme tilfeller ved HFT som aktualiserer den. Ved algoritmehandel vil det normalt være mange små ordre som gjennomføres og hensikten er å kvitte seg med posisjonene i løpet av samme handelsdag og dermed vil ikke «en dominerende stilling (...) knyttet til et finansielt instrument» oppnås, utenom muligens innenfor et svært kort tidsrom. Samtidig er bestemmelsen viktig siden den er ment å forhindre

markedsmissbruk fra eiere med betydelige posisjoner slik at deres innflytelse ikke skaper store svingninger. Dette er en indikator i MAR vedlegg I A bokstav b). Imidlertid må dette nyanseres mot at eiere med store andeler må kunne likvidere sine posisjoner dersom de ønsker det og da vil kursen svinge mye, men det finnes virkemidler mot dette som eksempelvis å informere på forhånd eller dele opp salget. Selv om det ikke foreligger en konkret akseptert markedspraksis på dette som Finanstilsynet har godkjent, må det være en forutsetning for velfungerende markeder at man kan kvitte seg med sin posisjon i et finansielt instrument, selv med en betydelig eierandel. Hvis ikke vil investorer miste tillit til markedets troverdighet og dermed sky seg fra å ta større posisjoner.

Bokstav b er av større relevans og delvis overlappende med bokstav c som eksplisitt nevner algoritmehandel og HFT. Samtidig er forskjellen at algoritmene analyserer markedet og gjennomfører beslutninger over et svært kort tidsrom og normalt kvitter seg med posisjonene samme handelsdag. Med det sagt så vil HFT kunne påvirke åpnings- og sluttkurser dersom handlene foretas tett opp mot markedets stengetid og da vil bokstav b også være aktuell, men antageligvis i begrenset omfang og bære preg av utilsiktede kursendringer.

I E-5/19 avsnitt 48 fremgår det at «reelle, utførte og korrekt meldte transaksjoner kan gi villedende signaler» etter reglene i MAD og videreført i gjeldende MAR. Dermed vil hensikten bak en legitim transaksjon ikke være avgjørende ettersom transaksjoner uten manipulasjonshensikt kan rammes..

#### 4.4.2.3

«c) Plassering av ordrer på en handelsplass, herunder enhver trekking eller endring av ordrer, ved bruk av enhver tilgjengelig handelsmetode, herunder elektroniske metoder som for eksempel algoritmehandel og høyfrekvent handel, som har en av virkningene i nr. 1 bokstav a) eller b), og som

- i) forstyrrer eller er egnet til å forstyrre eller forsinke handelsplassens handelssystem,
- ii) gjør eller er egnet til å gjøre det vanskeligere for andre personer å identifisere reelle ordrer i handelsplassens handelssystem, herunder ved å legge inn ordrer som fører til overbelastning eller destabilisering av ordreboken, eller
- iii) gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler med hensyn til tilbudet av, etterspørselen etter eller kursen på et finansielt instrument, særlig ved å legge inn ordrer for å skape eller forverre en tendens.»

Bokstav c regulerer eksplisitt markedsmanipulasjon ved algoritmehandel og HFT. Reelle og fiktive ordre er her omfattet og bestemmelsen favner særdeles vidt da «enhver tilgjengelig handelsmetode», forutsatt at virkningen i enten nr. 1 bokstav a) eller b) inntreffer, omfattes. Dermed må vilkårene her undersøkes nærmere.

#### 4.5 Vilåarene i artikkel 12 (1) bokstav a) og b)

##### 4.5.1 (1) bokstav a)

I slutten av artikkel 12 (1) bokstav a) er det et unntak der «personen (...) godtgjør at transaksjonen, ordren eller atferden har blitt foretatt av legitime grunner og er i samsvar med akseptert markedspraksis i henhold til artikkel 13. Dette drøftes nærmere i punkt 4.9.

##### 4.5.2 Alternativ i) «gir eller egnet til å gi falske eller villedende signaler»

Det første vi møter i (1) er tilskuddet av «enhver annen atferd», til forskjell fra MAR, som da i praksis kan omfatte alt, også det å avstå fra å legge inn handelsordre eller inngå en transaksjon så lenge det har en av de nærmere opplistede effektene i punktene i) eller ii). Førstnevnte innebærer en ordre, transaksjon eller atferd som «gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument».

Kursen vil være den sentrale parameteren da den gjenspeiler prisen det finansielle instrumentet handles til. Siden den påvirkes av tilbudet og etterspørselen, er hver av disse parameterne viktige som indikatorer på hvor høyt volum aksjen omsettes, antall handler og hvilken vei kursen er i ferd med å gå så kan disse også utnyttes. De kan ha selvstendig betydning. Et høyt tilbud presser prisen ned og motsatt, mens høy etterspørsel presser prisen opp og motsatt. Algoritmer plukker opp disse utviklingene og analyserer utviklingen og tar avgjørelser basert på denne informasjonen. Dermed er det mulig å utnytte markedet og forvirre det ved å skape svingninger i henholdsvis tilbudet og etterspørselen uten at kursen nødvendigvis får merkbare utslag.

Vilkåret «gir eller er egnet til å gi» er handlingsorientert knytter seg til en fullført handling, «gir», men også ikke-fullførte handlinger, forsøk, ved «egnet til å gi». I sistnevnte innfortolkes et krav om sannsynlighetsovervekt, over 50 %, som følge av originalversjonen, jf. «likely to». Wasenden mener at «falske eller villedende signaler» innebærer «en form for informasjon» og at det «må være mulig å trekke slutninger fra signalene»<sup>90</sup>. Det må klart være egnet til å påvirke deltakerne i markedet gjennom informasjon og det er det rimelig å

---

<sup>90</sup> Wasenden, 2007, s. 454

anta at informasjonen ikke stemmer med realiteten og at den i det minste er «egnet til» å villedde markedet eller deler av det.

#### Aksjerobotdommen

I Rt. 2012 s. 686 A, heretter aksjerobotdommen, tolker Høyesterett vilkåret i relasjon til det tidligere forbudet i vphl. § 3-8. Bestemmelsen var på den tid gjennomført i norsk rett som en del av MAD, jf. avsnitt 22, men er videreført i MAR med utvidelsen av algoritmehandel og HFT. I dag ville artikkel 12 (2) c vært et mer treffende typetilfelle, men tolkningen av vilkåret i vphl. § 3-8 (1) første alternativ «falske, uriktige eller villedende signaler» anses fortsatt som relevant ved videreføringen i MAR.

Saken gjaldt to «day-tradere» som utnyttet en svakhet i et meglerfirmas algoritme ved å legge inn kjøpsordre som medførte en økning i kjøps- og salgskursen. Ved å selge aksjene tilbake til meglerfirmaet til en høyere kurs oppnådde de profitt. Handlemåten oppfylte flere av vilkårene i det gamle forbudet, men rettstridsreservasjonen gjorde seg gjeldende mente flertallet og førte til frifinnelse. Det sentrale her er at det ikke er algoritmehandelen som medfører markedsmanipulasjon, men utnyttelsen av svakheter i programmeringen til algoritmen. Likevel foreligger det tolkningsbidrag som også er relevant ved manipulasjon via bruk av algoritmer.

Det vises i avsnitt 31 til signalene som nå er videreført i vedlegg I i MAR som vilkåret «må ses i sammenheng med». Et signal regnes «ikke nødvendigvis» som markedsmanipulasjon, men flere signaler «vil trekke sterkere i retning av at det foreligger». Videre i avsnitt 34 trekkes juridisk teori inn der det bemerkes at «det sentrale må være at transaksjonen eller handelsordrene gir uttrykk for en aktivitet som reelt sett ikke stemmer overens med kjøps- og salgsinteressen for de finansielle instrumentene.» I dommen påpekes det som tidligere nevnt at reglene er virkningsorienterte og i utgangspunktet objektive, så det kan «foreligge markedsmanipulasjon selv om det ikke har vært hensikten å manipulere». Likevel tas det til orde for i teorien, blant annet av Ferrarini, «at hensikten kan være relevant for å fastslå om det foreligger markedsmanipulasjon». Store deler av aksjehandelen sikter mot «å utnytte kortsikte fluktuasjoner i aksjekursene» og dette kan ikke anses å oppfylle vilkåret etter førstevoterendes syn. Likevel var tiltaltes hensikt ikke bare å utnytte svingningen, men å skape den og dette ble ansett å oppfylle «falske, uriktige eller villedende signaler» i MAD og videreført med endringen i MAR.

Overføringsverdien må nyanseres i lys av sak E-5/19, men aksjerobotdommen er den første høyesterettsdommen som reiser problemstillinger i tilknytning til algoritmehandel og bidrar med lovtolkning. For fremtidige tilfeller av algoritmehandel vil aktivitet som er egnet til å gi et uriktig bilde av kjøps- og salgsinteressen for de finansielle instrumentene oppfylle vilkåret. Samtidig må det aktuelle markedet vurderes konkret, da en handlemåte kan påvirke ulike markeder vidt forskjellig. Dessuten kan hensikten være av relevans der denne er identifiserbar, på tross av en virkningsorientert og objektiv regel, men denne adgangen fremstår skjønnsmessig.

[CESR/04-505b](#)

Hvilke type signaler og strategier som anses «falske eller villedende» er nærmere aktualisert av CESR i 2005, forgjengeren til ESMA.

CESR/04-505b inneholder nivå 3 retningslinjer for MAR, men disse er ikke juridisk bindende, se punkt 1.5.4. På tross av det vil skriv fra overordnede tilsynsmyndigheter på verdipapiriområdet i EU veie tungt for Finanstilsynet ved tilknyttede vurderinger. Som en del av reguleringen på rettsområdet anses de å ha innsikt og innflytelse. Derfor velger jeg inkludere det som rettskilde.

Retningslinjene er et supplement til MAD og alle henvisninger dit «skal forstås som henvisninger til [MAR]» og ses i lys av «sammenligningstabellen i vedlegg II», jf. artikkel 37. Likevel har jeg valgt å benytte denne som rettskilde da den er mer utfyllende enn indikatorene i MAR vedlegg I.

I retningslinjene side 9 punkt 4.1-4.13 fremgår det at arbeidet sikter mot å gi kompetente myndigheter og markedsdeltakere eksempler på markedsmanipulasjon som har funnet sted tidligere og som ville blitt forbudene i MAD og senere videreført i MAR. Videre nevnes relevante signaler for lettere å identifisere misbruk, disse er implementert i MAR, for tilsynsmyndigheter og markedsdeltakere. Til slutt listes opp strategier for de eldre typetilfellene som kan tilsi markedsmanipulasjon. Selv om algoritmehandel og HFT ikke er nevnt i MAD eller retningslinjene så er flere av strategiene relevante også for HFT og derfor velger jeg å aktualisere de. Det påpekes at eksemplene ikke skal påvirke virkeområdet (scope of interpretation) for markedsmissbruk og derfor er en rettslig beskrivelse av strategiene bevisst unngått, jf. CESR/04-505b punkt 4.4 «disclaimer».

Allerede da disse retningslinjene ble publisert i 2005 var EU varsomme med å være for spesifikk og lovt teknisk. I MAR er regelverket spisset med nærmere angitte typetilfeller, men

vilkårene er skjønnsmessige og tolkingen av disse overlates i stor grad til tilsynsmyndighetene. Det er en konsekvens av at det er mange ulike handlinger og strategier som kan oppfylle forbudet ved vilkåret «falske eller villedende signaler». Finanstilsynet har ikke tatt stilling til dette enda, men Høyesterett, CJEU og EFTA-domstolen har kommet med nevnte tolkningsbidrag.

4.5.3 Alternativ ii) «sikrer eller er egnet til å sikre kursen» og «unormalt eller kunstig nivå»  
Vilkåret i artikkel 12 a) ii) gjelder sikring av kursen «på ett eller flere finansielle instrumenter (...) på et unormalt eller kunstig nivå». Det må nærmere avklares hva som ligger i «sikrer (...) kursen» og «unormalt eller kunstig nivå».

Kursen på et finansielt instrument gjenspeiler hva den ble omsatt for ved siste transaksjon på det aktuelle markedet. Det at noen «sikrer kursen» må ses i lys av bestemmelsen som helhet og da er det nærliggende å anta at kursen er sikret der den til enhver tid gjenspeiler ordinær handel.

C-445/09

I dom av 7. Juli 2011, *IMC Securities BV, Stichting Autoriteit Financiële Markten*, EU:C:2011:459, tolket CJEU vilkåret «securing prices at an abnormal or artificial level». Saken fra 2011 gjaldt MAD, men vilkåret er videreført i MAR og relevant som tolkningsbidrag.

I avsnitt 26 sammenligner CJEU de ulike offisielle versjonenes ordlyd og kommer frem til at det er tilstrekkelig om den aktuelle handlemåten har satt prisen på et finansielt instrument på et «abnormal or artificial level» for at det oppfyller vilkåret om markedsmanipulasjon. Dessuten kreves det ikke at det finansielle instrumentet må «maintain an abnormal or artificial level» for en bestemt tidsperiode. Altså er det tilstrekkelig at handlingen har skjedd, altså påvirket kursen, ikke hvor lenge den er påvirket. Videre i avsnitt 28 og 29 nevnes hvordan MAD sine målsettinger, markedsintegritet og styrking av investortillit, ville blitt undergravd om en enkel transaksjon kunne falt utenfor direktivets virkeområde dersom prisen måtte «maintain an abnormal or artificial level» i en bestemt tidsperiode.

En kurs kan altså anses som sikret der det er blitt foretatt en reell transaksjon som påvirker kursen eller tilsvarende forsøk jf. «egnet til.».

Videre suppleres denne dommen av EFTA-domstolens tolkning i E-5/19. I avsnitt 66 bemerkes det «at en objektiv vurdering av det sikrede kursnivå [...] om kursnivået er unormalt eller kunstig, kan ikke erstattes med en vurdering basert på subjektive elementer som investorenes forutsetninger eller strategi.» Vurderingen av «unormal eller kunstig» «baseres på objektive forhold med hensyn til det relevante marked og det aktuelle finansielle instrument.» Denne uttalelsen strider mot det Høyesterett er inne på i aksjerobotdommen, der det åpnes for at subjektive elementer kan trekkes inn, men Høyesterett viser ikke til annet enn juridisk teori.

Med MADs formål i tankene mener EFTA-domstolen at kursen «ville blitt sikret etter [MAD artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt] hvis prisen på en transaksjon [...] har en avgjørende betydning for den pris som avtales i påfølgende transaksjoner.» Se avsnitt 70. Altså vil ikke ordre som ikke medfører kursendring være egnet til å oppfylle vilkåret om å sikre kursen, det må ha påvirket kursen enten positivt eller negativt.

I aksjerobotdommen tok Høyesterett også opp vilkåret «sikrer» kursen på et «unormalt eller kunstig nivå». I avsnitt 43 legges det til grunn at «en kurs som er et resultat av en alminnelig tilbuds- og etterspørselseffekt er en normal kurs. En kurs kan først bli unormal eller kunstig der den også er et resultat av andre faktorer.» Dermed vil ordre som ikke er en del av normal omsetning, eksempelvis fiktive ordre med proforma preg, anses som markedsmanipulasjon. Med det sagt så vil disse type ordre ses opp mot akseptert markedspraksis og den ulovfestede rettsstridsreservasjonen i norsk rett. Se punkt 4.8 for rettsstridsreservasjonen og 4.9 for akseptert markedspraksis.

Dette suppleres av EFTA-domstolen som kommer frem til at «det er mulig å fastslå om en kurs er «unormal» eller «kunstig» [...] på grunnlag av en enkeltransaksjon». Likevel er det opp til «den anmodende domstol» å «vurdere og fastslå hvilke signaler og faktorer som er relevante for vurderingen.» Dette kan blant annet være kurshistorikk, «endringer i handels- og markedsforhold» i relasjon til markedsplassen, «det finansielle instrument og dets utsteder». Altså utelukker ikke EFTA-domstolen at det kan forekomme markedsmanipulasjon på bakgrunn av en enkeltransaksjon, men det vil avhenge av den konkrete saken.

#### 4.5.4 (1) bokstav b)

Ordlyden omfatter «påvirker eller er egnet til å påvirke kursen på ett eller flere finansielle instrument [...] der det benyttes falske planer eller enhver annen form for bedrag eller

påfunn.». Endringen fra § 3-8 (2) nr. 2 er fra «fingerte planer» til «falske» og medfører ingen realitetsendring.

Det avgjørende vilkåret er «falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn.» som knytter oppfyllelsen til den bakenforliggende handlingen, altså er det atferden i tilknytning til kurspåvirkningen som må være manipulerende. Alternativet har et snevert område da det skal fange opp atferd som ikke regnes som «falske eller villedende signaler» eller «sikre kursen [...] på et unormalt eller kunstig nivå.» i (1) bokstav a) Dessuten nevner MAR vedlegg I B) indikatorer i bokstav a) og b) som knytter seg til utbredelse av «falske eller villedende opplysninger.» og ordre eller transaksjoner «utført av personer før eller etter at samme personer eller personer tilknyttet dem har utarbeidet eller formidlet investeringsanbefalinger som er feilaktige, tendensiøse eller beviselig påvirket av vesentlige interesser.».

Atferden knytter seg til personer og indikatorene knytter seg til opplysninger og «investeringsanbefalinger». Alternativet fremstår ikke aktuelt ved algoritmehandel og HFT. Likevel er det bemerkelsesverdig at vilkåret er inkludert som en mulig forutsetning for markedsmanipulasjon ved algoritmehandel. Det gjelder heller ikke et tilsvarende unntak ved «akseptert markedspraksis.» som i (1) bokstav. Et så snevert alternativ fremstår overflødig og forvirrende så lenge andre alternativer er bedre egnet til å oppfylle det.

#### 4.6 Vilkår og kjennetegn ved artikkel 12 (2) bokstav c) alternativer i), ii) og iii)

Disse alternativene knytter seg direkte til algoritmehandel og HFT og var ikke en del av MAD. Det foreligger ingen relevante tolkningsuttalelser i tilknytning til disse og denne fremstillingen baserer seg på det som fremgår av MAR.

Alternativene er generelle, men spisser seg inn på hva atferden potensielt kan ramme. De fokuserer på virkningen ordrene har på henholdsvis «handelsplassens handelssystem», identifisering av reelle ordrer i handelssystemet ved å overbelaste eller destabilisere ordreboken, eller «gi falske eller villedende signaler» rundt tilbudet, etterspørselen eller kursen «ved å legge inn ordrer for å skape eller forverre en tendens.». Terskelen for å oppfylle alternativene må kunne sies å være lavere enn at atferden faktisk har virket inn, typisk ved innvirkningskrav. Dette kommer av at handlinger som er «egnet til å» oppfylle vilkårene omfattes av loven, selv om realiteten er upåvirket.



#### 4.6.1 Alternativ i)

Etter ordlyden i alternativ i) «forstyrrer eller forsinker» er det naturlig å innfortolke et krav om sannsynlighetsovervekt for at noe har innvirket. Kravet er skjønnsmessig i den forstand ulike markeder, avhengig av størrelse, reagerer, påvirkes og er «egnet til å» påvirkes ulikt på forstyrrelser eller forsinkelser. På et lite marked skal det mindre til enn på et større marked. Med det sagt så vil det være desto mer graverende å oppfylle vilkåret, jo større markedet er ettersom flere aktører påvirkes og den finansielle stabiliteten skades i større grad. Det samme gjelder MAR sin overordnede målsetting om markedets integritet.

Quote stuffing er en HFT-strategi som er egnet til å oppfylle vilkåret etter alternativ i) ved å fylle opp ordreboken slik at handelssystemet ikke lenger klarer å gjøre opp mengden ordre som ligger inne. Dermed overfylles ordreboken med den konsekvens at nye ordre blir forsinket som videre kan forplante seg og gi utslag andre steder i handelssystemet.

#### 4.6.2 Alternativ ii)

Minstekravet etter ordlyden «egnet til å gjøre det vanskeligere for andre personer å identifisere reelle ordrer i handelsplassens handelssystem» tilsier sannsynlighetsovervekt for at det har vært en mulighet for at algoritmehandelen har skapt problemer med å gjenkjenne reelle ordrer. Med «vanskelig for andre personer» forstås en forvirring eller økt kompleksitet for ikke-profesjonelle investorer. Her forstås «reelle ordrer» som en avgrensning mot fiktive ordrer som ikke er egnet til å danne et normalt bilde av tilbud og etterspørsel.

Videre er det inkludert «ordrer som fører til overbelastning eller destabilisering av ordreboken.». Ordreboken er den del av handelssystemet og sammenfaller med tolkningen ovenfor av alternativ i) selv om alternativ ii) favner noe snevrere. Det sentrale slik jeg ser det er hvordan dette relateres til identifisering av reelle ordre for ikke-profesjonelle investorer.

Quote stuffing kan oppfylle vilkåret også her. Spoofing og layering kan og omfattes da disse søker å gi falske signaler, gjerne gjennom utførelsen av ikke-reelle ordrer.

#### 4.6.3 Alternativ iii)

Det siste alternativet er mer generelt enn de to foregående og overlapper med vilkåret i (1) bokstav a, alternativ i) «falske eller villedende signaler». Forskjellen er tilskuddet av «særlig ved å legge inn ordrer for å skape eller forverre en tendens.» i alternativ iii).

Ordlyden «skape eller forverre en tendens» tilsier ordrer med hensikt til å sette i gang eller bidra til en svingning eller lignende «med hensyn til tilbudet av, etterspørselen etter, eller

kursen på et finansielt instrument.» Til forskjell fra de andre alternativene i artikkel 12 (2) bokstav c) inkluderes her et tilsynelatende krav om hensikt, jf. «for å skape eller forverre»

De fleste nevnte strategier i punkt 3.3 er i utgangspunktet egnet til å oppfylle vilkåret «skape eller forverre en tendens» i større eller mindre grad. Om atferden oppfyller vilkåret eller ikke må vurderes konkret for det aktuelle markedet. Dette alternativet ville fremstått overflødig utenom hensiktselementet. I aksjerobotdommen er atferden nærliggende å oppfylle vilkåret i alternativ iii) slik jeg ser det. Likevel er det ikke klart om utnyttelsen av algoritmen tilsier å «skape eller forverre en tendens.», men hensikten foreligger.

#### 4.8 Straffereaksjoner og rettstridsreservasjonen

Her ville det vært naturlig å nevne rettspolitiske trekk i forbindelse med legalitetsprinsippet og forutberegnelighet ettersom forbudet mot markedsmanipulasjon har et strafferettslig preg. Imidlertid er ikke skjæringspunktet mellom verdipapirrett og strafferett aktualisert nærmere utover det som fremgår av dette delkapittel, tatt i betraktning oppgavens tematikk og størrelse.

Dersom manipulasjonsforbudet overtreddes straffes det med «bøter eller fengsel inntil 6 år» hvis overtredelsen er gjort «forsettlig eller uaktsomt» etter vphl. § 21-15. Til forskjell fra forordningen inneholder norsk rett et subjektivt element i gjerningsbeskrivelsen som relaterer seg til skyldkravet. EU-rettens regulering av den strafferettslige siden av bestemmelsen finnes i direktiv 2014/57/EU artikkel 7 der strafferammen for personer må være «maximum term of imprisonment of at least four years». Norsk rett går lenger enn direktivbestemmelsen ved både skyldkrav og strafferamme, men det som fremgår av direktivet er minstekrav og man kan dermed gå utover direktivbestemmelsen. Jf. «at least».

Myndighetene kan etter MAR artikkel 30 selv bestemme hvilke administrative sanksjoner og tiltak de anser hensiktsmessige, så lenge det samsvarer med nasjonal rett og ikke «påvirker strafferettslige sanksjoner eller [Finanstilsynets] tilsynsmyndighet i henhold til artikkel 23.»

Videre er de administrative sanksjonene gjennomført i vphl. kapittel 21. Paragraf 21-1 regulerer ileggelsen av overtredelsesgebyr og omfatter alle typer markedsmissbruk, jf. (1). Sanksjonene omfatter bøter for fysiske personer i (2) og juridiske personer i (3). Disse er på inntil 43 millioner kr i (2) og «127 millioner kroner, eller opptil 15 prosent av den samlede

årsomsetningen etter siste godkjente årsregnskap.» i (3), ved brudd på markedsmanipulasjonsforbudet.

#### 4.8.2 Rettsstridsreservasjonen etter Rt. 2012 s. 686 A

Selv om dommen er fra før tillegget av algoritmehandel i forbudet mot markedsmanipulasjon så er rettsstridsreservasjonen knyttet til videreføring av bestemmelsen fra MAD, som gjennomførte opphevede vphl. § 3-8, til MAR. Spesielt vilkåret i artikkel 12 (1) bokstav a) «falske eller villedende signaler» som er en forutsetning også ved manipulasjon ved algoritmehandel, illustrer hvorfor den ulovfestede rettsstridsreservasjonen som utledes av dommen er relevant utover den allerede lovfestede rettsstridsreservasjonen i MAR, med krav om legitime grunner og akseptert markedspraksis.

I aksjerobotdommen uttaler førstevoterende i avsnitt 28 at det «er en terskel for handlinger som er lovlige.» og at det er en rettsstridsreservasjon i norsk rett «som medfører at de tiltaltes handlinger ikke skal straffes, selv om handlingene faller inn under ordlyden i § 3-8 annet ledd». Gjeldende rett er nå MAR artikkel 12 (1) bokstav a), men det er ingen realitetsforskjell mellom bestemmelsen og det dommen drøfter. Dermed er dommen fortsatt relevant også på tross av at den gjelder manipulasjon ved utnyttelse av en forhåndsprogrammert algoritme og ikke manipulasjon ved algoritmer.

Rettsstridsreservasjonen er lovfestet i MAR artikkel 12 (1) bokstav a) jf. «godtgjør at transaksjonen, ordren eller atferden har blitt foretatt av legitime grunner og er i samsvar med akseptert markedspraksis.». Høyesterett anser ikke bestemmelsen for «å regulere rettsstridsreservasjonen uttømmende.». Videre forutsetter forarbeidene<sup>91</sup> at «det gjelder uttalte eller ikke-uttalte rettsstridsreservasjoner for å unngå «uheldige utslag» av reglene, og at innholdet i rettsstridsreservasjonen må utvikles.», se avsnitt 62

I avsnitt 69 fremgår «at det må oppstilles en rettsstridsreservasjon som medfører at man unngår uheldig utslag av de vidtrekkende reglene. Ut fra formålet med markedsmisbruksreglene mener jeg at særlig sentrale momenter i vurderingen om handlingen er over terskelen for det ulovlige må være hvordan handlingen blir vurdert i markedet og om handlingen har påført – eller har hatt potensial til å påføre – markedet skade» Også andre momenter vil ha betydning. Herunder en «hensikt om å manipulere prisen, taler for at forholdet er rettstridig», se avsnitt 70. Imidlertid ble handlemåten i saken ansett «allment

---

<sup>91</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 63

akseptert i markedet.» av sakkyndige og andre markedsaktører, se avsnitt 72. I tillegg trakk det forhold «at de tiltalte handlet i full åpenhet [...] i retning av at de tiltaltes handlinger ikke bør straffes.» se avsnitt 73.

Avslutningsvis bemerker førstevoterende i avsnitt 75 at vedkommende finner «grunn til å se saken i sammenheng med utviklingen i børshandelen de senere årene, der store aktører har tatt i bruk datateknologi for å effektivisere sine handler på børs. [...] Det er ikke uten betenkeligheter å legge straffesanksjonerte begrensninger på de øvrige investorers muligheter for å tilpasse seg et forhåndsprogrammert handelsmønster.»

Rettsstridsreservasjonen som utpensles i dommen illustrerer kompleksiteten rundt den skjønnsmessige utformingen av forbudet. Det er flere utenforliggende faktorer som spiller inn i vurderingen og Høyesterett virker å være tilbakeholden med å skape prejudikater som er egnet å begrense handlefriheten til aktørene på verdipapirmarkedet.

#### 4.9 Handlinger unntatt fra forbudet ved legitime grunner og akseptert markedspraksis

Finanstilsynet er tildelt myndighet til å avgjøre hva som er akseptert markedspraksis (AMP) i Norge etter MAR artikkel 13.

Før AMP-vurderingen må handlingen være «foretatt av legitime grunner». EFTA-domstolen utpensler vilkåret i sak E-5/19. I avsnitt 87 og 88 kobles de legitime grunnene til transaksjonen eller handelsordren, «ikke en persons legitime grunner.» og de «må videre vurderes i sammenheng med investorenes atferd sett under ett, herunder relevant påfølgende atferd.». Dersom «grunnene for en transaksjon eller handelsordre beviselig er i strid med direktivets mål om å sikre markedets troverdighet eller investorenes tillit, kan de ikke utgjøre legitime grunner.», se avsnitt 90. I tillegg avgjør «den anmodende domstol.» om grunnene som anføres «utgjør grunner som er legitime.» etter nevnte momenter.

Ved fastsettelse av AMP må tilsynet etter artikkel 13 (2) bokstav a)-g) ta hensyn til om markedspraksisen: gir gjennomsiktighet, «sikrer markedskreftenes funksjon og at samspillet mellom tilbud og etterspørsel virker.», «har en positiv innvirkning på markedets likviditet og effektivitet.». Sentralt står ivaretagelsen av hensynet til markedsintegritet, herunder et «integrert, effektivt og velfungerende finansmarked.», jf. fortalen til MAR punkt 2.

Fastsettelsen av en AMP tar utgangspunkt i en vurdering etter kriteriene i «artikkel 13 og i utfyllende underrettsakt 2016/908.»<sup>92</sup> I tillegg vil Finanstilsynet rådføre seg med utstedere av verdipapirer, verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, investorer, markedsoperatører og andre myndigheter før en praksis blir AMP. Per 21.04.21 har ikke Finanstilsynet fastsatt en AMP for norske markeder.

Det følger også av artikkel 13 (2) siste avsnitt, at en AMP som har blitt etablert på et spesifikt marked, ikke er anvendelig på et annet marked, utenom der «vedkommende myndigheter på de andre markedene har akseptert praksisen i henhold til denne artikkel.».

Når en AMP blir godkjent av Finanstilsynet må denne gis underretning om til ESMA, som i sin tur vurderer om praksisen er forenlig med kravene som stilles etter MAR artikkel 13. EMSA er gitt ansvaret for «ensartet harmonisering av [artikkel 13].» og «nærmere angivelse av kriterier, framgangsmåte og krav til fastsettelse av [AMP]» i tillegg til opprettholdelsen, utviklingen og endringen av vilkårene. Se artikkel 13 (7). De fungerer i praksis som EUs overordnede finanstilsynsmyndighet og er organet nasjonale tilsynsmyndigheter forholder seg til.

#### 4.9.2 Problematikk ved regulering av verdipapirforetak

Siden Finanstilsynets utgifter skal dekkes fullt ut av institusjonene som er underlagt tilsyn, ved betaling av en årlig tilsynsavgift, vil store deler av deres inntekter stamme fra verdipapirforetak. I 2020 sto verdipapirforetak for 8,14 % eller 36 853.000 kr av Finanstilsynets totalt 452 978.000 kr i inntekter knyttet til tilsynsavgiften<sup>93</sup>. Totalt sto foretak knyttet til verdipapirmarkedet for 80 063.000 kr eller 17,67 % av totale inntekter. Det er betenkelig fra et habilitetsståsted at store deler av inntekten til organet som er ment å føre tilsyn med finansmarkedene, mottar så betydelige summer fra markedene for å føre tilsyn med dem. Imidlertid må det påpekes at det foreligger minimums- og maksimumsbeløp for hvor mye utgifter som skal utlignes for et år. Henholdsvis 45.000 kr og 9.000.000 kr for 2020 i tillegg til at beløpet «fordeles på 120 foretak etter inntekter fra konsesjonspliktig virksomhet og tilknyttede tjenester.»<sup>94</sup>

---

<sup>92</sup> Finanstilsynet, «Forbud mot markedsmanipulasjon, Finanstilsynet, 22. februar 2021, <https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/forbud-mot-markedsmanipulasjon/> (lest 21.april 2021)

<sup>93</sup>Finanstilsynet, «rapport om tilsynsavgift i 2020», Finanstilsynet, s. 19 <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2020/faktura-for-tilsynsavgift-i-2020-sendes-ut-fra-15.-mai/> - (lest 4. juni 2021)

<sup>94</sup> Ibid s. 14 og 15

## 5 Avsluttende bemerkninger

Å finne en klar grense mellom hva som er tillatt og forbudt algoritmehandel har vist seg å være en krevende oppgave. Både nasjonale og internasjonale domstoler har i senere tid pirket på overflaten og kommet nærme reguleringen av algoritmehandel, men teknologien ser foreløpig ut til å ligge et hestehode foran lovverket. Imidlertid er det lyspunkter ved preventive reguleringer av slik type handel, en omfattende rettsstridsreservasjon, særlig i mangel av akseptert markedspraksis. Regelverket har fått gode rammer, men forbudets vilkår er enn så lenge i overkant skjønnsmessige og det legges opp til at domstolene selv må bane vei. I utstrekning av det vil verdipapirrettens målsettinger kollidere dersom man setter en streng presedens som hindrer aktører og fører til markedsflukt. Da er det ikke overraskende at domstolene viser en tilbakeholdenhet ved å etablere en tydelig grense.

Algoritmehandel og HFT er allerede et godt etablert verktøy på det norske verdipapirmarkedet, herunder Oslo børs og de regulerte markedene Euronext Access og Euronext Growth. Fordeler som økt effektivitet, tilførsel av likviditet for investorer ved at det handles mer, økt handel forbedrer børsens handelsvolum tilsvarende, det blir mer attraktivt å handle på markedet i tillegg til å notere selskaper på markedet som legger til rette for HFT.

Aktørene som benytter seg av algoritmehandel oppnår et konkurransefortrinn i forhold til konkurrenter som avstår. Dette er egnet til å skape en ubalanse i markedene, men konkurranse i markedet er en driver for utvikling der flere vil følge etter og man vil stille på likere termer. Ettersom konkurransen øker vil dette ha positive ringvirkninger i markedet da investorer oppnår bedre priser og forskjellene utjevnes. Her er det utvilsomt mye å hente på å være langt fremme, også i konkurranse mot andre markeder i Europa og resten av verden for øvrig. En aktør som står mellom to markeder vil heller velge det som er ledende på utvikling, ikke det som ligger bak.

Enda er det et stort behov for å forbedre algoritmehandelens markedsrammer, men disse begynner å ta form. Da tenker jeg særlig på bestemmelsene som regulerer markedsaktørers bruk av algoritmehandel og HFT. Likevel er dette nyetablerte regler som har blitt innført de seneste tre årene og det behøves informasjon rundt hvordan dette påvirker markedene. I den anledning startet ESMA en konsultasjonsprosess i slutten av 2020 der de ønsker tilbakemeldinger fra markedsaktører på effektene av algoritmehandelkravene MiFID II og

MiFIR oppstiller<sup>95</sup>. Konsultasjonen har et særlig fokus på autoriseringsreglene, reglene for aktørene som benytter seg av algoritmer og HFT samt reglene for markedsplassene som tillater nevnte markedsaktører. Den endelige rapporten skal leveres til EU-kommisjonen innen juli i år.<sup>96</sup>

En annen problemstilling ved omfattende regulering og krav til bruken av HFT er at det genererer store mengder informasjon som er ressurskrevende å kontrollere for Finanstilsynet. All informasjonen som samles inn i forbindelse med plassering av ordre, inkludert kanselleringer, omfatter potensielt millioner av ordre og krever arbeidskraft og tid ved tilsyn. Dermed er det nødvendig at Finanstilsynet har tilstrekkelig kapasitet til, i takt med økende bruk av HFT, å føre det nødvendige tilsynet med verdipapirforetak som kreves etter loven. Uten at det går på bekostning av andre deler av virksomheten. Finanstilsynet har 300 medarbeidere<sup>97</sup> som skal overse aktiviteten til 97 verdipapirforetak i tillegg til aktører på de andre finansmarkedene. Det kan bli en krevende oppgave å holde tritt med den teknologiske utviklingen på verdipapirmarkedet.

---

<sup>95</sup> ESMA, "ESMA consults on the impact of algorithmic trading", ESMA, 18 desember 2020, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-impact-algorithmic-trading> (lest 6. juni 2021)

<sup>96</sup> ibid

<sup>97</sup> Finanstilsynet, «Jobb hos oss», Finanstilsynet, underoverskrift «Hvem hobber i Finanstilsynet», <https://www.finanstilsynet.no/jobb-hos-oss/> (lest 6.6)