

FORBUD MOT MARKEDSMANIPULASJON VED TRANSAKSJONER ELLER HANDELSORDRE

- en analyse av lov om verdipapirhandel § 3-8 annet ledd nr. 1

Kandidatnummer: 554

Leveringsfrist: 25.11.2008

Til sammen 17.354 ord

14.11.2008

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	PRESENTASJON AV EMNE OG PROBLEMSTILLING	1
1.2	RETTSKILDER	5
1.2.1	Lov og forarbeider	5
1.2.2	Markedsmisbruksdirektivet	6
1.2.3	Teori	8
1.2.4	Rettspraksis	9
1.3	AVGRENSNINGER OG PRESISERINGER	10
1.3.1	Avgrensning mot manipulasjon i form av villedende atferd	10
1.3.2	Avgrensning mot opplysningsbasert markedsmanipulasjon	11
1.3.3	Avgrensning mot manipulasjon av unoterte aksjer	11
1.3.4	Presiseringer	12
1.4	DEN VIDERE FREMSTILLING	13
<u>2</u>	<u>FORBUD MOT MARKEDSMANIPULASJON VED TRANSAKSJONER ELLER HANDELSORDRE</u>	<u>14</u>
2.1	INNLEDNING	14
2.2	HVILKE DISPOSISJONER OMFATTES AV FORBUDET?	15
2.2.1	”Transaksjoner eller handelsordre”	15
2.3	FORBUDET I VPHL. § 3-8 ANNET LEDD NR 1 – FØRSTE ALTERNATIV	17
2.3.1	Hvilket krav stilles til signalenes påvirkende karakter?	17
2.3.2	Hvilke signaler omfattes av forbudet?	19
2.3.3	Hvilke markedsmekanismer kan påvirkes av signalene?	25
2.3.4	Eksempler på ulike typer av situasjoner som kan utgjøre markedsmanipulasjon – første alternativ	27

2.4	FORBUDET I VPHL. § 3-8 ANNET LEDD NR. 1- ANNET ALTERNATIV	31
2.4.1	Hvilke sikringsdisposisjoner omfattes av forbudet?	31
2.4.2	Hvilken påvirkning må sikringsdisposisjonene ha på kursen?	36
2.4.3	Eksempler på ulike typer av situasjoner som kan utgjøre markedsmanipulasjon – annet alternativ	43
3	<u>UNNTAK FRA FORBUDET MOT MARKEDSMANIPULASJON VED TRANSAKSJONER ELLER HANDELSORDRE</u>	45
3.1	INNLEDNING	45
3.2	RETTSSTRIDSRESERVASJONEN I VPHL. § 3.8 ANNET LEDD NR. 1	46
3.2.1	Når har en reell transaksjon eller handelsordre en legitim begrunnelse?	46
3.2.2	Når er en transaksjon eller handelsordre i samsvar med akseptert markedspraksis på den aktuelle markedsplassen?	51
3.2.3	Hvem har bevisbyrden for at det foreligger en legitim transaksjon eller handelsordre som er i samsvar med akseptert markedspraksis på den aktuelle markedsplassen?	55
4	<u>VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 3-8 - SKYLDKRAV OG SANKSJONER</u>	56
4.1	SKYLDKRAV	56
4.2	STRAFF OG VINNINGSAVSTÅELSE	58
5	<u>OPPSUMMERING</u>	60
6	<u>LITTERATURLISTE</u>	62
7	<u>ØVRIGE KILDER</u>	63

1 INNLEDNING

1.1 PRESENTASJON AV EMNE OG PROBLEMSTILLING

Denne avhandlingen handler om forbudet mot handelsbasert markedsmanipulasjon i lov om verdipapirhandel av 29. Juni 2007 nr. 75 (vphl.) § 3-8 annet ledd nr.1. Forbudet mot handelsbasert markedsmanipulasjon utgjør, sammen med forbudet mot manipulasjon i form av villedende atferd og manipulasjon ved hjelp av opplysninger, markedsmanipulasjonsbestemmelsens objektive gjerningsbeskrivelse. Bestemmelsens subjektive vilkår og straff er regulert i vphl. § 17-3.

Markedsmanipulasjon kjennetegnes ved at handlinger påvirker markedsmekanismene slik at informasjonsbildet rundt ett eller flere finansielle instrumenter blir forstyrret. Denne påvirkningen kan typisk skje ved at en transaksjon eller handelsordre skaper et villedende inntrykk av kjøps- eller salgsinteresse, eller at villedende opplysninger om et finansielt instrument blir spredt for å påvirke markedsaktørens beslutningsgrunnlag. På grunn av de markedsmanipulerende handlingenes effekt på informasjonen rundt finansielle instrumenter, er dette handlinger som man bør forsøke å eliminere. Årsaken til det, er at de fleste aktørene i markedet foretar sine investeringsbeslutninger med grunnlag i faktorer som påvirkes av den til enhver tid tilgjengelige informasjon; herunder siste noterte kurs, ordrer i markedet, rapporter fra selskapet, børsmeldinger, analyser og den økonomiske utvikling generelt. Det er derfor sannsynlig at disse beslutningene tas på feilaktig grunnlag dersom informasjonen i markedet er ulik eller avviker fra den reelle situasjonen. Markedsmanipulasjon vil derfor over tid føre til at tilliten til markedet svekkes, så en regulering for å unngå dette er derfor nødvendig.

Markedsmanipulasjon er et problem som kan finnes sted i alle markeder og gjelde alle verdipapirer. Men i et marked der informasjonstilgangen er god vil det være vanskeligere å

manipulere prisene, enn i et marked der det ikke er full åpenhet. Regler angående opplysningsplikt er derfor viktige for å bidra til at muligheten for manipulasjon reduseres. I tillegg til åpenhet i informasjonstilgangen er verdipapirenes omsetningshastighet viktig. I et likvid marked vil det derfor være vanskeligere for investorer å påvirke prisen på verdipapirer enn i marked der få investorer deltar, og omsetningen blir derfor tilsvarende lavere. Det norske verdipapirmarkedet er på verdensbasis et lite marked som kan være særlig utsatt for manipulasjon. Årsaken til det er at markedet er dominert av institusjonelle investorer (fond og lignende), som har kapital til å påvirke prisene selv om verdipapirene er likvide. Dersom markedet hadde vært større ville det også ha vært mer kapital i markedet, og det ville dermed vært mer likvid og mindre utsatt for manipulasjon.¹

En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked, for eksempel det norske, er at aktørene har tillit til markedet. Uten tillit til at markedet fungerer etter forutsigbare og internasjonalt aksepterte normer og retningslinjer, vil risikoen ved å engasjere seg i det aktuelle markedet vurderes som høy, og for mange virke som avskrekkende. Grunnleggende forutsetning for å oppnå tillit i markedet er derfor at aktørene vurderer markedsadferden som betryggende, i det minste på nivå med det konkurrerende markeder representerer.²

For å opprettholde et velfungerende verdipapirmarked, og skape den nødvendige tillit, er man derfor avhengig av et regelsett som forbyr spredning av villedende informasjon, og som sikrer at informasjonstilgangen til markedet er riktig og lik for alle aktører i markedet. Eventuelle aktører med informasjonsfortrinn vil derfor forbys å utnytte denne informasjonen. Regelsettet som ivaretar markedets funksjonalitet er inntatt i verdipapirhandelloven kapittel 3 og 5. I kapittel 3 finner man de generelle adferdsbestemmelser, som blant annet markedsmanipulasjonsbestemmelsen, reglene i

¹ NOU 1996:2 Punkt 6.3.4.1.

² Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 8.

tilknytning³ til innsidehandel og forbudet mot urimelig forretningsmetoder⁴ er en del av, mens man i kapittel 5 finner særlige regler om informasjonsplikt for utstedere av finansielle instrumenter. Markedsmanipulasjonsbestemmelsen vil i denne sammenheng særlig ha som formål å hindre spredning av villedende informasjon og andre tilsvarende signaler, og bidrar således sammen med de øvrige bestemmelsene til at markedet fungerer slik at det kan oppfylle sin funksjon som prisfastsettingsmekanisme, finansieringskilde og område for finansinvesteringer på en stabil og forutberegnelig måte.⁵

Hjemmel for forbudet mot markedsmanipulasjon er i dag verdipapirhandelloven § 3-8, en bestemmelse som ble endret i 2005. Hensikten med lovendringen fra den tidligere kursmanipulasjonsbestemmelsen til dagens markedsmanipulasjonsbestemmelse var hovedsakelig at bestemmelsen i større grad skulle verne markedet mot manipulative kursutslag, og i mindre grad enn før fokusere på aktørens hensikt eller vilje. Statistikk og erfaring fra saksarbeidet viser imidlertid at det gjenstår en del på dette området. Selv om mistenkelige forhold avdekkes, har man få resultater å vise til. Hovedproblemet er relatert til at området er vanskelig og at det ikke foreligger rettspraksis som trekker opp eksakte grenser for det straffbare. Dette skaper usikkerhet blant aktørene og bidrar således til å forsterke problemet.⁶

Hovedhensikten med avhandlingen er å gi en fremstilling og analyse av de problemstillinger og rettsspørsmål som oppstår i forbindelse med markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8 annet ledd nr. 1, for således å kunne trekke grensene for det straffbare.

For 15 – 20 år siden var det norske verdipapirmarkedet et lite anerkjent marked, der internasjonale investorer og mellommenn så på markedet med skepsis. Norske bedrifter

³ Handleforbud, rådgivningsforbud og tilskyndelsesforbud i tilknytning til innsideinformasjon. Jf. Verdipapirhandelloven §§ 3-3 og 3-7.

⁴ Jf. vphl. § 3-9.

⁵ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 7.

⁶ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 21.

foretrakk med bakgrunn i dette, børsnøtering i London og New York for å være mindre avhengig av det norske markedet som finansieringskilde. I dag er den samme skepsisen blant annet rettet mot *nye* verdipapirmarkeder i Europa, mens det norske markedet har fått en bred internasjonal aksept. Norges medlemskap i EØS og forpliktelsene som følger med dette har ført til at vi har implementert samme regelverk som gjelder ellers i EU. Dette har ført til at det norske markedet oppfattes som trygt av flere aktører, og fungerer godt. For at det norske markedet skal opprettholde denne tilliten er det derfor viktig at markedet holder seg konkurransedyktig, både i forhold til tilsyn med markedsatferd og håndheving av regelverket.⁷

I den senere tid har det vært en stor økning av rapporterte tilfeller av markedsmanipulasjon i Norge, noe som ifølge markedsovervåkningen ved Oslo Børs er internasjonal trend.⁸ Markedsovervåkningen anser markedsmanipulasjon for å være en større utfordring enn problemene ved innsidehandel, da markedsmanipulasjon har en større skadeevne og er vanskeligere å oppdage (mørketall) enn hva tilfellet er for innsidehandel. Markedsmanipulasjon vil derfor å være et prioritert område for å imøtekomme utfordringene som problemet reiser, både når det gjelder etterforskning og bevissituasjon.⁹

I arbeidet med å avdekke markedsmanipulasjon er det særlig børsen som er det leddet i kontrollkjeden som har forutsetninger for å oppdage markedsmanipulasjon. Der finnes overvåkningssystemet med alarmer og annen systemfunksjonalitet som løpende måler avvik i kursnoteringen. Børsens medarbeidere besitter også nødvendig spesialkunnskap om markedsmekanismer, handelssystemfunksjonalitet, handelsregler i flere markeder og forholdet mellom derivatmarkedet og aksjemarkedet. Selve avdekkingen av manipulasjon forutsetter i større grad enn annen verdipapirkriminalitet en tett oppfølging av markedet og kursutviklingen på enkeltpapirer. Markedsovervåkningen på Oslo Børs, i samspill med

⁷ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 8.

⁸ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 5.

⁹ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 5.

andre aktører, innehar derfor en viktig rolle for å øke oppdagelsesrisikoen for aktører som driver markedsmanipulasjon.¹⁰

1.2 RETTSKILDER

1.2.1 Lov og forarbeider

Oppgaven er skrevet med utgangspunkt i Lov av 29.06.2007 nr. 75 om verdipapirhandel ("Verdipapirhandelloven" eller "vphl.") § 3-8. Verdipapirhandelloven har vært gjeldende lov for verdipapirmarkedet i Norge siden 1985, men den har flere ganger vært gjenstand for revidering for å holde følge med markedsutviklingen på området.

Utgangspunktet for forbudet mot markedsmanipulasjon var en regulering basert på generelle standarder, før det ved den nye loven i 1997 ble inntatt en bestemmelse i § 2-8, som særskilt regulerte kursmanipulasjon. I 2005 ble bestemmelsen endret igjen, denne gangen i forbindelse med at vphl. § 3-8¹¹ implementerte EUs Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) ("Markedsmisbruksdirektivet").

I tillegg til verdipapirhandelloven vil lov om regulerte markeder av 29. Juni 2007 nr. 74 ("børsloven") være en relevant rettskilde i forbindelse med fremstillingen av forbudet mot markedsmanipulasjon.

Av forarbeidene til markedsmanipulasjonsbestemmelsen er det særlig Ot.prp. nr. 12 (2004 – 2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) som er aktuell. Disse forarbeidene ble utarbeidet i forbindelse med implementeringen av markedsmisbruksdirektivet, og er

¹⁰ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 20 og 21.

¹¹ Forbudet sto i 2005 i § 2-8, men det ble i 2007 uendret videreført til § 3-8.

dermed de nyeste forarbeidene som behandler markedsmanipulasjonsbestemmelsen.¹² I tillegg til denne vil forarbeidene i NOU 1996:2, som gjelder rettsstillingen forut for implementeringen, fortsatt være relevant.¹³

1.2.2 Markedsmisbruksdirektivet

Markedsmisbruksdirektivet¹⁴ ble vedtatt 28. Januar 2003, og direktivets mest sentrale bestemmelser omhandler innsidehandel og markedsmanipulasjon. Direktivet er et rammedirektiv som vil bli utfyllt gjennom regelverk fastsatt av Kommissjonen ved komitologiprosedyrer¹⁵.

Arbeidet med å integrere de europeiske finansmarkeder har vært et hovedsatsningsområde i EU de siste årene.¹⁶ Å sikre integriteten til verdipapirmarkedene er også et av hovedformålene med markedsmisbruksdirektivet, i tillegg til å sørge for at investorene har tillit til markedene i området.¹⁷ I tilknytning til dette er hensynene til markedstransparens og en velfungerende omsetning av finansielle instrumenter viktige å ivareta.¹⁸ Bakgrunnen for å gjøre dette til et hovedsatsningsområde stammer fra en rapport utarbeidet for EU-kommisjonen i 2002. Det ble her antatt at et integrert europeisk finansmarked ville innebære en økning i BNP i EU-området på om lag 0,5 % over det neste tiåret og en økning

¹² Med bakgrunn i at markedsmanipulasjonsbestemmelsen ble videreført uendret i den nye verdipapirhandelloven, gir ikke forarbeidene til denne loven veiledning om bestemmelsen utover tidligere forarbeider.

¹³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 64.

¹⁴ Kommissjonsdirektiv 2003/6/EC.

¹⁵ Regelverksprosess der Kommissjonen får kompetanse til å fastsette nærmere regler gjennom kommissjonsdirektiver eller kommissjonsforordninger i samarbeid med komiteer der medlemsstatene er representert. Forholdet mellom rammedirektiv og utfyllende rettsakter kan på mange måter sammenlignes med forholdet mellom lov og forskrift i norsk rett. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8.

¹⁶ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8.

¹⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 9.

¹⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 9.

i sysselsettingen på 0,5 %, blant annet som følge av lavere finansieringskostnader for næringslivet.¹⁹

Markedsmisbruksdirektivet er ett av 42 tiltak som inngår i EU-kommisjonens ”Handlingsplan for finansielle tjenester”. Disse tiltakene ble ansett som nødvendige for å skape et integrert europeisk finansmarked, og direktivet et av de mest sentrale elementene i handlingsplanen. Direktivet var det første EU-direktivet som ble vedtatt i samsvar med Lamfalussy-prosessen, en regelverksprosess som ble tatt i bruk fordi det etter den alminnelige regelverksprosessen tok for lang tid å gjennomføre endringer.²⁰ Strukturen av denne nye regelverksprosessen ble basert på fire ulike ”nivåer”, hvor nivå 1 inneholder vedtagelse av rammedirektiver, nivå 2 inneholder fastsettelse av detaljregler, nivå 3 inneholder CESRs utarbeidelse av standarder og retningslinjer, og nivå 4 inneholder EU-kommisjonens kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket.

Selv om markedsmisbruksdirektivet blir vedtatt på nivå 1, er det på nivå 2 og 3 de sentrale reglene og retningslinjene vedrørende grensene for straffbar markedsmanipulasjon blir vedtatt. På nivå 2 har kommisjonen, i samarbeid med en særskilt regelverkskomité som består av representanter for medlemslandenes ulike finansdepartementer (også Norge), vedtatt fire rettsakter, hvorav to vil være særlig knyttet til oppgavens innhold. Dette er Kommissjonsdirektiv 2003/124/EF som inneholder en definisjon av markedsmanipulasjon, og kommissjonsdirektiv 2004/72/EF som inneholder retningslinjer for hva som skal anses som akseptert markedspraksis.²¹ Disse kommissjonsdirektivene har blitt implementert i henholdsvis § 3-2 og § 3-3 i forskrift til verdipapirhandelloven av 29. Juni 2007 nr. 876,²²

¹⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8.

²⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8.

²¹ De to øvrige rettsaktene som er vedtatt i tilknytning til markedsmisbruksdirektivet er kommissjonsdirektiv 2003/125/EF og kommissjonsforordning nr. 2273/2003. Ot.prp. nr.12 (2004 – 2005) s. 10.

²² Se Høringsnotat av 7. mars 2005 – forskrift om markedsmanipulasjons, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalninger mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv mv.

og vil derfor ha direkte påvirkning på hvordan forbudet mot markedsmanipulasjons blir praktisert.

På nivå 3 i prosessen utarbeides retningslinjene av CESR²³. Retningslinjene er ikke bindende for medlemslandene, men tillegges stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter. En av retningslinjene som er utarbeidet i tilknytning til markedsmissbruksdirektivet er CESR/04-505b²⁴, som inneholder retningslinjer og informasjon om hva som etter markedsdirektivet anses for å være markedsmanipulasjon.²⁵ Disse retningslinjene innehar en viktig rolle i forbindelse med opptrekkingen av grensene for forbudet mot markedsmanipulasjon, og vil bli anvendt i fremstillingen både for å avklare lovbestemmelsens ordlyd og for å eksemplifisere ulike handlinger som omfattes av bestemmelsen.

1.2.3 Teori

Teori angående den norske markedsmanipulasjonsbestemmelsen er nesten ikke eksisterende. Den litteraturen som finnes er i utgangspunktet skrevet i tilknytning til den forrige kursmanipulasjonsbestemmelsen i § 2-6, noe som gjør at teoretiske kilder i liten grad vil bli behandlet i oppgaven.

For en fullstendig oversikt over alle benyttede kilder henviser jeg forøvrig til litteratur – og kildelisten.

²³ Committee of European Securities Regulators, en komité bestående av medlemslandenes tilsynsmyndigheter, også Kredittilsynet.

²⁴ Market Abuse Directive, Level 3 – first set of guidance and information on the common operation of the Directive.

²⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8.

1.2.4 Rettspraksis

Rettspraksis i forhold til dagens markedsmanipulasjonsbestemmelse i § 3-8 begrenser seg etter min oversikt, til én avgjørelse.²⁶ Denne avgjørelsen er den mye medieomtalte dommen om sluttkursmanipulasjon der tiltalte var forvalter Tom Walther Steen i Pretoriafondet.²⁷ Førstestatsadvokat Thomas Skjelbred i Økokrim har i media uttalt at denne dommen vil sette en standard i forhold til reaksjonen mot markedsmanipulasjon.²⁸ Steen ble i Oslo tingrett dømt for sluttkursmanipulasjon, men Økokrim anket saken til lagmannsretten over straffeutmålingen. Lagmannsrettens dom av 01.09.2008 skjerpet straffen i forhold til tingrettens straffeutmåling.²⁹

I tillegg til denne ene dommen der § 3-8 benyttes, vil også rettspraksis i forbindelse med den tidligere § 2-6 ha relevans. Praksis etter denne bestemmelsen består av noen få tingrettsdommer og forelegg. Typiske trekk med dommene er at de er konkret begrunnet, og at retten ikke har begitt seg ut på å tolke bestemmelsen ytterligere. Dommene vil, med bakgrunn i dette, ha liten rettskildemessig verdi, både på grunn av mangelen på generelle uttalelser og instansen de er avsagt i. Det faktum at det ikke foreligger dommer som har trukket grensene for det straffbare, gjør at det blir viktigere at andre rettskilder evner å trekke grensene for bestemmelsens innhold. Rettskilder som forarbeider og retningslinjene fra CESR vil derfor kunne bli ilagt høyere vekt enn de vanligvis ville i et mer komplett rettskildebilde. Dette vil også komme til uttrykk videre i oppgaven, der dommene i hovedsak vil bli brukt for å illustrere eksemplene gitt i medhold av markedsmissbruksdirektivet og retningslinjene fra CESR, i tillegg til at de vil anvendes for å avklare innholdet av vurderingskriteriene i lovbestemmelsens ordlyd.

²⁶ Markedsmanipulasjonsbestemmelsen var her endret etter at Steens handlinger fant sted, men før saken skulle opp til doms. Retten uttalte i denne forbindelse at Steens handlinger både rammes den dagjeldende verdipapirhandelloven og någjeldende verdipapirhandellov § 3-8.

²⁷ Saksnr: 07-128125MED-OTIR/08.

²⁸ <http://www.hegner.no/bors/article258508.ece>.

²⁹ Saksnr: 08-056867AST-BORG/02.

1.3 AVGRENSNINGER OG PRESISERINGER

1.3.1 Avgrensning mot manipulasjon i form av villedende atferd

Verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd nr. 2 står i en mellomstilling mellom den klare handelsbaserte manipulasjonen i annet ledd nr. 1 og den informasjonsbaserte manipulasjonen i annet ledd nr. 3. Etter § 3-8 annet ledd nr. 2 vil transaksjoner som inngås eller handelsordre inngis ”i tilknytning til enhver form for villedende atferd” regnes som markedsmanipulasjon.

Departementet påpekte under arbeidet med implementeringen av markedsmisbruksdirektivet at bestemmelsen i annet ledd nr. 2, som følge av sammenhengen med annet ledd nr.1, må omfatte noe mer enn det som følger av denne.³⁰ Etter lovens ordlyd er det den villedende atferden *i tilknytning* til transaksjonene eller handelsordrene, som gjør at disposisjonene etter totalvurdering kan bli ansett som markedsmanipulasjon.³¹ Resultatet av vurderingen kan derfor bli at disposisjoner som isolert sett fremstår som rettmessige, må anses som markedsmanipulerende på grunn av den tilknyttede villedende atferden, og ikke på grunn av disposisjonenes innhold.³²

Annet ledd nr.2 kan med bakgrunn i dette sies å ligge nærmere annet ledd nr. 3³³ når det gjelder meningsinnhold.³⁴ Årsaken til dette, er at disse to alternativene tar sikte på å regulere atferden i tilknytning til markedsvirksomheten, og ikke selve markedsvirksomheten som er regulert av annet ledd nr.1.

³⁰ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 66.

³¹ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 66.

³² Se første kommisjonsdirektiv artikkel 5. 2003/124/EF.

³³ Se punkt 1.2.3.

³⁴ Dette er også uttrykt av CESR i CESRs Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive s. 18 (CESR/02-089d). Det sies her at signalene til annet ledd nr. 2 overlapper med innholdet i bestemmelsen i annet ledd nr. 3 angående informasjonsbasert manipulasjon.

1.3.2 Avgrensning mot opplysningsbasert markedsmanipulasjon

Markedsmanipulasjon av børssnoterte aksjer ved spredning av opplysninger, der opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, er omfattet av ordlyden i vphl. § 3-8 annet ledd nr.3.

Fordi denne manipulasjonen ikke finner sted ved transaksjoner eller handelsordre, vil denne typen markedsmanipulasjon ha en annen karakter enn den handelsbaserte markedsmanipulasjon. For mens transaksjoner eller handelsordrer må vurderes konkret i forhold til om de inneholder manipulative signaler som fremstår som illegitime, kan opplysninger forholdsvis enkelt settes opp mot fakta for å fastslå om de er av den typen bestemmelsen har til hensikt å ramme.

Den opplysningsbaserte markedsmanipulasjonen vil i tillegg til denne bestemmelsen også reguleres av §§273 og 274³⁵ i straffeloven, samt forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9.

1.3.3 Avgrensning mot manipulasjon av unoterte aksjer³⁶

Som det følger av ordlyden i vphl. § 3-8 jf, § 3-1 gjelder bestemmelsen bare markedsmanipulering av ”finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked”. Manipulasjon av unoterte aksjer vil derfor ikke behandles i denne oppgaven. Fordi aksjene ikke er en del av det regulerte markedet er også omsetningen som regel lavere i disse aksjene, og manipulasjon vil derfor lettere kunne forekomme. I tillegg til dette vil de unoterte aksjene på grunn av sin status som unoterte, lide av et dårligere vern enn de børssnoterte aksjene. Årsaken til det er at virkeområdet for bestemmelsene om generell markedsatferd, som markedsmanipulasjonsbestemmelsen inngår i, ikke omfatter

³⁵ NOU 1996:2 Punkt 6.1.5.

³⁶ Unoterte aksjer er aksjer som handles i det norske gråmarkedet. Gråmarkedet kan også betegnes som ”OTC” som er en forkortelse for ”over the counter” og betegner det som handles over en ”disk” i motsetning til på en regulert markeds plass. Se mer om regulert marked i punkt 1.3.4 Presiseringer.

unoterte aksjer.³⁷ Kursen på aksjene av denne typen vil derfor være mer utsatt for manipulativ påvirkning enn de noterte, men selv om de ikke blir beskyttet av samme regler³⁸, er ikke det unoterte markedet fullstendig lovløst.

Virkeområdet for bestemmelsen om forbud mot urimelige forretningsmetoder vil ha rekkevidde inn på området markedsmanipulasjonsbestemmelsen regulerer, og manipulasjon av kursene i unoterte aksjer vil derfor kunne rammes av denne regelen.³⁹

1.3.4 Presiseringer

Det mest sentrale siktemålet med oppgaven er å gi en fremstilling av gjeldende norsk rett angående forbudet mot markedsmanipulasjon i tilknytning til børsnoterte aksjer.

Forbudet mot markedsmanipulasjon i norsk rett, er i utgangspunktet avgrenset til å gjelde finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked.⁴⁰ Men på grunn av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen vil også handlinger⁴¹ foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering, være omfattet.⁴²

Regulert marked for de aktuelle finansielle instrumentene, vil for Norges del være børs eller autorisert markeds plass, jf. definisjonen i børsloven § 3 jf. vphl. § 2-3 tredje ledd,

³⁷ Jf. vphl. § 3-1 første og tredje ledd. Utenom forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9 som etter § 3-1 første ledd annet punktum også gjelder for finansielle instrumenter som ikke er eller søkes notert på norsk regulert marked.

³⁸ Markedsmanipulasjonsbestemmelsen i vphl § 3-8, regler angående informasjonsplikt i vphl. Kap. 5.

³⁹ Bergo (2004), s. 297.

⁴⁰ Verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd.

⁴¹ Om ”handling” i markedsmissbruksdirektivet artikkel 10 og vphl. § 3-1 tredje ledd har Kredittilsynet i sitt høringsnotat punkt 2.3.2 til Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) uttalt: ” Dette er et videre begrep enn «transaksjoner» som vanligvis sies å omfatte tegning, kjøp, salg, bytte, og etter omstendighetene lån”.

⁴² Verdipapirhandelloven § 3-1 tredje ledd. Se markedsmissbruksdirektivet artikkel 10 bokstav b).

mens det for finansielle instrumenter i andre EØS-land er definisjonen i direktiv 93/22/EØF artikkel 1 nr. 13 som er aktuell.⁴³ I Norge finnes det i dag to børser; Oslo Børs og Nord Pool og fire autoriserte markedsplasser; Imarex, Fishex, Fishpool og Oslo Axess⁴⁴.

I denne oppgaven er det bare aksjer⁴⁵ som er notert eller søkes notert⁴⁶ på Oslo Børs som er aktuelle. På grunn av oppgavens omfang og hensyn til fremstillingen, vil øvrige finansielle instrumenter eller regulerte markeder ikke bli behandlet.

Jeg vil til slutt presisere at kun markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8 vil bli behandlet. Tilknyttede bestemmelser som regulerer markedsmanipulasjon, eller unntak fra markedsmanipulasjon, vil ikke bli omtalt.⁴⁷

1.4 DEN VIDERE FREMSTILLING

I den videre fremstilling vil jeg først i kapittel 2 gi en fremstilling og analyse av bestemmelsens ordlyd. Kapittel 3 inneholder en redegjørelse av rettstridsreservasjonen. I kapittel 4 blir det redegjort for skyldkrav og sanksjoner, mens det i kapittel 5 kommer en oppsummering.

⁴³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 15.

⁴⁴ ”Oslo Axess er et fullt ut regulert marked, men defineres ikke som et børsmarked i forhold til EU-regelverket grunnet de noe mindre strenge krav til selve noteringsopptaket. Identisk markedsovervåking samt løpende forpliktelser for selskapene tilsvarende de som gjelder for Oslo Børs sikrer investorbeskyttelse av beste merke. www.osloaxess.no

⁴⁵ Jf. vphl. § 2-2 første ledd nr. 1 jf. andre ledd nr.1.

⁴⁶ Det er altså ikke nødvendig at notering faktisk har funnet sted, så lenge det er søkt om notering for det aktuelle finansielle instrumentet. Men når det gjelder instrumenter det er søkt notering for, legges det til grunn at det må være sendt en formell skriftlig søknad om notering, jf. kriteriet ”request” i markedsmisbruksdirektivet artikkel 10 bokstav b). Se Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 12 og 14.

⁴⁷ Herunder vphl. § 3-12 som omhandler tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering, og § 3-13 som regulerer disposisjoner foretatt av EØS-stat, sentralbank mv.

2 FORBUD MOT MARKEDSMANIPULASJON VED TRANSAKSJONER ELLER HANDELSORDRE

2.1 INNLEDNING

”Det er knyttet en rekke problemer til grensdragningen mellom lovlig og ulovlig kursmanipulasjon. Et av de største problemene er at bak en transaksjon kan det foreligge ulike motiver som ikke lett lar seg avdekke. Ofte vil det kun være selve handlingen som gir indikasjoner på om det finner sted ulovlig kursmanipulasjon. Et slikt handlingsmønster kan imidlertid også dekke helt legitim markedsadferd og/eller være et resultat av tilfeldigheter.”⁴⁸

Som denne uttalelsen fra forarbeidene indikerer må man vurdere hver enkelt handling for å fastslå om det kan sies å foreligge markedsmanipulasjon. Selv om en situasjon objektivt sett kan karakteriseres som markedsmanipulasjon, kan situasjonen anses som lovlig dersom handlingen har en legitim begrunnelse og er i samsvar med akseptert markedspraksis på den aktuelle markedsplassen⁴⁹.

Med tanke på at dette er en straffebestemmelse, og kravet til forutberegnelighet står sterkt, er det betenkelig at situasjonen er slik på dette området at det verken i markedsmissbruksdirektivet, forarbeidene til direktivet, de norske forarbeider eller lovtekst er nærmere spesifisert hvordan bestemmelsen skal anvendes. Denne skepsisen deler også Økokrim i sin høringsuttalelse i forbindelse med implementeringen av direktivet. Økokrim uttalte her at:

”For så vidt gjelder denne bestemmelsen vil omfattende og instruktiv tolkningsveiledning i lovforarbeidene være nærmest et nødvendig vilkår for en strafferettslig håndheving.”⁵⁰

⁴⁸ NOU 1996:2 Punkt 6.3.4.2.

⁴⁹ Se nedenfor punkt 4.

⁵⁰ Høringsuttalelse, 7. mai 2004, Økokrim s.8.

Systematikken i forbudet mot markedsmanipulasjon fra lovgiverhold⁵¹ er at det er gitt eksempler på situasjoner som kan indikere at markedsmanipulasjon foreligger, men slik at det i hvert enkelt tilfelle må vurderes konkret. Dette er en lovgivningsmetode som ikke er vanlig verken i Norge eller EU. Direktivet er det første av tiltakene under EUs Financial Services Action Plan der denne lovgivningsteknikken benyttes.⁵²

På grunn av sammenhengen mellom den norske og den EU-rettslige reguleringen av forbudet mot markedsmanipulasjon vil jeg gi en fremstilling og analyse av den norske markedsmanipulasjonsbestemmelsen. Jeg vil videre gi eksempler på situasjoner som kan indikere markedsmanipulasjon i følge direktivene, og illustrere disse ved hjelp av rettspraksis.

2.2 HVILKE DISPOSISJONER OMFATTES AV FORBUDET?

2.2.1 ”Transaksjoner eller handelsordre”

Definisjonen av forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl. § 3-8 annet ledd nr. 1 omhandler markedsmanipulerende disposisjoner som er foretatt ved ”transaksjoner” eller ”handelsordre”. Både reelle og fiktive disposisjoner er omfattet av definisjonen, og ordlyden er positivt avgrenset mot aktive handlinger. Unnlattelse av å foreta en transaksjon eller handelsordre er følgelig ikke omfattet av bestemmelsens ordlyd.⁵³

⁵¹ EU-rett/CESR.

⁵² Se ovenfor i punkt 1.2.2. Financial Services Action Plan. Se http://europa.eu.int./comm/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

⁵³ Jf. også Wasenden s. 351.

Kredittilsynet uttalte i forarbeidene at deres oppfatning av begrepet ”transaksjoner” var at dette omfattet ”kjøp, salg, tegning⁵⁴, bytte⁵⁵ og, avhengig av forholdene, lån av finansielle instrumenter^{56, 57}

En transaksjon må etter dette anses som oppfylt når en salgsordre og kjøpsordre ”matches” på børsen, når den aktuelle tegningen skjer, byttet blir gjennomført eller låneavtalen inngått. Videre er både reelle og fiktive transaksjoner omfattet av definisjonen.

Begrepet ”handelsordre” relaterer seg til de tilfellene der en investor benytter en mellommann (typisk et verdipapirforetak) for å gjennomføre en tiltenkt transaksjon.⁵⁸ Selv om beskrivelsen av begrepet ”transaksjoner” for en stor del også er gjeldende for ”handelsordre”, omfatter ”handelsordre” andre typer manipulerende disposisjoner. En særlig aktuell situasjon er der investoren inngir en manipulativ handelsordre og denne blir stoppet av megler.⁵⁹ Et annet tilfelle som er omfattet, er hvor handelsordre blir inngitt med det formål å påvirke kursen på et finansielt instrument, uten at transaksjonen blir gjennomført.⁶⁰

⁵⁴ Det er særlig i forhold til ”tegnings” av finansielle instrumenter at det er viktig at markedsmanipulasjonsbestemmelsens saklige virkeområde omfatter finansielle instrumenter som ”søkes notert” etter vphl. § 3-1 første ledd.

⁵⁵ For eksempel en swap avtale. En swapavtale er en gjensidig bebyrdende avtale om bytte av forhåndsbestemte kontantstrømmer i et nærmere avgrenset tidsrom.

⁵⁶ Lån av finansielle instrumenter forekommer i oppgjørssituasjoner, og benyttes av investeringsforetak for å sikre oppgjør ved mislighold fra kunder. NOU 1995:1 Punkt 5.4.8.

⁵⁷ Høring - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv Punkt 9.3.

⁵⁸ Høring - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv Punkt 9.3.

⁵⁹ Se vphl. § 3-11.

⁶⁰ Sak nr. 02-11187 F/23. Se punkt 2.3.4 nedenfor.

Om disposisjonen i en aktuell situasjon karakteriseres som en ”transaksjon” eller ”handelsordre” er ikke vesentlig, da begge handlingene vil kunne innebære markedsmanipulasjon.

2.3 FORBUDET I VPHL. § 3-8 ANNET LEDD NR 1 – FØRSTE ALTERNATIV

2.3.1 Hvilket krav stilles til signalenes påvirkende karakter?

Ordlyden i forbudet om handelsbasert markedsmanipulasjon i vphl. § 3-8 annet ledd nr.1 – første alternativ lyder:

”... som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter”

For å konstatere markedsmanipulasjon, må altså transaksjonene eller handelsordrene ”gi(r) eller være egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter”.(min uth.) De tilfeller som ”gir” manipulerende signaler vil det ikke bli stilt spørsmål ved, siden disposisjoner som er ”egnet til å gi” manipulerende signaler også er omfattet. Første alternativ får følgelig ikke selvstendig betydning for bestemmelsens anvendelse, siden sannsynlighetskravet etter andre alternativ er satt lavere. Det er alternativet ”egnet til å gi”, som angir den nedre grensen i forhold til hvilke transaksjoner eller handelsordre som kan inneholde markedsmanipulerende signaler, som er skjønnspreget. Spørsmålet blir hvilket sannsynlighetskrav ”egnet til å gi” oppstiller i forhold til transaksjonenes manipulerende signaler.

2.3.1.1 Hvilket sannsynlighetskrav oppstiller ”som gir eller er egnet til å gi”?

I forbindelse med implementeringen av direktivet ga departementet uttrykk for sin forståelse av direktivets ordlyd.⁶¹ Departementet mente at uttrykket ”likely to give” i

⁶¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 63 følgende.

direktivet *ikke* innebærer at det skal kreves sannsynlighetsovervekt for at en transaksjon eller handelsordre skal omfattes av bestemmelsen. Dette standpunktet begrunnes med den danske og svenske oversettelsen av direktivet, som lyder henholdsvis ”kan give” og ”kan förventas ge”. Ordlyden i den danske lovteksten tyder på at kravet er satt lavere enn sannsynlighetsovervekt, da ordet ”kan” tilsier at kun en mulighet er tilstrekkelig.

Svenskene har til forskjell fra danskene inntatt ”förventas” i regelen, som forsterker kravet til sannsynlighet. Ordet ”förventas” tilsier at det må være en begrunnet forventning om at noe vil skje, og ikke bare en mulighet for at det vil inntreffe. Svenskenes ordlyd tyder derfor på at det er et krav om sannsynlighetsovervekt for at transaksjonen eller handelsordren skal omfattes av bestemmelsen, og synes med dette å ha innført en mindre streng regel enn danskene.

Departementet har ikke nevnt den tidligere lovreguleringen i engelsk rett i de norske forarbeidene, men også der har det vært tvil om hvordan begrepet ”likely” skal tolkes. FSA⁶² har tolket ordlyden i den tidligere Code of Market Conduct som gjaldt rettstilstanden i England forut for implementeringen av MAD. Begrepet ”likely” var også der en del av bestemmelsens sannsynlighetskrav og FSA tolket begrepet slik:

*“in order to be likely, there must be a real and not fanciful likelihood that the behaviour will have such an effect, although the effect need not be more likely than not”.*⁶³

Etter min oppfatning gir FSA uttrykk for at det *ikke* er nødvendig med sannsynlighetsovervekt for å rammes av bestemmelsen, men sannsynligheten for at transaksjonen gir manipulerende signaler må være av en viss grad, den må være reell og ikke være ubegrunnet. Dette blir også bekreftet av forarbeidene til Code of Market Conduct, hvor regelen er den samme, men ordlyden en annen. Forslaget lyder som følger:

*“in order to be likely, there must be a real and not fanciful likelihood that the behaviour will have such an effect, even if that likelihood is less than 50%.”*⁶⁴

⁶² Det britiske kredittilsynet.

⁶³ Code of Market Conduct 1.6.4 E (2) s. 59.

Selv om bestemmelsen ikke er videreført i MAD, må man anta at tolkningen av uttrykket også har relevans for MAD, og forståelsen av den norske markedsmanipulasjonsbestemmelsen.

Jeg konkluderer med bakgrunn i FSAs tolkning av begrepet ”likely”, og antagelsen om at den samme tolkningen vil bli lagt til grunn etter direktivet, at det ikke er et krav om sannsynlighetsovervekt etter direktivet.⁶⁵ Dette er også i samsvar med departementets forståelse.⁶⁶

Når det gjelder den norske bestemmelsen i vphl. § 3-8 første ledd foreslo Kredittilsynet i forbindelse med implementeringen av direktivet i norsk lov at passusen ”likely to give” skulle oversettes med ”vil kunne gi” i den norske lovteksten. Departementet endret dette forslaget til ”egnet til å gi”, fordi de mente at dette ga en mer dekkende beskrivelse av EØS-regelen, og at de med denne ordlyden ikke ville få en regel som rammet enhver (teoretisk) mulighet for manipulerende signaler.⁶⁷ Den endrede ordlyden er etter min mening i tråd med FSAs tolkning av ordlyden ”likely” der det må være en reell og ikke ubegrunnet sannsynlighet for at manipulerende signaler foreligger for at transaksjonen skal omfattes av ordlyden.

2.3.2 Hvilke signaler omfattes av forbudet?

En transaksjon eller handelsordre må for å kunne rammes av forbudet mot markedsmanipulasjonsbestemmelsen inneholde signaler av en nærmere bestemt karakter. I dette første alternativet, må disposisjonene inneholde signaler som er av en falsk, uriktig

⁶⁴ Market Abuse: A Draft Code of Market Conduct Nr. 59 s. 63. Punkt 1.6.4 E(2).

⁶⁵ Se Bergo i Norsk Lovkommentar, note 66. Bergo mener at direktiv teksten ”give, or are likely to give” i den engelske versjonen betyr krav til sannsynlighetsovervekt. Bergo tolker altså ”likely” annerledes enn departementet og FSA. Han mener også på denne bakgrunn at den norske implementeringen er i strid med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

⁶⁶ Se ovenfor.

⁶⁷ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 65.

eller villedende karakter for å være omfattet av forbudet. Spørsmålet er da hva falske, uriktige eller villedende signaler er?

Den norske bestemmelsens ordlyd fremstår ikke som en direkte oversettelse av ordlyden i direktivet. Departementet har valgt å oversette "false or misleading signals" i direktivet til "falske, uriktige eller villedende signaler". Departementet beholder dermed "uriktige" fra den tidligere kursmanipulasjonsbestemmelsen i tillegg til å implementere de to andre *alternative* vilkårene fra direktivet. Årsaken til at de beholder deler av eksisterende ordlyd er at de mener begrepene "falske" og "uriktige" har forskjellig meningsinnhold, og at disse sammen skal implementere direktivets "false". Departementet begrunner oversettelsen med at atferd som omfattes av vilkåret "falske" signaler vil være forbudt selv om de falske signalene skulle vise seg å være "riktige". Hensynet bak oversettelsen er å unngå en eventuell tvil om at uaktsom spredning av uriktige opplysninger omfattes av bestemmelsen, og på denne måten øke forutberegneligheten for investorer som opererer i markedet.⁶⁸

2.3.2.1 Hvordan påvirker signalene tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter?

For at man skal kunne identifisere de falske, uriktige eller villedende signalene i markedet, må man først vite hvordan signalene vil påvirke markedsmekanismene. Etter lovbestemmelsens ordlyd er signalene knyttet til tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter. Med dette forstår jeg at signalene potensielt vil kunne påvirke disse alternative faktorene slik at investorer og andre som benytter seg av disse faktorene i sitt beslutningsgrunnlag, vil kunne treffe sine beslutninger ut i fra manipulerede markedsmekanismer.

I og med at aktørene i det finansielle markedet handler ut i fra den til en hver tid tilgjengelige informasjon, er det denne "informasjonen" som er grunnlaget for all aktivitet i markedet.⁶⁹ De manipulerende transaksjonene eller handelsordrene må da inneholde en

⁶⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 66.

⁶⁹ Se kommisjonsdirektiv 2003/124/EF fortalens punkt 1.

informasjon som avviker fra den allment kjente informasjonen i markedet, for å bli karakterisert som manipulerende. At markedsmanipulasjon er grunnet i et informasjonsproblem er også uttalt i forarbeidene til den forrige kursmanipulasjonsbestemmelsen, der utvalget uttalte:

”Ved vurderingen av om noen uredelig har påvirket kursen, må det etter dette legges vekt på om den samme kurspåvirkning ville kunne oppnås dersom det var full åpenhet om handlingen, eller motivet bak var offentlig kjent.”⁷⁰

Alle transaksjoner eller handelsordre kan sies å utbre en viss informasjon, men spørsmålet er om disposisjonenes informasjon gjenspeiler motivene bak den aktuelle disposisjonen. Et eksempel kan være innsidere som kjøper store aksjeposter. En slik transaksjon vil gi informasjon om at selskapets ledelse, eller om noen i tilknytning til denne, har stor tro på selskapet, og at de forventer kursstigning i fremtiden. I motsetning vil en innsiders salg av aksjer, kunne utbre informasjon om at dette vil være et godt tidspunkt å selge aksjen på. Dette er bare to eksempler på hvordan markedet kan tolke informasjonen som følger av transaksjoner. Dersom transaksjonen der innsideren kjøper en større mengde aksjer viser seg å være en proforma avtale, der aksjene aldri blir overdratt, vil dette sende et falskt signal til markedet⁷¹. Markedet kan her tolke innsiders kjøp som et kjøpssignal, og at aksjen forventes å stige, mens realiteten er at ingenting er forandret fra tidligere tidspunkt. Markedsaktører kan da bli villedet til å foreta transaksjoner som ikke ville ha funnet sted dersom informasjonen angående det finansielle instrumentet hadde vært korrekt. Transaksjoner eller handelsordre hvor markedet er informert om handlingen og motivene bak, vil derfor ikke være egnet til å påvirke markedet på en manipulativ måte.⁷²

⁷⁰ NOU 1996:2 Punkt 6.3.4.2.

⁷¹ Se Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF Artikkel 4 c).

⁷² Jf. også uttalelse i forarbeidene til forrige kursmanipulasjonsbestemmelse i NOU 1996:2: ” Generelt legger utvalget til grunn at retningslinjene for hva som skal anses som uredelig må bygge på om full åpenhet rundt en transaksjon, ville medført en annen kursutvikling enn den som faktisk ble oppnådd.”.

For å kunne klassifisere transaksjonene eller handelsordrene som henholdsvis manipulerende eller lovlige, må vi vite hvilket meningsinnhold de alternative signalene har. Spørsmålet er da hva som regnes som ”falske, uriktige eller villedende signaler”.

2.3.2.2 Hva er falske, uriktige eller villedende signaler?

Det har vært uttalt at ”falske, uriktige eller villedende” signaler er skjønnsomme vilkår, hvor det i den enkelte situasjon må avgjøres konkret om de oppfyller lovens krav.⁷³ For at markedsmanipulasjon skal konstateres må et av de alternative vilkårene kunne betegne ”informasjonen” som transaksjonene eller handelsordrene er egnet til å gi angående tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter. Med ”signaler” må derfor forstås den informasjon som blir kjent for markedet når en transaksjon inngås eller handelsordre inngis på markedsplassen.

Hvordan man skal identifisere signalene, eller hvilken ”informasjon” de ulike signalene representerer, er ikke nevnt i markedsmanipulasjonsbestemmelsens ordlyd. Man må derfor henvende seg til øvrige relevante rettskilder for å søke innholdet i signalene.

Systematikken i markedsmissbruksdirektivet, som gjenspeiles i forarbeidene til markedsmanipulasjonsbestemmelsen, er at det defineres hva som er markedsmanipulasjon⁷⁴ før det eksemplifiseres situasjoner som faller inn under definisjonen.⁷⁵ Hvilket signal som er omfattet av den enkelte situasjon er ikke nærmere spesifisert, og det blir derfor vanskelig å oppstille identifiseringskriterier som man kan benytte i vurderingen av om markedsmanipulasjon foreligger i situasjoner som ikke er oppstilt i markedsmissbruksdirektivet, CESRs retningslinjer, eller de norske forarbeidene. For å kunne vurdere om markedsmanipulasjon foreligger i tilfeller som ikke allerede er eksemplifisert eller kartlagt, er man derfor avhengig av å foreta en tolkning av ordlyden for å ha mulighet til å identifisere hva som omfattes av de markedsmanipulerende signalene.

⁷³ Gravir, s. 105.

⁷⁴ Markedsmissbruksdirektivet artikkel 1 nr. 2.

⁷⁵ Markedsmissbruksdirektivet artikkel 1 nr. 2 annet ledd.

Vedrørende vilkårene ”falske” og ”uriktige” har departementet, som nevnt ovenfor, uttalt at vilkårene har forskjellig meningsinnhold. Selv om de har forskjellig meningsinnhold er det klart at begge er objektive vilkår, da motsetningene til begrepene er *ekte* og *riktig*, og disse er faste størrelser som ikke påvirkes av det enkelte subjekts synspunkt. For å fastslå om en transaksjon eller handelsordre gir eller er egnet til å gi ”falske” eller ”uriktige” signaler, kan en metode være å sammenligne ”informasjonen” som transaksjonen eller handelsordren gir, med disposisjonens reelle innhold⁷⁶. Konkluderer man med at en transaksjon gir falsk eller uriktig informasjon vedrørende markedsmekanismene tilknyttet det aktuelle finansielle instrumentet eller andre finansielle instrumenter, vil dette måtte inngå i en totalvurdering av om markedsmanipulasjon foreligger.

Vilkåret ”villedende” er også et skjønnsvilkår som ikke har en klar språklig betydning. I motsetning til de to andre vilkårene har ikke ”villedende” en konkret motsettende størrelse som gjør at meningsinnholdet lettere kan identifiseres. Vilkåret ”villedende” signal er av en subjektiv karakter⁷⁷, i motsetning til de to øvrige som kan identifiseres på et objektivt grunnlag. Dette får også betydning for fastsettelse av meningsinnholdet, da det er vanskeligere å søke støtte for den språklige forståelsen i den subjektive motsettende størrelsen ”rettledende”. På grunn av denne forskjellige karakteren på vilkårene, vil også meningsinnholdet av vilkåret ”villedende” identifiseres på en annen måte enn de andre.

I vurderingen av om vilkåret ”villedende signaler” er oppfylt, må man vurdere om ”informasjonen” markedet gis ved transaksjonen eller handelsordren kan villedende den *vanlige, fornuftige investor*.

⁷⁶ Det reelle innhold vil f. eks i en proforma transaksjon at selger av en aksje fremdeles er eier, selv transaksjonen utad gir informasjon som at aksjen er eid av kjøperen. Man må derfor i vurderingen sammenligne informasjonen disposisjon gir til markedet, med den reelle situasjonen. Reflekterer kjøpsordren en reell kjøpsinteresse med tanke på volum og pris? Reflekterer transaksjonen den reelle markedspris?

⁷⁷ Jf, også Wasenden s. 353.

Hva som er ”villedende” og hva som er ”rettlede” er avhengig av hvilken informasjon vedkommende som mottar informasjonen har fra før av, og hvordan denne personen tolker den. En transaksjon eller handelsordre som gir et signal, som oppfattes som ”villedende” for en person, trenger derfor nødvendigvis ikke å være det overfor en annen. For at en skal legge til grunn at en investor er villedet, må vedkommende derfor representere den *vanlige, fornuftige investor*, slik at hans forståelse av transaksjonens eller handelsordrens ”informasjon” reflekterer den menige investors forståelse⁷⁸.

Fordi vilkårene er alternative og ikke har nærmere avgrenset rekkevidde, vil trolig vilkåret ”villedende” være det som blir mest anvendt i praksis i vurderingen av om forbudet mot markedsmanipulasjon er overtrådt.⁷⁹ Årsaken til det er at ”villedende” er det mest fleksible vilkåret, fordi både de ”falske” og ”uriktige” signalene vil kunne oppfattes som ”villedende, men det ”villedende” signalet trenger ikke nødvendigvis å være ”falskt” eller ”uriktig” for å bli oppfattet som det.⁸⁰ Anvendelsesområdet for det ”villedende signalet” strekker seg derfor over de andre signalene, men ikke motsatt.

I og med at vilkårene kan komme til anvendelse på samme type situasjoner, vil jeg eksemplifisere situasjoner som kan være omfattet nedenfor.

⁷⁸ Se også definisjonen av innsideinformasjon i vphl. § 2-2 tredje ledd ” opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”. Jf, også Wasenden s. 353.

⁷⁹ At det mest fleksible vilkåret vil anvendes i praksis, kan kanskje også tolkes ut fra CESR Level 3s eksempler på mulige signaler på markedsmanipulasjon. CESR/04-505b Punkt 4.8.

⁸⁰ Som sagt ovenfor baserer ikke signalet ”villedende” seg på om informasjonen er objektivt riktig. En investor som ikke representerer den vanlige investor, kan derfor villedes uten at informasjonen som gis ved transaksjonen eller handelsordren er falsk eller uriktig.

2.3.2.3 Eksempler på manipulerende atferd knyttet til falske, uriktige eller villedende signaler

I Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF som gjelder gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet med hensyn til definisjonen av markedsmanipulasjon, er det i artikkel 4 oppstilt en ikke-uttømmende liste over signaler som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon. Dette er en liste over signaler som medlemsstatene skal påse at markedsdeltakerne og vedkommende myndigheter ved undersøkelse av transaksjoner eller handelsordrer må ta hensyn til i vurderingen av om manipulerende atferd har funnet sted. Denne listen er også inntatt i verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav a) til g).

Atferd som kan knyttes til falske, uriktige eller villedende signaler er rådende markedsforhold, herunder likviditet, volatilitet, strukturelle karakteristika mv.⁸¹ Andre faktorer av relevans er hvordan transaksjonen er inngått eller handelsordren er inngitt. Eksempel på vurderingstema vedrørende transaksjoner er blant annet om transaksjonen er reell, om transaksjonen kommer i stand som følge av samarbeid mellom to parter, tidspunktet for ordreinnleggelsen, eller lignende.

2.3.3 Hvilke markedsmekanismer kan påvirkes av signalene?

Som jeg nevnte i forrige punkt, må de markedsmanipulerende signalene som kan ledes ut fra transaksjonene eller handelsordrene, være falske, uriktige eller villedende vedrørende *tilbudet, etterspørselen eller prisen* av finansielle instrumenter. Spørsmålet er hva disse markedsmekanismene omfatter.

⁸¹ Høringsnotat – forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalninger mv. - implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv mv. av 7. mars 2005
Punkt 1.2.

2.3.3.1 Tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter

Disse tre faktorene representerer i stor grad hva manipulerende signaler i transaksjoner eller handelsordre kan påvirke. *Tilbudet, etterspørselen eller prisen* er alternative markeds mekanismer ved finansielle instrumenter som kan berøres individuelt av de manipulative signalene, eller påvirkes samtidig av de samme transaksjonene og handelsordrene. De to første faktorene, ”tilbud” og ”etterspørsel”, angår likviditeten i markedet, og skiller seg således fra ”prisfaktoren”, men likviditeten i markedet er ofte avgjørende for prisen og det er derfor vanskelig å se dette som isolerte mekanismer.

Lovens ordlyd og forarbeider gir ingen anvisning for innholdet av begrepene ”tilbudet, etterspørselen eller prisen” på finansielle instrumenter. Jeg vil derfor ta utgangspunkt i en alminnelig forståelse av bestemmelsens ordlyd for å gjøre rede for hvordan begrepene kan forstås.

”Tilbudet” på finansielle instrumenter vil på en børs eller verdipapirmarked representere den salgsinteressen som til enhver tid foreligger for et finansielt instrument. Tilbudet vil derfor i et regulert marked, som for eksempel Oslo Børs, vises ved salgsordrene som ligger i handelssystemet. Størrelsen på tilbudet vil derfor vises ved volumet på handelsordrene til de ulike prisene. ”Etterspørselen” vil representere det motsatte av ”tilbudet”, og komme til syne på samme måte. Etterspørselen vil på sin side reflekteres ved kjøpsordre for et finansielt instrument til ulike priser og utgjør derfor til enhver tid den kjøpsinteresse som foreligger for et finansielt instrument.

”Prisen”(”kursen”) er, teoretisk sett i forbindelse med finansielle instrument som omsettes på børs eller annet regulert marked, et resultat av tilbud og etterspørsel. Kursen vil derfor variere avhengig av hvordan kjøps- og salgsinteressen(etterspørselen og tilbudet) er for det aktuelle finansielle instrumentet, og ”prisen” vil med bakgrunn i dette til enhver tid være resultatet av disse mekanismene. Enhver relevant kursfastsettelse vil derfor representere ”prisen” på det finansielle instrumentet.⁸²

⁸² Bergo (2004) s. 296.

Dersom man anvender Oslo Børs som eksempel, vil den sist omsatte kurs til enhver tid utgjøre "prisen" på et finansielt instrument. Dette omfatter både den løpende kursnoteringen i løpet av dagen og sluttkursen når handelen er stengt for dagen. Siden enhver relevant kursfastsettelse er omfattet, vil også kursene ved handel med børsnoterte finansielle instrumenter gjennom verdiforetak som skjer over eller utenom børs være omfattet, så lenge rapporteringskravene til børsen medfører at all annenhåndshandel vil reflekteres som registrert omsetning og dermed bli offentliggjort av børsen.⁸³ Tilsvarende må også gjelde kursen for finansielle instrument som ikke er notert, men som er søkt notert.

Sammenhengen mellom de ulike markedsmekanismene kan illustreres ved hjelp av momentene som er oppstilt i verdipapirforskriften § 3-2 først ledd⁸⁴, som skal tas i betraktning i vurderingen av om transaksjoner eller handelsordre utgjør markedsmanipulasjon. I forskriftens § 3-2 første ledd bokstav a) knytter signalene seg til hvor stor andel av det daglige omsetningsvolumet transaksjonene eller handelsordrene utgjør i det aktuelle regulerte markedet. Transaksjonenes eller handelsordrenes volum er derfor med å avgjøre om disposisjonene er å anse som manipulerende. Ved vurderingen av volumet, må det etter eksempelet tas i betraktning om transaksjonene eller handelsordrene medfører en "betydelig endring i kursen til det finansielle instrument". Dette eksempelet viser at de manipulerende signalene vil kunne påvirke de ulike markedsmekanismene samtidig, og det faktum at den ene er påvirket vil kunne brukes som et moment i vurderingen av om en annen markedsmekanisme er påvirket.

2.3.4 Eksempler på ulike typer av situasjoner som kan utgjøre markedsmanipulasjon – første alternativ

Som en følge av at det ikke eksisterer rettspraksis som har trukket opp nøyaktige grenser for når straffbar markedsmanipulasjon ved bruk av transaksjoner eller handelsordre foreligger etter vphl. § 3-8, vil eksempler på situasjoner i markedsmisbruksdirektivet,

⁸³ Bergo (2004) s. 296.

⁸⁴ Se også Kommissjonsdirektiv 2003/124/EF Artikkel 4.

retningslinjene fra CESR, forarbeidene, verdipapirforskriften og i tillegg rettspraksis fra den tidligere kursmanipulasjonsbestemmelsen i vphl. § 2-6, være egnet til å illustrere situasjoner som bestemmelsen er ment å regulere.

I markedsmisbruksdirektivet art.1 nr. 2 annet ledd er det gitt tre eksempler på markedsmanipulasjon, hvor det første av de tre knytter seg til falske, uriktige eller villedende signaler. Situasjonen som er beskrevet er der en person, eller personer som samarbeider, sikrer seg en dominerende posisjon i forbindelse med tilbud og etterspørsel for et finansielt instrument som igjen vil ha en direkte eller indirekte effekt på kjøps- eller salgspris på instrumentet, eller som skaper andre uriktige handelsbetingelser.⁸⁵

I retningslinjene fra CESR⁸⁶ er det oppstilt fire situasjoner som illustrerer markedsmanipulasjon ved hjelp av ”falske, uriktige eller villedende signaler” Den første situasjonen som beskrives er ”wash trades”⁸⁷. Dette er en situasjon der transaksjonen ikke medfører endring i det reelle eierskapet eller markedsrisiko. Denne typen fiktive transaksjoner øker omsetningen i aksjen og gir inntrykk av at ”store nyheter” skal gjøres kjent i markedet.

Den andre situasjonen CESR gir er ”painting the tape”⁸⁸. Denne situasjonen kjennetegnes ved at en gruppe investorer kjøper og selger aksjer mellom seg for å skape en unormal høy aktivitet i verdipapiret. Denne unormalt høye aktiviteten vil da kunne tiltrekke seg andre investorer som manipulatoren vil benytte for å komme seg ut av aksjen til en høyere pris. Denne situasjonen er i forarbeidene beskrevet under begrepet ”pool”.⁸⁹ En ”pool” kan igjen deles inn i henholdsvis en ”bear pool”, som er en sammenslutning som har til formål å

⁸⁵ Se også beskrivelsen av ”corner” i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 57.

⁸⁶ CESR/04-505b Punkt 4.11 bokstav a) til d).

⁸⁷ Se også verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav c.

⁸⁸ Også omtalt som ”pump and dump”. <http://www.investopedia.com/terms/p/pumpanddump.asp>.

⁸⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 56.

foreta shortsalg for så å kjøpe tilbake den aktuelle aksjen til lavere priser, og en "bull pool", der deltakerne først vil kjøpe aksjen for så å selge til en høyere pris.

Den tredje situasjonen er "improper matched orders"⁹⁰. Dette betegner en situasjon der kjøps- og salgsordre er gitt på nesten samme tid, til samme pris og antall, av forskjellige, men ukjente parter. Transaksjonskjeden gjennomføres som regel av en gruppe investorer, men den kan også utføres av en enkelt investor gjennom nettmeglere eller forskjellige meglerhus. Denne typen transaksjoner eller handelsordre vil være egnet til å påvirke omsetningen av aksjen. Et eksempel som kan illustrere denne typen situasjon er et forelegg gitt av Politimesteren i Romerike den 20.06.07.⁹¹ Grunnlaget for forelegget som ble gitt etter vphl. §2.8⁹² var følgende:

*"Torsdag 22.desember 2005 agerte han(siktede) slik at han i løpet av 2 minutter ble registrert i Oslo børs handelssystem som både kjøper og selger i 3 transaksjoner på til sammen 60 000 aksjer i TST(Tandberg Storage ASA),
Kl. 13.55.46 la han gjennom nettmeglertjenesten til Nordea Bank ASA inn en salgsordre på 20 000 aksjer i TST med limit 5,28. Straks etter la han inn en kjøpsordre på samme antall TST-aksjer med samme limit. I Oslo børs omsetningssystem ble det således registrert en transaksjon kl 13.56.04 med ham selv som både kjøper og selger av 20 000 TST-aksjer til kurs 5,28.
Kl. 13.57.45 la han inn en ny salgsordre på 20 000 TST-aksjer med samme limit, hvoretter hans straks la inn en tilsvarende kjøpsordre. Kl. 13.57.14 ble ytterligere en transaksjon med ham selv både som kjøper og selger av 20 000 TST-aksjer til kurs 5,28 registrert i Oslo Børs handelssystem.
Kl. 13.57.45 la han inn en tredje salgsordre på 20 000 TST-aksjer med samme limit, hvoretter han straks la inn en tilsvarende salgsordre. Kl. 13.58.01 ble den tredje*

⁹⁰ Se også "matched order" i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 57 og verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav c).

⁹¹ Anm. nr. 9591114 17044/06-7 / MEH001.

⁹² Tilsvarende dagens vphl. § 3-8.

transaksjonen med ham selv som både kjøper og selger av 20 000 TST-aksjer til kurs 5,28 registrert i Oslo Børs handelssystem. Transaksjonene ble gjennomført til høyeste omsetningskurs den aktuelle dagen. Siste registrerte kurs før han gjennomførte handlene med seg selv var til kurs 5,25. Umiddelbart etter transaksjonene ble aksjen omsatt til kurs 5,29 og 5,30”.

Et annet eksempel fra rettspraksis som illustrerer en situasjon av denne type er dom av Holt Tingrett fra den 22. August 2002⁹³ Investoren hadde lagt inn ”matchende” salgs- og kjøpsordre i HEX-aksjer, noe som hadde ført til at kursen på verdipapiret hadde steget betydelig i forhold til siste omsetning før tiltaltes handler ble matchet.

Det fjerde eksempelet fra CESR på situasjoner som kan gjenkjennes som manipulerende er ”Placing orders with no intention of executing them”⁹⁴. Dette er en situasjon som kjennetegnes ved at handelsordre legges inn i markedet, der kursen er høyere eller lavere enn siste kjøp eller salgskurs. Intensjonen med ordrene er ikke å gjennomføre transaksjonene, men å gi markedet et misvisende inntrykk av tilbudet eller etterspørselen etter det aktuelle finansielle instrumentet til den aktuelle pris. Når markedet begynner å endre på seg i retning av den aktuelle prisen, blir så handelsordren trukket fra markedet. Denne type situasjon har også vært pådømt i en tilståelsesdom i Oslo Tingrett den 10. Januar 2003⁹⁵. Siktete ble her dømt for uredelig å ha påvirket aksjekursen i Det norske Oljeselskap(DNO) som er notert på Oslo Børs. Grunnlaget for dommen var følgende:

”Onsdag den 8. november 2000 i Oslo, i en telefonsamtale med aksjemegler N.N. i verdipapirforetaket Alfred Berg Norge ASA som varte fra kl 14.02 til kl 14.07, ba han tiltalte om å legge inn i Oslo Børs’ handelssystem en kjøpsordre på 500.000 aksjer i Det norske Oljeselskap(DNO) til kurs 28,80, og å trekke ordren tilbake meget raskt etterpå.

⁹³ Sak nr: 02-00095 M.

⁹⁴ Se også verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav f.

⁹⁵ Sak nr. 02-11187 F/23.

Han var klar over at innlegging av en slik ordre under de konkrete omstendigheter ville være egnet til å påvirke kursen på DNO-aksjer positivt.

I det N.N. straks deretter la inn ordren i børsens handelssystem, var siste registrerte omsetning i DNO-aksjen på kurs 29,00, og beste selger- og kjøperkurs var på hhv. 29,10 og 28,90. Registreringen av ordren i handelssystemet medførte at kursen på DNO-aksjer steg hurtig og etablerte seg på et høyere nivå.

Deretter ca. kl. 14.10, solgte han via verdipapirforetaket Christiania Markets ASA 100.000 aksjer i DNO, som han hadde kjøpt tidligere samme dag, til kurs 29,70.

N.N. trakk ovennevnte kjøpsordre på 500.000 DNO-aksjer fra børsens handelssystem ca. kl. 14.12, uten at den var påsolgt”.

2.4 FORBUDET I VPHL. § 3-8 ANNET LEDD NR. 1- ANNET ALTERNATIV

2.4.1 Hvilke sikringsdisposisjoner omfattes av forbudet?

Ordlyden i forbudet om handelsbasert markedsmanipulasjon i vphl. § 3-8 annet ledd nr.1 – annet alternativ lyder:

”Transaksjoner eller handelsordre... som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå”

Etter bestemmelsens ordlyd er det transaksjonene eller handelsordrene som må *sikre* kursen på et unormalt eller kunstig nivå. Når det gjelder forholdet til første alternativ, så er det en klar sammenheng mellom forbudet mot å ”sikre” kursen, og forbudet mot falske, uriktige eller villedende signaler, der begge alternativene regulerer transaksjoner eller handelsordre som gir misvisende informasjon om prisen på finansielle instrumenter.⁹⁶ Men i motsetning til det første alternativ, hvor det holder at transaksjonene eller handelsordrene ”gir, eller er

⁹⁶ Se Ot.prp. nr.12 (2004-2005) s. 56.

egnet til å gi” falske, uriktige eller villedende signaler for å være omfattet av bestemmelsen, tyder ordlyden på at transaksjonene eller handelsordrene her må være den faktiske årsaken til at kursen blir *sikret* for at dette alternativet skal kunne anvendes. Der det etter første alternativ altså holder med en sannsynlighetsgrad som ikke nødvendigvis er over 50 %, men som er reell og ikke hvilken som helst, for at man kan fastslå at transaksjonene eller handelsordrene inneholder markedsmanipulerende signaler, synes det her at det må innfortolkes en ”årsakssammenheng”⁹⁷ mellom transaksjonene eller handelsordrene og den unormale eller kunstige kursen for at vilkåret ”sikrer” skal være oppfylt.⁹⁸

Spørsmålet er når kursen blir ”sikret” på et unormalt eller kunstig nivå, og hvilke handlinger som utgjør sikring, tidsmessig og kvalitetsmessig.⁹⁹

2.4.1.1 Hva er sikring av kursen?

Min forståelse av å ”sikre” kursen ved en transaksjon eller handelsordre er at kursen på det aktuelle instrumentet holdes på den samme kursen som instrumentet hadde før transaksjonen eller handelsordren ”påvirket” instrumentet. Denne forståelsen av ordlyden har også støtte i den engelske direktiv teksten som bruker ordlyden ”secure” og særlig den svenske oversettelsen av direktivet der ordlyden sier ”låser fast priset”¹⁰⁰.

Men selv om direktivets og lovens ordlyd uttrykkelig sier at det er transaksjoner eller handelsordre som *sikrer* kursen som er omfattet av bestemmelsen, tyder CESRs

⁹⁷ Når det gjelder det rettslige innholdet i kravet til årsakssammenheng har det lenge vært den såkalte betingelseslæren som har vært lagt til grunn. I juridisk teori er læren beskrevet slik: ”A er årsak til B dersom A er en nødvendig betingelse (vilkår) for B’s inntreden”. Lødrup (1999) s. 296.

⁹⁸ Se også Wasenden s. 361.

⁹⁹ Økokrims problemstilling i forbindelse med høringen i forkant av implementeringen av direktivet, Ot.prp. nr. 12 (2004 – 2005) s. 61 og 62.

¹⁰⁰ 2003/6/EG.

retningslinjer på nivå tre¹⁰¹ at også en transaksjon eller handelsordre som *endrer* kursen på det finansielle instrumentet til en unormal og kunstig kurs også omfattes.¹⁰² Det ville også være lite logisk om ikke transaksjonene eller handelsordrene som skapte den unormale eller kunstige kursen var omfattet av bestemmelsen, når de som *sikrer* kursen på det samme nivået er omfattet.¹⁰³

I CESRs retningslinjer på nivå tre har de sortert de ulike typer disposisjoner som kan anses som markedsmanipulasjon etter rammedirektivets alternativer.¹⁰⁴

Et av eksemplene som er gitt i forhold til alternativet ”price positioning”(sikrer kursen) i CESRs retningslinjer er ”Marking the close”. Denne situasjonen kjennetegnes ved kjøp og salg av aksjer ved børsens stenetid i et forsøk på å påvirke sluttkursen på aksjen. I og med at CESR plasserer denne typen atferd under dette alternativet tyder det på at de tolker ordlyden slik at også *endringer* av kursen er omfattet av ordlyden *sikre*. Dette vil etter min mening være riktig tolkning av ordlyden, da de disposisjoner som faktisk etablerer det aktuelle kursnivå forut for stabiliseringshandlene, vil være like egnet til å manipulere kursen som de rene stabiliseringshandlene vil være.¹⁰⁵ Dette fremgår også av at transaksjonene eller handelsordrene som *endrer* kursen på et finansielt instrument, uten at det foreligger en reell grunn til denne endringen, vil omfattes av vilkåret ”villedende” signaler i første alternativ.¹⁰⁶

¹⁰¹ CESR/04-505b.

¹⁰² Dette standpunktet støttes også av verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav g som lyder som følger: ”om eller i hvilken grad handelsordrer inngis eller transaksjoner gjennomføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referansepriser, oppgjørpriser eller verdiberegninger foretas og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slike priser eller beregninger”.

¹⁰³ Se også Wasenden s. 362.

¹⁰⁴ CESR/04-505b, side 11.

¹⁰⁵ Slik jeg forstår CESRs tolkning av ordlyden er det ikke noe krav om at det er samme person som endrer kursen til et ”unormalt eller kunstig” nivå eller som ”sikrer kursen” for å omfattes av alternativet. Det kan derfor slik jeg ser det forekomme situasjoner der en investor etablerer den kunstige kursen, mens en annen investor ”sikrer” kursen. Begge investorenes handlinger vil her omfattes av alternativet, jf. det engelske direktivets ordlyd ”which secure by a person or persons acting in collaboration”(min uth.).

¹⁰⁶ Lovens annet alternativ fremstår derfor som en presisering av første alternativ. Se også Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 56.

At begrepet ”sikre” kan tolkes til også å omfatte *endring* av kursene til et unormalt eller kunstig nivå kan en dom fra Oslo tingrett av 6.mars 2008 fungere som støtte for.¹⁰⁷

Problemstillingen i saken var om Tom Walther Steen som var forvalter i fondet Pretorian Ltd, ”uredelig” hadde påvirket kursen på et finansielt instrument. Bestemmelsen som ble anvendt er den forrige kursmanipulasjonsbestemmelsen, vphl. § 2-6. Selv om denne bestemmelsen har en annen ordlyd en gjeldende rett, vil Steens handlinger også rammes av någjeldende verdipapirhandellov § 3-8.¹⁰⁸

Steen hadde i denne saken benyttet flere meglere for å gjennomføre et handelsprogram, der han ønsket at handlene skulle skje til sluttkurs for siste virkedag i 2004. Årsaken til handelen var at han ønsket å øke fondets bruttoeksponeringsnivå, og det var også grunnen til at slutthandelen ble valgt som handelstidspunkt. For å oppnå ønsket volum på handlene, for derved å øke fondets verdi på eksisterende portefølje, la han ved slutthandelen inn salgsordre på Findexa-aksjen med salgslimit kr 21 per aksje til tross for at siste omsetning var 23,60 per aksje på det tidspunkt han fastsatte kr 21. Dersom aksjen sluttet på denne kursen for året ville fondets avkastning ha økt, og brakt fondet nærmere aksjeindeksenens beregnede avkastning for fjerde kvartal.¹⁰⁹ Retten konkluderte med bakgrunn i handlene i Findexa-aksjene og tidspunktet for handlene slik:

¹⁰⁷ Se også forarbeidenes eksempel på kursmanipulasjon i NOU 1996:2 Punkt 6.1.2.2 Urimelige forretningsmetoder. Eksempelet lyder som følger: ” Et verdipapirfond kjøpte rett før årsskiftet aksjer til en kurs på opptil kr. 98. Dagen før var kursen kr. 70. Verdipapirfondet hadde fra før en stor post i de samme aksjene. Forvaltningsselskap kan verdsette verdipapirporteføljen i verdipapirfondene til markedsverdi. Markedsverdien for børsnoterte aksjer vil være børskursen. Ved å ha kjøpt de siste aksjene til en høy kurs, ble markedsverdien på fondets portefølje av de aktuelle aksjene fastsatt vesentlig høyere enn dersom det siste kjøpet ikke var foretatt. Fondet kunne således vise til en vesentlig bedre avkastning det siste år, enn det ellers ville hatt. Forvaltningsselskapet fikk sterk kritikk fra Kredittilsynet for bl.a. markedsmanipulasjon.”.

¹⁰⁸ Retten uttalte i dommen at ”Steens handlinger både rammes den dagjeldende verdipapirhandelloven og någjeldende verdipapirhandellov § 3-8”. Saksnr: 07-128125MED-OTIR/08.

¹⁰⁹ ”Window dressing” ved hjelp av ”marking the close”. ”Window dressing” er en strategi fondsforvaltere benytter for å bedre avkastningen av fondet før årsskifter eller kvartalsskifter for å kunne presentere et bedre resultat for nye eller gamle klienter. <http://www.investopedia.com/terms/w/windowdressing.asp>.

”Rettens konklusjon er etter dette at Steen søkte å påvirke børsens sluttkurs for Findexa-aksjen den 30. desember 2004 slik at kursen skulle få et kunstig lavt nivå”.

”Videre finner retten at denne konkrete påvirkningen var uredelig - i særdeleshet når den var knyttet til sluttkursen for et regnskapsår. Selv om det var reelle transaksjoner og fondet isolert sett tapte penger ved å selge for en lavere pris enn markedet var villig til å gi, hadde påvirkningen et illegitimt formål. ... Ordrene var derved egnet til å gi villedende signaler til markedet og få sluttkursen til å ende på et kunstig nivå”.(min uth.)

Som man ser av rettens konklusjon og begrunnelse er dette et eksempel på en ”marking the close” situasjon som CESR karakteriserer som ”price positioning”(sikrer kursen). Men slik jeg tolker rettens konklusjon og begrunnelse i forhold til dagens vphl. § 3-8, er det avgjørende for om ”endring” kan innfortolkes i ”sikre” at sluttkursen ender på et ”kunstig nivå” Hadde forsøket på å påvirke sluttkursen vært mislykket, slik at kursen før stengt tid hadde reflektert den reelle markedsverdi, ville situasjonen etter min mening blitt omfattet av første alternativ om transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler.¹¹⁰

Grunnen til at denne typen handlinger forekommer er også forklart i forarbeidene til den forrige kursmanipulasjonsbestemmelsen i NOU 1996:2 Punkt 6.3.4.2. Det ble her uttalt at: ”Forvaltningsselskapene kan, i motsetning til andre institusjonelle investorer, verdsette verdipapirporteføljen i verdipapirfondene til markedsverdi. For andre institusjonelle investorer, foretak mv. gjelder laveste verdis prinsipp, som innebærer at urealiserte gevinster ikke kan tas til inntekt i resultatregnskapet, mens urealiserte tap må kostnadsføres umiddelbart. Regnskapet gir viktig informasjon om et selskaps økonomiske utvikling og status. Det er derfor spesielt uheldig dersom den informasjon som fremkommer i regnskapet ikke gir et riktig bilde av selskapets situasjon og utvikling.”.

¹¹⁰ Dette synspunktet kan ha støtte i CESR/04-505b Punkt. 4.10 på side 11 der det er sagt at noen av situasjonene kan overlappes hverandre slik at de faller inn under flere kategorier, avhengig av hvordan situasjonen fremstår. Det er også vanskelig å se for seg transaksjoner eller handelsordre som ”sikrer” kursen på et finansielt instrument, og som ikke samtidig vil gi villedende signaler angående tilbudet, etterspørselen eller prisen ved det aktuelle instrumentet. Se også. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 56 der det indirekte uttales at annet alternativ fremstår som en spesifisering av første alternativ.

2.4.1.2 Hvor lenge må sikringen opprettholdes?

Når det gjelder hvor lang tid kursen må være ”sikret” på et unormalt eller kunstig nivå for å omfattes av bestemmelsen, gir ikke den nevnte dommen noen særlig god veiledning, da sluttkursen ble kansellert og satt tilbake til gjeldene kurs før påvirkningen av de manipulerende handelsordrene forelå. Men dersom man ser bort i fra at kursen ble kansellert i dette tilfellet, og kursen steg fra start neste handelsdag, ville ikke kursen ha vært ”sikret” på et unormalt eller kunstig nivå i mer enn noen minutter. Dette ville allikevel ha vært tilstrekkelig for Steen til å oppnå den gevinsten han var ute etter, nemlig å øke avkastningskravet på fondet for 4. kvartal. Vurderingen ser altså ut til å måtte baseres på om vedkommende som ”sikrer” kursen har oppnådd en urettmessig vinning i løpet av perioden kursen er ”sikret”. Hvor lang tid dette er vil derfor variere i de ulike situasjonene, og noen bestemt tidsperiode vil derfor ikke oppstilles.

2.4.1.3 Eksempler på manipulerende atferd knyttet til kurssikring

Eksemplene i punkt 2.3.2.4 angående manipulerende atferd knyttet til falske, uriktige eller villedende signaler, gjelder også i stor grad for kurssikring i og med at det ikke differensieres mellom de to typene verken i kommisjonsdirektiv 2003/124/EF eller verdipapirforskriften § 3-2. I forhold til kurssikringen er det særlig atferden beskrevet i verdipapirforskriften § 3-2 bokstavene e) og g) som er aktuelle.

2.4.2 Hvilken påvirkning må sikringsdisposisjonene ha på kursen?

En transaksjon eller handelsordre må for at forbudet mot markedsmanipulasjon etter annet alternativ skal være overtrådt, sikre kursen på et ”unormalt eller kunstig nivå”.

Problemstillingen som da må stilles er hva som menes med et ”unormalt” eller ”kunstig” nivå.

2.4.2.1 Hva er "unormalt eller kunstig nivå" på kursen?

Som det fremgår av punktet ovenfor må transaksjonene eller handelsordrene sikre kursen på et "unormalt eller kunstig nivå". Økokrim stilte i forbindelse med forarbeidene til vphl. § 3-8 spørsmål om hva som er sammenligningsgrunnlaget for et unormalt eller kunstig nivå på kursen, og om det er realitetsforskjeller mellom et "unormalt" og et "kunstig" nivå.¹¹¹

Begrepene "unormalt" eller "kunstig" er språklig vage begreper som gir liten veiledning i forhold til hvilket nivå kursen må ligge på for å være omfattet av disse begrepene. De språklige motsetningene vil derfor kunne være en veiledning for begrepenes meningsinnhold. For begrepet "unormalt" kan den motsettende størrelse være "normal", mens det for "kunstig" kan være "reell" eller "ekte".

En "normal" kurs i et regulert finansielt marked, vil med bakgrunn i markedets funksjon være den kursen som til enhver tid er et resultat av tilbud og etterspørsel etter det aktuelle finansielle instrumentet.¹¹² Det er bare når tilbudet og etterspørselen ikke er påvirket av ytre forhold som manipulerer disse mekanismene at handelen kan skje til kurser som reflekterer de reelle markedsforhold, og derfor vil også dette være den normale kursen på instrumentet¹¹³. Etter min mening vil da vilkåret om at kursen ligger på et "unormalt" nivå være oppfylt, selv om kursutslagene i den enkelte situasjon er små.

Tilsvarende gjelder for det alternative vilkåret "kunstig" kurs. Den språklige motsetningen "reell" gir antydninger om at en "kunstig" kurs foreligger dersom kursen ikke gjenspeiles

¹¹¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 62. Det ble ikke tatt standpunkt til spørsmålet ved departementets vurdering.

¹¹² Se også ovenfor i punkt 2.3.3.1 angående "prisen" på et finansielt instrument.

¹¹³ Se tilståelsesdom 02-11187 F/23 av 10. januar 2003 fra Oslo tingrett side 6 i forbindelse med spørsmålet om inndragning. Utbyttet som skulle inndras ble her utregnet ved å finne differansen mellom den manipulererte kurs og *den kurs siktede kunne ha fått for aksjene på samme tidspunkt uten manipulering(normal kurs)*, ganget med antall aksjer.(min uth.).

av det ”reelle” tilbudet og etterspørselen i markedet. De to vilkårene synes derfor å ha samme meningsinnhold.¹¹⁴

Det som må være ”normal” kurs fremkommer også i NOREX medlemsregler¹¹⁵(”NMR”) punkt 4.6.1 andre avsnitt der den ”normale” kursen er omtalt som ”aktuell markedsverdi”. ”Med ”aktuell markedsverdi” for et instrument menes kurser som etter en total vurdering gjenspeiler gjeldende prising av vedkommende instrument. Ved vurdering av aktuell markedsverdi bør det blant annet tas hensyn til endringer i prisen av instrumentet i løpet av den aktuelle børsdagen, endringer i prisingen av instrumentet foregående børsdager, instrumentets volatilitet og de generelle endringer i prisingen av sammenlignbare instrumenter, og dersom det er aktuelt, andre særlige forhold knyttet til omsetningen”.

Hva som er ”unormal”¹¹⁶ kurs må i hver enkelt situasjon vurderes konkret ut i fra markedsforholdene på det tidspunkt situasjonen oppstår, men etter NOREX punkt 4.6.1 tredje avsnitt vil ”en ordre ikke gjenspeile aktuell markedsverdi dersom den registreres i ordreboken med en kurs, som i tilfelle ordren blir automatisk sluttet, vil føre til en omsetning som åpenbart ikke gjenspeiler markedsverdien. Ordrens gyldighet skal tas i betraktning når ordrens kurs vurderes”.

Relevante markedsforhold som kan komme i betraktning er i tillegg til i NMR, også omtalt i verdipapirforskriften § 3-2 første ledd. Momenter som er nevnt her er blant annet om de aktuelle transaksjoner eller handelsordre fører til en betydelig endring i kursen (bokstav a og b), om de aktuelle transaksjoner foretas i løpet av kort tid og resulterer i en kursendring som senere reverseres (bokstav d og e) eller om en handelsordre endrer beste kjøps- eller salgskurs i markedet (bokstav f).

¹¹⁴ Jf. også Økokrims spørsmål i høringsuttalelsen nevnt ovenfor.

¹¹⁵ Handelsreglene ved Oslo Børs, som blant annet er de retningslinjer markedsobservasjonen ved Oslo Børs benytter.

¹¹⁶ Bruker heretter begrepet ”unormal” om begge de alternative vilkårene ”unormal” eller ”kunstig”. Dette på grunn av samme meningsinnhold i de to vilkårene.

Et eksempel hvor aksjen ble omsatt til en kurs på et ”unormalt” nivå har vi fra en dom av Holt Tingrett fra den 22.august 2002¹¹⁷. Tiltalte hadde i dette tilfellet vært både kjøper og selger ved en transaksjon¹¹⁸ av HEX-aksjer, noe som hadde ført til at kursen på verdipapiret hadde steget fra kr 3,07, som var siste omsetning forut for tiltaltes omsetning av egne aksjer, til kr 3,15, som var tiltaltes siste salgsordre som ble matchet mot en annen kjøper. Etter bevisføringen fremgår det også at markedsaktøren som siste salgsordre ble matchet mot, hadde justert sin kjøpskurs fra kr 3,08 til kr 3,15, på bakgrunn av tiltaltes transaksjoner.

Retten oppfatning var her at det ikke forelå rimelig tvil om at tiltalte forsto at den fiktive omsetningen av egne HEX-aksjer ville påvirke kursen. Det var heller ikke rimelig tvil om at kursene faktisk ble påvirket i det tiltalte selv solgte aksjene til en *markert høyere kurs* etter den fiktive transaksjonen, sammenlignet med de foregående omsetninger.¹¹⁹ Retten uttalte videre at tiltalte forsettelig hadde søkt å påvirke kursen på aksjene ved å gi inntrykk av en større omsetning enn det som reelt var tilfelle¹²⁰. Retten kunne heller ikke se at det forelå andre årsaksforhold som kunne tilregnes den *ikke ubetydelige kursstigningen* på HEX-aksjene.

Av denne dommen ser man at retten omtaler kursen som handlene skjedde på som en ”markert høyere kurs” enn kursen ved den foregående omsetning, og at kursen hadde hatt en ”ikke ubetydelig kursstigning” som følge av transaksjonen. Retten uttalelser tyder på at de anser kursen for å være ”unormal” på grunn av de foregående transaksjonene. Som man ser av dommen så er differansen mellom den normale kurs på kr. 3,07, som var siste omsetningskurs før den fiktive transaksjonen, og den ”unormale” kursen på kr. 3,15 som var første omsetningskurs etter den fiktive transaksjonen på 8 øre. Hvor stor differanse det

¹¹⁷ Sak nr: 02-00095 M.

¹¹⁸ Situasjonen omtales i punkt 2.3.4 som ”improper matched order”.

¹¹⁹ Investoren påvirket her ”spreaden” på aksjen. Formålet med denne type fiktive transaksjoner kan ikke anses legitimt, da en må legge til grunn at den andre investoren ikke hadde gjennomført sin handel dersom han visste at kursen avvike fra den reelle.

¹²⁰ Jf. verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav f).

må være mellom den ”normale” og den ”unormale” kurs varierer, og må vurderes konkret i hver enkelt situasjon. At kursen på aksjen hadde steget med 2,6 % ble av retten omtalt som en *ikke ubetydelig kursstigning*¹²¹, og var et moment som inngikk i rettens vurdering av om forbudet mot markedsmanipulasjon var overtrådt.

I denne situasjonen vurderer retten altså med bakgrunn i markedsforholdene og manipulators handlinger at en differanse på 2,6 % var nok til å konstatere at kursen var ”unormal”.

Et annet eksempel som kan bidra til å illustrere grensedragningen mellom et ”normalt” og en ”unormalt” kursnivå, er den tidligere nevnte dom av Oslo Tingrett av 06. mars 2008.¹²²

Blant momentene fra bevisbedømmelsen retten la særlig vekt på, som sammen var avgjørende for at retten kom til konklusjonen om at Steen søkte å påvirke sluttkursen på Findexa-aksjen slik at den endte på et kunstig lavt nivå, var Steens telefoniske kontakt med de to kundemeglerne Eirik Bergh og Morten Gabrielsen. Av samtalene mellom Steen og meglerne fremgikk det at det ble avtalt den 28. desember at det for Aktiv Kapital-aksjen skulle legges inn ordre i sluttauksjonen på siste børsdag ”sånn tre kroner over siste kurs” som utgjorde 2,3 % over børskurs, og at det ikke ville være noe problem om det skulle bli fem kroner idet ”det er bare hyggelig” i følge Steen.

Videre samtaler viser at det også for Findexa-aksjen foregikk handler i sluttauksjonen. I en samtale mellom Steen og megler den 30. desember ble det uttalt at ”den ser ut til å matche på kr 23,90, men det er et tynt bid”. Steen svarte: ”Legg den på 150 000(aksjer) med limit 21”. Megleren kunne senere opplyse om at Findexa-aksjen stengte på 21,80. Han opplyste samtidig om at Oslo Børs hadde ringt på grunn av Findexa. Megleren kunne senere i en

¹²¹ Etter min mening må ”en ikke ubetydelig kursstigning” bety det samme som at kursen etter kursstigningen ligger på et ”unormalt” nivå.

¹²² Saksnr: 07-128125MED-OTIR/08. Side 12.

telefonsamtale opplyse om at børsen hadde kansellert sluttkursen på kr. 21,80 og satt den til 23,60. Til dette hadde Steen uttalt: ”Helvete. Da gjorde vi feil...”.

Et annet moment retten la vekt på i bevisføringen for om Steen søkte å påvirke sluttkursen på Findexa-aksjen, var en av telefonsamtalene Steens medhjelper hadde med meglernes, der Andreassen (medhjelperen) var opptatt av hvor mye kursene kunne påvirkes uten at børsen grep inn og kansellerte ordrene. I samtalen fremgår det at megleren mener at en kurs som legges 4-5 % over den ”normale” kurs ved slutthandelen er for mye.

Slik jeg forstår rettens bevisføring tolker retten telefonsamtalen mellom Andreassen og megleren slik at de mener Steen var klar over at en transaksjon som skjer til en kurs som avviker fra ”normal” kurs med 4-5 %, påvirker kursen i så stor grad at kursen anses for å ligge på et ”unormalt” nivå.¹²³ Steens handelsordre med Findexa-aksjer i sluttauksjonen ble lagt til en kurs som lå 12 % lavere enn hva aksjekursen syntes å bli. Dette avviket ble plukket opp av børsen, som kansellerte sluttkursen på kr. 21,80 og satte den til 23,60. Dette tyder på at børsen mente at avviket var for stort, og at en kurs på kr. 21.80 ikke gjenspeilet reell markedskurs, og dermed var å anse som en ”unormal” kurs. Dette støttes også opp av at rettens moment om at det ikke har vært vanlig at kursen på Findexa-aksjen har steget eller sunket vesentlig umiddelbart før månedsskifter, og det har heller ikke vært spesielt store volumer umiddelbart før månedsskifter.¹²⁴ Retten sier med dette at aksjens historiske kursutvikling kan være med å fastslå når det foreligger en avvikende kurs. En grafisk oversikt over aksjekursen for det enkelte verdipapir vil derfor være til hjelp i forbindelse med fastleggelse av den normale kurs, for igjen å kunne fastslå hva som er et ”unormalt” kursnivå. Begrunnelsen for dette er at ulike aksjer oppfører seg ulikt i markedet, og volatiliteten derfor kan være betydelig. Aksjene kan naturlig svinge med mange prosent i løpet av kort tid, noe som må tas med i betraktningen når den ”unormale” kurs skal vurderes.

¹²³ Saks nr: 07-128125MED-OTIR/08. Side 11.

¹²⁴ Se også verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav a) og g) og NOREX medlemsregler punkt 4.6.1.

I dette tilfellet var avviket på 12 %. Sammenligner man dette med kursdifferansen på 2,6 % i forrige eksempel (dom av Holt Tingrett fra den 22.august 2002), som også ble ansett for å være et "unormalt" avvik, tyder det også på at avviket i dette tilfellet var langt over grensen for hva som er ansett for å være normalt, og at kursen derfor ligger på et "unormalt" nivå. Dette må som sagt vurderes konkret i hver enkelt situasjon, og det foreligger ikke et fast prosentvis avvik som vil konstatere en "unormal" kurs.

Når det gjelder Aktiv Kapital-aksjen og sluttauksjonen i denne, tyder avviket på 2,3 % mellom siste kurs og Steens ordre i sluttauksjonen på at også denne vil kunne være ansett som en "unormal" kurs dersom man sammenligner med forrige eksempel, men retten har ikke ført like utførlige bevis for denne transaksjonen som for den som gjelder Findexa-aksjen. Dette fremgår også av rettens konklusjon som bare gjelder Findexa-aksjen.

En annen mulighet for å konstatere at det foreligger en "unormal" pris er å sammenligne kursen med den etterfølgende kursutvikling, i stedet for den historiske utviklingen. Dette var løsningen som ble brukt i forarbeidene¹²⁵ til den forrige kursmanipulasjonsbestemmelsen, en metode som også kan benyttes etter dagens bestemmelse. Vurderingen for om det foreligger en "unormal" kurs må baseres på om kursen endres i den etterfølgende (normale) handelen, i forhold til handelen i perioden den påståtte manipulasjonen foregikk. I forarbeidene er det gitt et eksempel for å illustrere denne tankegangen.

Et annet eksempel er det tilfellet der aksjonærer i et selskap som skal foreta en emisjon kjøper store, eller mange, aksjeposter i selskapet. Dersom kursen stiger vil det kunne fastsettes en høyere emisjonskurs. Foretas det fiktive transaksjoner bør dette rammes. Ved reelle transaksjoner vil det imidlertid oppstå vanskelige grensespørsmål. Dersom kursen etter en emisjon forblir på et høyt nivå, kan det tyde på at kursen i utgangspunktet var lavere enn de underliggende økonomiske forhold skulle tilsi. Kjøpene har således drevet

¹²⁵ NOU 1996:2 Punkt 6.3.4.2.

*prisen i riktig retning. Faller kursen tilbake til sitt opprinnelige nivå etter emisjonen, vil det måtte antas at den høyere kursen ikke representerte den riktige kursen.*¹²⁶

En ”unormal” kurs vil som vist ovenfor kunne fastslås ved hjelp av ulike metoder, og det foreligger ingen eksakt fasit for når en ”unormal” eller ”kunstig” kurs foreligger. Hvorvidt det foreligger en ”unormal” eller ”kunstig” kurs vil etter dette bero på en helhetsvurdering der momentene oppstilt i NOREX medlemsregler og verdipapirforskriften er vurdert.

2.4.3 Eksempler på ulike typer av situasjoner som kan utgjøre markedsmanipulasjon – annet alternativ¹²⁷

Som i forhold til transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedede signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, foreligger det heller ikke i forhold til transaksjoner eller handelsordre tilknyttet sikring av kursen en vid rettspraksis som gir et godt rettskildebilde. Selv om vi i forhold til ”kurssikringen” har den nevnte Steen-dommen som gir en god illustrasjon på sluttkursmanipulasjon, vil eksemplene i de tilknyttede rettskildene også her være til illustrasjon for hva som omfattes av bestemmelsen.

I markedsmissbruksdirektivet art. 1 nr. 2 annet ledd omhandler ett av de tre eksemplene kurssikring, nærmere bestemt sluttkursmanipulasjon. Direktivet sier at kjøp og salg av finansielle instrumenter på slutten av handelsdagen med den effekt å vilde investorer som handler ut i fra sluttkurs, er å anse som markedsmanipulasjon. Denne situasjonen er omtalt som ”marking the close” i CESRs retningslinjer og situasjonen er også illustrert ved hjelp av Steen-dommen ovenfor.¹²⁸

¹²⁶ NOU 1996:2 Punkt 6.3.4.2.

¹²⁷ Disse eksemplene kommer i til de eksempler på situasjoner/rettspraksis som er gitt fortløpende i oppgaven.

¹²⁸ Som en videre illustrasjon kan Gyldendal-saken i Børsklagenemndens sak 2/2006 være. Se også omtale av denne saken i Oslo Børs Vedtak og uttalelser 2006 s. 146 følgende.

En av situasjonene er ”abusive squeeze”, som også er omtalt i forarbeidene som ”corner”¹²⁹ Denne betegner en situasjon der en stor enkeltinvestor eller gruppe av investorer søker å oppnå kontroll med tilbudet av et verdipapir. Dersom denne kontrollen oppnås, kan en slik gruppe tvinge investorer som er short i verdipapiret til å stenge sine posisjoner til urimelig høye priser. Det påpekes at normal tilbud og etterspørsel kan føre til et stramt marked, men at det i seg selv ikke fører til markedsmanipulasjon. Tilsvarende vil det faktum at en investor har påvirkningskraft på tilbudet eller etterspørselen for et finansielt instrument ikke automatisk bli ansett som markedsmanipulasjon.¹³⁰

En annen situasjon som er beskrevet er ”Excessive bid-ask spreads”, der mellommenn som har markedsrett, slik som meglere eller ”market makers”¹³¹ samarbeider på en slik måte at de påvirker kjøp-salg spreaden til et fiktivt nivå, og holder den her. Formålet med denne typen handlinger er senere å selge aksjene videre med gevinst.

En tredje situasjon er ”Creation of a floor in the pattern price”. I denne situasjonen vil en utsteder av en aksje etablere et ”gulv” i aksjekursen slik at kursen ikke faller lavere enn dette nivået. Dette kan være særlig aktuelt å følge med på i perioder der verdipapirforetaket har behov for finansiering, og kredittsituasjonen til selskapet tilsier at de er i en vanskelig situasjon.

Andre situasjoner CESR beskriver er ”Colluding in the after market of an Initial Public Offer” og ”Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market”. Disse uttrykkene betegner situasjoner i forbindelse med

¹²⁹ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 57.

¹³⁰ Denne situasjonen er også beskrevet i verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav b.

¹³¹ En ”Market maker” er et meglerfirma som tar risiko ved å sitte på aksjer i et selskap, for så å selge fra egenbeholdning til kunder senere. Nasdaq børsen er et eksempel på en markeds plass der ”market makere” opererer i stor skala, for å sørge for at markedet fungerer effektivt.

<http://www.investopedia.com/terms/m/marketmaker.asp>

børsnoteringer, der handler som foregår i ett marked er utført for å påvirke prisen på det samme eller et annet finansielt instrument, som er notert i et annet marked.

3 UNNTAK FRA FORBUDET MOT MARKEDSMANIPULASJON VED TRANSAKSJONER ELLER HANDELSORDRE

3.1 INNLEDNING

Ordlyden i unntaket fra forbudet om handelsbasert markedsmanipulasjon i vphl. § 3-8 annet ledd nr. 1 lyder:

”... med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet”

De to alternative gjerningsbeskrivelsene i vphl. § 3-8 annet ledd nr.1 er objektivt utformet og bestemmelsens virkeområde er preget av skjønn og sammenligning med allerede definerte lignende situasjoner. Med bakgrunn i dette er rettstridsreservasjonen¹³² viktig for å unngå at redelige disposisjoner omfattes av forbudet. Rettstridsreservasjonen inneholder på lik linje med forbudsbestemmelsen vilkår som må oppfylles for at den skal komme til anvendelse. Men i motsetning til forbudsbestemmelsen er vilkårene her kumulative, slik at rettstridsreservasjonen på grunn av sin strenge utforming får begrenset anvendelse.

¹³² Rettstridsreservasjonen går ut på at straffebud på leses med forbehold for unntakssituasjoner som det ikke har vært meningen å ramme med straff. Rettstridsreservasjonen fører bare helt unntaksvis til at noen blir frifunnet, den er en snever unntaksregel – en ”sikkerhetsventil”. Slettan m.fl. (2004) side 50.

Vilkårene som vil måtte vurderes i forhold til om rettstridsreservasjonen kan anvendes er om begrunnelsen for transaksjonen eller handelsordrene er ”å regne som legitim” og om transaksjonen eller handelsordren er ”i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet”.

Som det fremgår ovenfor skiller ikke markedsmisbruksdirektivet eller den norske lovbestemmelsen mellom reelle og fiktive disposisjoner når det gjelder anvendelsen av forbudsbestemmelsene i nr. 1. Skillet mellom de to typer disposisjoner vil først bli aktuelt dersom man har kommet til at disposisjonene oppfyller en av de to objektive gjerningsbeskrivelsene, og det blir spørsmål om rettstridsreservasjonen kommer til anvendelse.

Når det gjelder disposisjonenes motiver har Kredittilsynet i forbindelse med implementeringen av markedsmanipulasjonsdirektivet i norsk lov uttalt at en fiktiv handling aldri vil kunne fremstå som legitim, og med bakgrunn i dette vil en fiktiv transaksjon eller handelsordre heller ikke omfattes av unntaket som rettstridsreservasjonen oppstiller.¹³³ Når det gjelder de reelle handler vil det måtte foretas en konkret vurdering av om transaksjoner eller handelsordrer som oppfyller en av de to gjerningsbeskrivelsenes objektive ordlyd kan unntas på grunn av rettstridsreservasjonen.

Jeg vil derfor redegjøre for hvilke momenter som inngår i vurderingen av om en transaksjon eller handelsordre er ”legitim”, og hva som er ”akseptert markedspraksis”.

3.2 RETTSSTRIDSRESERVASJONEN I VPHL. § 3.8 ANNET LEDD NR. 1

3.2.1 Når har en reell transaksjon eller handelsordre en legitim begrunnelse?

I forarbeidene til verdipapirhandelloven uttalte departementet at:

¹³³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 58.

”Direktivets systematikk synes (imidlertid) å være at akseptert markedspraksis retter seg mot hvordan transaksjoner og innleggelse av ordrer objektivt sett må foretas, og at krav til legitim begrunnelse kommer som et tilleggsvilkår for at atferden skal være unnskyldelig.”¹³⁴

Som det fremgår av uttalelsen fra departementet er kravet om at transaksjonen eller handelsordren har en ”legitim” begrunnelse et selvstendig vilkår, som kommer i tillegg til kravet om at disposisjonene er omfattet av akseptert markedspraksis. I og med at dette er kumulative vilkår, vil ikke unntaket komme til anvendelse på disposisjonene dersom den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene ikke godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim. Men hva som ”er å regne som legitim” er ikke nærmere omtalt i forarbeidene til direktivet eller den norske bestemmelsen. Men i rådgivningen forut for Tredje kommisjonsdirektiv ble det i forbindelse med uttalelsen om retningslinjene for vurdering av akseptert markedspraksis uttalt at:

”It is important to note that the mandate does not request advice on what might amount to legitimate reasons”¹³⁵

CESR sier her at det ikke er etterspurt en uttalelse om hva som kan anses for å være en legitim begrunnelse. CESR avgrenser i rådgivningen mot begrepet, og omtaler det heller ikke senere. Jeg vil likevel prøve å gi en veiledning for hva som kan gjøre at en transaksjon eller handelsordre anses legitim.

Språklig sett betyr ordet ”legitim” rettmessig.¹³⁶ Ordet kan brukes om noe eller noen som oppfyller krav i bestemte regler eller normer¹³⁷.

¹³⁴ Ot.prp. nr 12 (2004-2005) s. 65.

¹³⁵ CESR/03-212c, Punkt 6, side 7.

¹³⁶ Gisle m.fl. (2002).

¹³⁷ Normer er et samlebegrep for rettsregler, sedvaner, veiledende retningslinjer, generelle prinsipper, eller lignende retningslinjer som påvirker og regulerer atferd.

Det vil også på det regulerte børsmarkedet eksistere retningslinjer for hva som er en ”legitim” begrunnelse, selv om slike ikke er oppstilt i tilnytning til markedsmisbruksdirektivet eller norsk lovtekst. I FSAs Code of Market Conduct 1.6.6 er det oppstilt fire faktorer som kan indikere at det foreligger ”legitime” disposisjoner, og som kan være til veiledning for begrepets innhold både etter direktivet og norsk lovtekst:

” (1) if the transaction is pursuant to a prior legal or regulatory obligation owed to a third party;

(2) if the transaction is executed in a way which takes into account the need for the market as a whole to operate fairly and efficiently;

(3) the extent to which the transaction generally opens a new position, so creating an exposure to market risk, rather than closes out a position and so removes market risk; and

(4) if the transaction complied with the rules of the relevant prescribed markets about how transactions are to be executed in a proper way (for example, rules on reporting and executing cross-transactions).”¹³⁸

Som det fremgår av disse faktorene kan transaksjonen ha en ”legitim” begrunnelse dersom vedkommende på et lovlig grunnlag er pliktig til å gjennomføre handlingen. Andre faktorer som kan være til veiledning er hensynet til markedets funksjon, vedkommendes risiko ved disposisjonen og til sist om disposisjonen følger retningslinjene for hvordan transaksjoner skal legges i markedet.

Som en videre veiledning har FSA også oppstilt tre faktorer i punkt 1.6.5 som kan indikere at disposisjonene *ikke* har en ”legitim” begrunnelse:

¹³⁸ FSA Code of Market Conduct, 1.6.6.E.

“1) if the person has an actuating purpose behind the transaction to induce others to trade in, or to position or move the price of, a qualifying investment;

(2) if the person has another, illegitimate, reason behind the transactions or order to trade,

(3) if the transaction was executed in a particular way with the purpose of creating a false or misleading impression”¹³⁹

Faktorene beskriver situasjoner der transaksjoner er gjennomført uten noen annen egenverdi utover å påvirke andre investorer eller kursen på aksjen, eller der vedkommende har en annen illegitim grunn for å gjennomføre transaksjonen eller handelsordren, og til sist der transaksjonen er gjennomført på en spesifikk måte med det formål å skape et falskt, uriktig eller villedende inntrykk.

Vi har også eksempler fra rettspraksis hvor retten behandler transaksjonens eller handelsordrens formål. I den tidligere nevnte Steen-dommen var Steen handlingsmønster og hans forklaring av dette et av momentene retten la særlig vekt på i bevisbedømmelsen. Retten uttalte i denne forbindelse:

”For det niende finner retten ikke å kunne legge til grunn Steens forklaring om at hans hovedhensikt var å sikre volum. Dersom dette hadde vært tilfellet, ville han valgt en annen fremgangsmåte i perioden 27. – 30. desember 2004 ved å handle prisgunstig over flere av disse dagene. Selv om økt volum kunne være ønskelig, var det ikke en nødvendighet idet fondet per den 30. desember 2004 var innenfor de definerte rammene for fondets bruttoeksponering selv om det lå lavt innenfor denne rammen”¹⁴⁰

Som det fremgår av denne uttalelsen trekker retten den slutningen at Steens handlinger ikke hadde noen ”egenverdi” utover å påvirke kursen. Retten synes heller å mene at Steens

¹³⁹ FSA Code of Market Conduct, 1.6.5.E.

¹⁴⁰ Saksnr: 07-128125MED-OTIR/08. Side 12.

formål med handelsordren er å påvirke sluttkursen slik at fondet får en bedre avkastning enn de i utgangspunktet ville hatt. Dette fremgår av rettens uttalelse der de sier:

”Videre finner retten at denne konkrete påvirkningen var uredelig – i særdeleshet når den var knyttet til sluttkursen for et regnskapsår. Selv om det var reelle transaksjoner og fondet isolert sett tapte penger ved å selge for en lavere pris enn markedet var villig til å gi, hadde påvirkningen et illegitimt formål.”¹⁴¹

Retten uttalte videre at ordrene på denne bakgrunn ”var egnet til å gi villedende signaler til markedet og få sluttkursen til å ende på et kunstig nivå”¹⁴²

Sammenligner man FSAs faktorer for hva som kan indikere at disposisjonene ikke har en ”legitim” begrunnelse med denne saken, vil Steens handlinger omfatte alle faktorene FSA beskriver. Begrunnelsen Steen ga for handelsordrene ble derfor ansett som ”illegitim”.

Et annet eksempel fra rettspraksis der transaksjonen ikke har en ”legitim” begrunnelse har vi fra Oslo Tingrett den 10. januar 2003.¹⁴³ Retten uttalte her:

”Retten viser også til at handlingen ligger nær opp til bedrageri, i det siktede har erkjent at hans hensikt med å legge inn kjøpsordren var å lure kjøpere til å betale for høy pris for DNO-aksjene for å høyne sin egen gevinst.”¹⁴⁴

Disse eksemplene viser at retten har tatt stilling til et subjektivt element ved handlingen. Rettstridsreservasjonen er altså utformet slik at selv om vphl. § 3-8 annet ledd nr.1 er en objektivt utformet bestemmelse, der det bare er handlingens ytre kjennetegn som er avgjørende for dens anvendelse, vil handlingens formål være et av vurderingsmomentene

¹⁴¹ Saksnr: 07-128125MED-OTIR/08. Side 12.

¹⁴² Saksnr: 07-128125MED-OTIR/08. Side 12.

¹⁴³ Sak nr. 02-11187 F/23.

¹⁴⁴ Sak nr. 02-11187 F/23. Side 6.

for å omfattes av unntaket. Og selv om eksemplene ovenfor gjelder den tidligere markedsmanipulasjonsbestemmelsen, der handlingenes formål inngikk som en del av den subjektive uredelighetsvurderingen som gjaldt etter den bestemmelsen, vil de slik jeg ser det være relevante i forhold til vurderingen av hva som anses som en legitim handlemåte etter unntaket fra dagens bestemmelse. Forskjellen er at det subjektive elementet i dag er plassert i unntaket, i stedet for å inngå i totalvurderingen som tidligere. Med bakgrunn i dette fremstår bestemmelsen som strengere enn den forrige kursmanipulasjonsbestemmelsen.

Selv om man konkluderer med at disposisjonens begrunnelse er ”legitim” er ikke det nok til at transaksjonen eller handelsordren unntas fra den objektive gjerningsbeskrivelsen. Disposisjonen må også være omfattet av akseptert markedspraksis på den aktuelle markedsplassen.

3.2.2 Når er en transaksjon eller handelsordre i samsvar med akseptert markedspraksis på den aktuelle markedsplassen?

I markedsmissbruksdirektivet artikkel 1 nr. 5 er akseptert markedspraksis definert som:

”’Accepted market practices’ shall mean practices that are reasonably expected in one or more financial markets and are accepted in one or more financial markets and are accepted by the competent authority in accordance with guidelines adopted by the Commission in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).”

Definisjonen av akseptert markedspraksis i direktivet sier at praksisen må være noenlunde forventet i et eller flere finansielle markeder og at de må være akseptert av den kompetente myndighet i tråd med retningslinjene i tredje kommisjonsdirektiv.¹⁴⁵ Videre er det uttalt i forarbeidene til verdipapirhandelloven at direktivets systematikk synes å være at akseptert

¹⁴⁵ Ot.prp. nr.12 (2004-2005) s. 67.

markedspraksis retter seg mot hvordan transaksjoner eller innleggelse av ordrer objektivt sett må foretas¹⁴⁶

Den aksepterte markedspraksisen vil derfor fremstå som en objektiv retningslinje for hvordan transaksjoner og handelsordre må foretas i markedet for å være rettmessig. I og med at denne kompetansen tilligger Kredittilsynet vil den aksepterte markedspraksisen bidra til å skape forutsigbarhet og rettsikkerhet for aktørene på det aktuelle markedet.¹⁴⁷

I verdipapirforskriften § 3-3 er det opplistet faktorer som Kredittilsynet skal ta hensyn til i vurderingen av hva som skal anses som akseptert markedspraksis.¹⁴⁸ Faktorene som ikke er utømmende er:

”(a) i hvilken grad den aktuelle markedspraksis er kjent for alle markedsaktørene,

(b) behovet for å sikre markedets funksjon, herunder velfungerende markedskrefter og et riktig samspill mellom tilbud og etterspørsel,

(c) i hvilken grad den aktuelle markedspraksis har innvirkning på markedets likviditet og effektivitet,

(d) i hvilken grad den aktuelle markedspraksis er tilpasset handelsmekanismene på det relevante markedet og setter markedsaktørene i stand til å reagere på en egnet og betimelig måte på nye markedsforhold som den aktuelle markedspraksis skaper,

(e) i hvilken grad den aktuelle markedspraksis utgjør en risiko for integriteten til direkte eller indirekte tilknyttede markeder i EØS-området,

¹⁴⁶ Ot.prp. nr.12 (2004-2005) s. 65.

¹⁴⁷ Se også kommisjonsdirektiv 2004/72/EF artikkel 3 nr. 3.

¹⁴⁸ Se også kommisjonsdirektiv 2004/72/EF artikkel 2 som er grunnlaget for forskriftsbestemmelsen.

(f) resultatet av undersøkelser av den aktuelle markedspraksis som er iverksatt av kompetente myndigheter i EØS-området, særlig med hensyn til om markedspraksisen er i strid med lover eller forskrifter om markedsmissbruk eller regler for god opptreden, og det relevante markedets strukturelle karakter, herunder om markedet er regulert eller ikke,

(g) hvilke finansielle instrumenter som handles og hvilke markedsaktører som opptrer i markedet.”

Faktorer som markedstransparens, markedets funksjon, markeds likviditet, effektivitet og markedets integritet er altså faktorer Kredittilsynet må ta hensyn til i vurderingen av om en praksis skal anses som akseptert markedsmanipulasjon. Vurderingen som må foretas, er en konkret og individuell vurdering, men så langt har det ikke funnet sted en som har ledet til akseptert markedspraksis på det norske eller nordiske verdipapirmarkedet.¹⁴⁹ I EØS-området er det derimot noen tilfeller av akseptert markedspraksis, men disse vil ikke komme til anvendelse i Norge da systematikken er slik at de må godkjennes av hver enkelt stats kompetente myndighet for å komme til anvendelse.¹⁵⁰¹⁵¹

Når det gjelder utviklingen av akseptert markedspraksis på verdipapirmarkedet i tiden fremover, uttalte Kredittilsynet at:

”Kredittilsynet vil imidlertid ikke utelukke at det i fremtiden kan utvikle seg praksiser også i det norske markedet som vil anses som ”aksepterte” til tross for at de dekkes av definisjonen av markedsmanipulasjon”¹⁵²

¹⁴⁹ Se høringsnotat om Forskrift om markedsmanipulasjon mv av 7. Mars 2005. Punkt 2.2.2.

¹⁵⁰ http://www.cesr-eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=51&docmore=1#doc. Se ”documents” for eksempler på akseptert markedspraksis som er godkjent i de respektive stater.

¹⁵¹ Se CESR/04-505b Punkt 2.8.

¹⁵² Høringsnotat om Forskrift om markedsmanipulasjon mv. Punkt 2.2.2.

Denne uttalelsen fra Kredittilsynet tyder på at det ikke vil bli omfattende unntak fra markedsmanipulasjonsbestemmelsen. Med bakgrunn i forbudsbestemmelsens vide virkeområde og dens utforming, vil derfor også redelige situasjoner omfattes av bestemmelsen. Løsningen for å unngå at de redelige disposisjoner rammes av straff blir derfor å anvende de objektive vilkårene i forbudsbestemmelsen med et slikt skjønn at de redelige disposisjonene faller utenfor. På denne måten vil man unngå at de disposisjonene blir rammet med straff, men samtidig vil man miste forutberegneligheten og rettsikkerheten som metoden med akseptert markedspraksis i utgangspunktet skulle gi.

Selv om det kan synes som det ikke vil bli omfattende aksepterte markedspraksiser i Norge, har CESR heller ikke i sine retningslinjer¹⁵³ publisert eksempler på akseptert markedspraksis.¹⁵⁴ I stedet har de fulgt opp linjen fra tidligere rådgivning¹⁵⁵ der de skiller mellom markedspraksis og markedsaktiviteter. I paragraf 5 uttalte CESR:

*”‘Activities’ would cover different types of operations or strategies that may be undertaken such as arbitrage, hedging and short selling. On the other hand, market ‘practices’ would cover the way these activities are handled and executed in the market.”*¹⁵⁶

Grunnen til at CESR har oppstilt dette skillet synes å være at de mener den aksepterte markedspraksisen ikke må være for vid utformet. Aktivitetene kan forekomme på mange forskjellige metoder, og det er disse metodene(praksisene) som må utgjøre akseptert markedspraksis.¹⁵⁷

¹⁵³ CESR/04-505b.

¹⁵⁴ Det ble bestemt at de spesifikke aksepterte markedspraksisene skulle publiseres på websiden til CESR(se ovenfor noe 110) for å sikre fleksibiliteten til praksisene. Se CESR/04-505b Punkt 2.9.

¹⁵⁵ CESR/03-212c.

¹⁵⁶ Se CESR/04-505b. Punkt 2.10.

¹⁵⁷ Se også CESR/04-505b. Punkt 2.11.

3.2.3 Hvem har bevisbyrden for at det foreligger en legitim transaksjon eller handelsordre som er i samsvar med akseptert markedspraksis på den aktuelle markedsplassen?

Det følger av bestemmelsens ordlyd at det er gjerningspersonen selv som har bevisbyrden for at han oppfyller de kumulative vilkårene i rettsstridsreservasjonen. I forarbeidene til bestemmelsen uttrykte Kredittilsynet at det vil være problematisk med ”omvendt bevisbyrde” i et strafferettslig regime.¹⁵⁸ Kredittilsynet foreslo derfor at ikke gjerningspersonen selv skal ha bevisbyrden for at det foreligger unnskyldelige forhold ved de aktuelle transaksjoner eller handelsordre, men at de alminnelige regler om beviskrav og bevisbyrde må anvendes. Departementets synspunkt på dette var at det ikke ville utgjøre en tilstrekkelig gjennomføring av EØS-forpliktelsen i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a annet ledd der det uttrykkelig er angitt at det er gjerningspersonen selv som har bevisbyrden for unnskyldelige forhold. Kravet til omvendt bevisbyrde gjelder likevel ikke i forhold til den manipulerende atferden da denne er omfattet av de alminnelige regler som beviskrav og bevisbyrde. Departementets grunnlag for at denne rettsanvendelsen var uproblematisk i forhold til norsk strafferett, var sanksjonslovutvalgets uttalelse om EMK art 6. nr. 2 (uskyldspresumsjonen) i NOU 2003:15 s.108.¹⁵⁹

”Det er under enhver omstendighet klart at uskyldpresumsjonen ikke er til hinder for å oppstille straffebud med omvendt bevisbyrde for unnskyldelige forhold. I Salabiaku-saken peker EMD på at alle rettssystemer bygger på faktiske eller rettslige presumsjoner. Omvendt bevisbyrde med hensyn til både objektive og subjektive vilkår har blitt godtatt av EMD i enkelte saker. Det er antakelig adgang til å gå nokså langt i å stille opp en formodning for skyld. Slike presumsjoner er ikke i strid med konvensjonen så lenge de holdes innenfor visse rammer og tar i betraktning betydningen av hva som står på spill og forsvarrets interesser. Den private part må imidlertid ha en rimelig mulighet til å bevise sin

¹⁵⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 64 og 65.

¹⁵⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 64 og 65.

uskyld. Et rent objektivt ansvar som ikke en gang åpner for straffrihet i force majeure tilfeller, vil innebære en krenkelse av konvensjonen.”

Utgangspunktet er altså at det er gjerningspersonen som har bevisbyrden for at hans transaksjoner eller handelsordre har en legitim begrunnelse. Grunnlaget for denne omvendte bevisbyrden synes å være at det er lettere for gjerningspersonen å godtgjøre at hans formål med disposisjonen er legitim, fremfor at påtalemyndigheten må bevise at den ikke er det. Men så lenge Kredittilsynet ikke har utviklet akseptert markedspraksis på verdipapirmarkedet vil ikke rettstridsreservasjonen komme til anvendelse. Spørsmålet er da om påtalemyndigheten i sin vurdering av om den objektive gjerningsbeskrivelsen er overtrådt må ta hensyn til gjerningspersonens begrunnelse for gjennomføringen av disposisjonen. Etter min mening er svaret på dette at dersom påtalemyndigheten ikke tar hensyn til gjerningspersonens begrunnelse i sin vurdering, vil bestemmelsen i praksis ramme langt flere disposisjoner enn det bestemmelsen var ment å ramme.

4 VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 3-8 - SKYLDKRAV OG SANKSJONER

4.1 SKYLDKRAV

Markedsdirektivet¹⁶⁰ inneholder ingen retningslinjer for hvordan markedsmanipulasjon skal straffes, eller hvilke skyldkrav som må oppstilles.¹⁶¹ Hvilket skyldkrav og straffesanksjoner som skal gjelde er derfor opp til hver enkelt stat å bestemme. I Norge er skyldkravet for markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8 alminnelig forsett eller uaktsomhet, jf. vphl. § 17-3.

I likhet med de objektive delene av markedsmanipulasjonsbestemmelsen er heller ikke skyldkravet eller straffen behandlet grundig i forarbeidene. De uttalelsene som foreligger

¹⁶⁰ CESR/02-089d.

¹⁶¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 68.

har Kredittilsynet stått for i sitt høringsnotat i forbindelse med implementeringen av direktivet. Kredittilsynet presiserer her at det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt etter bestemmelsen.¹⁶² Den nedre grensen for skyld vil derfor være simpel uaktsomhet med hensyn til alle deler av den objektive gjerningsbeskrivelsen, et skyldkrav som Departementet var enig i.¹⁶³ Departementet oppstilte i forarbeidene et eksempel på hvordan simpel uaktsomhet er tilstrekkelig til å ilegge straff. Eksempelet lyder:

”Det betyr for eksempel at en person som har kjøpt og solgt finansielle instrumenter til seg selv, kan straffes selv om han ikke visste (eventuelt så det som sannsynlig eller hadde til hensikt) at han faktisk kjøpte og solgte til seg selv og at dette var egnet til å gi villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris. Det er tilstrekkelig at han burde ha visst dette.”¹⁶⁴

Departementet så det ikke unaturlig å straffe uaktsom markedsmanipulasjon, og begrunnet dette med at det sentrale var effekten av handlingen og det faktum at den kan forstyrre markedsmekanismene på en måte som ikke er i samsvar med direktivets målsetning, et fungerende verdipapirmarked.¹⁶⁵

Nord Pool uttrykte i sin høringsuttalelse i forbindelse med revisjonen at ”det som utgangspunkt synes ulogisk å uaktsomt kunne manipulere”.¹⁶⁶ Departementet tolket dette som at uttrykket ”manipulasjon” kunne føre tankene hen mot en person, og hans hensikt om å manipulere.¹⁶⁷ Dersom dette hadde vært tilfelle måtte skyldkravet etter bestemmelsen

¹⁶² Høring - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.

¹⁶³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 62.

¹⁶⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 62.

¹⁶⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 62.

¹⁶⁶ Nord Pools høringsuttalelse til Høring - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.

¹⁶⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 62.

vært forsett, men det ser ikke ut til at departementet brydde seg nevneverdig om Nord Pools standpunkt, siden dette ikke er drøftet videre.

Medvirkning til markedsmanipulasjon vil etter vphl. § 17-3 4.ledd straffes på samme måte. Medvirkeren må i likhet med hovedpersonen oppfylle vilkårene i den objektive gjerningsbeskrivelsen samt de subjektive straffbarhetsvilkårene for å kunne rammes av straff.

Overtredelse av markedsmanipulasjonsbestemmelsen vil i tillegg til å ramme de fullendte manipulasjonsdisposisjonene, ramme forsøk.¹⁶⁸ Dette fremgår av direktivets art. 5 der det står:

*”Member States shall prohibit any person from **engaging in market manipulation**”¹⁶⁹(min uth.)*

Slik jeg forstår artikkelen vil alle som kan knyttes til utførelsen av transaksjonen eller handelsordren som leder til markedsmanipulasjon kunne straffes, dersom deres handlinger oppfyller de objektive og subjektive elementer av gjerningsbeskrivelsen.

4.2 STRAFF OG VINNINGSAVSTÅELSE

Overtredelse av markedsmanipulasjonsbestemmelsen skal etter direktivet ilegges sanksjoner for å sikre at regelverket mot markedsmanipulasjon er tilstrekkelig. Sanksjonene som ilegges må være hensiktsmessige og effektive og de må stå i forhold til graden av overtredelse og vinningen som er oppstått. Dette fremgår av direktivets forale der 38. avsnitt sier:

¹⁶⁸ Se Høring – begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv Punkt 9.2.1.

¹⁶⁹ CESR/02-089d Art. 5

”In order to ensure that a Community framework against market abuse is sufficient, any infringement of the prohibitions or requirements laid down pursuant to this Directive will have to be promptly detected and sanctioned. To this end, sanctions should be sufficiently dissuasive and proportionate to the gravity of the infringement and to the gains realized and should be consistently applied.”

I den norske verdipapirhandelloven er sanksjonene som er oppstilt for overtredelse av markedsmanipulasjonsbestemmelsen av både strafferettslig og administrativ karakter.

Den straffbare sanksjonen for overtredelse av vphl.§ 3-8 er regulert i samme lovs § 17-3. Etter denne bestemmelsen kan bøter eller fengsel i inntil seks år gis den som forsettlig eller uaktsomt overtrer markedsmanipulasjonsbestemmelsen. Denne straffen må som det fremgår av direktivets fortale stå i forhold til graden av overtredelse.

I tillegg til den straffbare sanksjonen er det også mulig å ilegge administrativ straff. Denne sanksjonen kommer til anvendelse dersom man har fastslått at skyldkravet er oppfylt, og gjerningspersonen har oppnådd en vinning på grunn av overtredelsen, jf. vphl. § 17-2. Sanksjonen som kan bli ilagt er i tilfelle helt eller delvis avståelse av vinningen, eller dersom vinningen ikke kan godtgjøres, et skjønnsmessig beløp.

Hvilken sanksjon som blir valgt vil variere avhengig av hvilken karakteristikk den konkrete sak har, slik som i den øvrige strafferetten. Med det vil i utgangspunktet alltid ilegges vinningsavståelse der urettmessig vinning foreligger.

5 OPPSUMMERING

I forbindelse med forarbeidene til dagens vphl. § 3-8 uttalte Kredittilsynet at:

”... antatt rettsstridig adferd, det vil si uredelig markedsmanipulasjon, vil måtte vurderes konkret. Denne vurderingen vil undertiden fremstå som mindre skjønnsom enn etter dagens regelverk. Bakgrunnen er at dagens rettslige standard kodifiseres i form av en rekke vurderingskriterier/faktorer.”¹⁷⁰

Som fremstillingen av gjeldende rett viser, har man i verdipapirhandelloven § 3-8 fått en objektiv gjerningsbeskrivelse, som ut i fra hensynene til forutberegnelighet og rettsikkerhet ikke er særlig presis. Statistikk og erfaring fra saksarbeidet viser at det gjenstår en del på dette området, og selv om mistenkelige forhold avdekkes har man få resultater å vise til.¹⁷¹

På grunn av bestemmelsens objektive utforming og den ”sovende” rettstridsreservasjonen, må man anvende en tolkning der de objektive vilkårene strekkes i tillegg til at man må trekke inn subjektive elementer for å avgrense mot situasjoner det ikke var ment å ramme med straff.¹⁷² Denne praksisen samsvarer ikke med direktivets systematikk der forbudsbestemmelsen er objektiv utformet med en subjektivt preget unntaksbestemmelse, men slik rettsstillingen er i dag, og så lenge Kredittilsynet lar rettstridsreservasjonen forbli ”sovende” på grunn av manglende akseptert markedspraksis, vil den også være slik i fremtiden.

I tillegg til at rettstillingen er preget av en liten grad av forutberegnelighet for investorene, vil bestemmelsens ordlyd og praktisering skape bevismessige problemer for påtalemyndighetene.

¹⁷⁰ Ot.prp. nr 12 (2004-2005) s. 58.

¹⁷¹ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 21.

¹⁷² Se også Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 62 angående skyldens betydning for vurderingen av om det objektivt sett foreligger markedsmanipulasjon.

Årsaken til dette er at det for forbudsbestemmelsen er påtalemyndigheten som har bevisbyrden. Så lenge rettstridsreservasjonen ikke er benyttet, og de subjektive elementene må inngå i vurderingen, er det opp til påtalemyndigheten å bevise at gjerningspersonen hadde et ikke-legitimt formål med sin disposisjon. Dette problemet vises også i de få større manipulasjonssakene Økokrim har behandlet de siste årene, etter etterforskning i kontrollkjeden og anmeldelse av Kredittilsynet. Etterforskningene av disse sakene har ledet til to tiltaler og to forelegg, hvorav ett av dem ble behandlet i tingretten fordi siktede ikke vedtok. Øvrige saker har endt med henleggelse etter bevisets stilling.¹⁷³

Hovedproblemet ved markedsmanipulasjon er relatert til at området er vanskelig og at utformingen av bestemmelsens ordlyd nødvendigvis gjør ytterligere avklaringer fra lovgiverhold om hvilke situasjoner som omfattes av forbudet, i tillegg til rettspraksis som trekker opp eksakte grenser for det straffbare.

¹⁷³ Rapport om samarbeidet mellom Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet, 2007, s. 21.

6 LITTERATURLISTE

- Bergo Knut Bergo: Børs- og verdipapirrett. Oslo 2004.
- Gisle m.fl. Jon Gisle, Kristian Andenæs, Jan Fridthjof Bernt, Thor Falkanger, Arnhild Dordi Gjønnnes, Magnus Matningsdal og Magnus Aarbakke: Jusleksikon. Drammen 2002.
- Gravir Gaute S. Gravir: Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv. Tidsskrift for Forretningsjus. 2005, nr 01.
- Lødrup Peter Lødrup: Lærebok i erstatningsrett. Oslo 1999.
- Norsk Lovkommentar www.rechtsdata.no
- Slettan m.fl. Svein Slettan og Toril Marie Øie: Forbrytelse og traff. Oslo 2004.
- Wasenden Odd Harald B. Wasenden: Om det finansielle kraftmarkedet. En rettslig studie, med vekt på regulering av informasjonstilgang og markedsatferd. Oslo 2007.

7 ØVRIGE KILDER

Lovregister:

Børsloven	Lov av 29. juni 2007 nr. 74.
Verdipapirhandelloven	Lov av 19. juni 1997 nr. 79.
Verdipapirhandelloven	Lov av 29. juni 2007 nr. 75.
Straffeloven	Lov av 22. mai 1902 nr. 10.
Verdipapirforskriften	Forskrift av 29. juni 2007 nr. 876.

Rettspraksis og nemndspraksis:

Saksnr: 07-128125MED-OTIR/08, Oslo tingrett

Saksnr: 08-056867AST-BORG/02, Borgarting lagmannsrett

Sak nr. 02-11187 F/23, Oslo tingrett

Anm. nr. 9591114 17044/06-7 / MEH001, Forelegg Romerike politidistrikt

Sak nr: 02-00095 M, Holt tingrett

Børsklagenemndens sak 3/2006

Forarbeider:

Høringsnotat, 1. mars 2004	Høring - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.
Høringsnotat, 7. mars 2005	Forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalinger mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv mv.
Høringsuttalelse, 3. mai 2004	Nord Pools høringsuttalelse til Høring - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv
Høringsuttalelse, 7.mai 2004	Økokrims høringsuttalelse til Høring – begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv
NOU 1995:1	Investeringsforetak
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 29 (1996–1997)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)

EU – direktiver og forordninger:

Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC
2003/124/EF

Kommisjonsdirektiv 2003/125/EC

Kommisjonsdirektiv 2004/72/EC
2004/72/EF

Kommisjonsforordning No 2273/2003

Markedsmisbruksdirektivet 2003/6/EC
2003/6/EG

Rådsdirektiv 93/22/EØF

Andre utgivelser:

CESR/02-089d CESRs Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive.

CESR/03-212c CESR's Advice on the Second Set of Implementing Measures for the Market Abuse Directive.

CESR/04-505b Market Abuse Directive, Level 3 - first set of guidance and information on the common operation of the Directive.

Financial Services Authority. Market Abuse: A Draft Code of Market Conduct Nr. 59
<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp59.pdf>

Financial Services Authority. Code of Market Conduct.
<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR>

Financial Services Action Plan.
http://europa.eu.int./comm/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

NOREX medlemsregler Versjon 2.1, oktober 2008.

Oslo Børs Vedtak og uttalelser 2006

Rapport om samarbeidet mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/nyheter/2007/rapport-om-samarbeidet-mellom-oslo-bors-.html?id=475382>

Digitale kilder:

Akseptert markedspraksis -
http://www.cesr-eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=51&docmore=1#doc

<http://www.hegnar.no>

<http://www.investopedia.com>

www.osloaxess.no