

UiO : **Det juridiske fakultet**

Grensen mellom legitime markedsstrategier og markedsmanipulasjon ved HFT-handel

Om HFT-handel, ved bruk at enkelte markedsstrategier, kan være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon, og en komparativ fremstilling av nåværende og fremtidige plikter knyttet til bruken av HFT-handel.

Kandidatnummer: 676

Leveringsfrist: 25.11.2015

Antall ord: 17 998



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	3
1.1	Problemstillinger	3
1.2	Temaets aktualitet.....	3
1.3	Avgrensninger og definisjoner	4
1.4	Videre fremstilling	4
2	RETTSKILDER OG NOEN METODISKE UTFORDRINGER	5
2.1	Lov og forarbeider.....	5
2.2	Rettspraksis	6
2.3	EU-direktiver med EØS-relevans.....	6
2.4	Tilsynsorganer	7
3	KORT OM OMSETNING AV VERDIPAPIRER OG BEHOVET FOR VELFUNGERENDE MARKEDER	9
3.1	Verdipapirmarkedenes funksjon og hensikt.....	9
3.2	Behovet for velfungerende markeder	9
3.3	Markedsplasser, noterte aksjer og investorbekyttelse.....	10
4	HFT SOM HANDELSMETODE	12
4.1	Hva er HFT?.....	12
4.2	Fremtidig legaldefinisjon av HFT	13
5	FORBUDET MOT MARKEDSMANIPULASJON OG BEHANDLING AV TYPETILFELLENE	16
5.1	Avgrensninger	16
5.2	Hva er markedsmanipulasjon?	16
5.2.1	Legaldefinisjon i vphl. §3-8.....	16
5.2.2	Forbudets legislative begrunnelse.....	16
5.2.3	Generelt om grensen mellom legitime og manipulative handlinger	17
5.2.4	Utfordringer knyttet til HFT-handel	18
5.3	Vphl. §3-8 (2) virkeområde.....	19
5.3.1	Saklig virkeområde	19
5.3.2	Stedlig virkeområde	19
5.3.3	Personelt virkeområde.....	19
5.3.4	Unntak fra §3-8 (2)	19
5.4	Tolkning av vphl. §3-8 (2) nr. 1	20

5.4.1	Handlingsalternativ I.....	20
5.4.2	Handlingsalternativ II	21
5.4.3	Momenter i verdipapirforskriften §3-2 og andre relevante momenter	22
5.4.4	Rettstridsreservasjonen	24
5.5	Skyld og sanksjoner	26
5.5.1	Subjektive straffbarhetsvilkår	26
5.5.2	Sanksjoner	26
5.6	Anvendelse av vphl. §3-8 på typetilfellene	27
5.6.1	Typetilfelle I.....	27
5.6.2	Typetilfelle II	30
5.7	Utfordringer ved anvendelse av §3-8	32
5.8	Om HFT-handel kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon	33
5.9	Et blikk fremover: MAR	34
6	GJELDENE OG FREMTIDIGE INFORMASJONSPLIKTER.....	36
6.1	Bakgrunnen for MIFID II og MIFIR.....	36
6.2	Samspillet mellom forbudet mot markedsmanipulasjon og informasjonsplikter.....	37
6.3	Markeds plasser	39
6.3.1	Offentliggjøring av ordreda.....	39
6.3.2	Offentliggjøring av handelsdata.....	39
6.3.3	Spesielt om dark pools og unntak fra plikten til å offentliggjøre ordedata.....	39
6.3.4	Tilsyn- og rapporteringsplikter	41
6.3.5	Innføring av organiserte handelsfasiliteter.....	42
6.3.6	Spesielt om regulerte markeder.....	43
6.4	Verdipapirforetak	44
6.4.1	Opplysnings- og rapporteringsplikter ved algoritmehandel.....	44
6.4.2	Lagringsplikt ved HFT-handel.....	45
6.5	Konsolidering av handelsdata	46
6.6	Kostnader og tilpasning.....	46
6.7	Om MIFID II og MIFIR kan antas å avhjelpe utfordringene ved HFT-handel og øke oppdagelsesmuligheten av markedsmanipulasjon	48
7	KONKLUSJON PÅ OPPGAVENS PROBLEMSTILLINGER.....	50

LITTERATURLISTE

1 Innledning

1.1 Problemstillinger

Denne oppgaven tar for seg to problemstillinger. Den første problemstillingen er om man ved bruk av HFT som handelsmetode i visse typetilfeller kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon jf. vphl. §3-8. Videre vil gjeldende informasjonsplikter som er nært knyttet til forbudet mot markedsmanipulasjon bli behandlet og sammenlignet med nye reguleringsinitiativ for verdipapirmarkedene som er ment å regulere og adressere utfordringene ved HFT-handel. Den andre problemstillingen er om det økte informasjonsnivået som følger av de nye pliktene, kan antas å avhjelpe utfordringene knyttet til bruken av HFT-handel og øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon

1.2 Temaets aktualitet

HFT (high-frequency trading) har endret dynamikken på verdipapirmarkedene fundamentalt¹ og har fått blandet mottakelse blant aktørene i verdipapirmarkedene. Påstandene har vært mange og ulike. Fra enkelte hold hevdes det at det tilfører markedet likviditet og som sådan er positivt for markedene,² mens det fra andre hold hevdes at HFT-handel fører til et uriktig prisbilde.³ Enkelte mener at HFT-handel ikke bør tillates på markeds plassene, mens enkelte markeds plasser mener at om de forbyr HFT-handel, vil det være å nekte sin videre eksistens.⁴ HFT-handel kan sies å ha utfordret både tilsynsmyndigheter, markeds plasser og andre investorer.

”Handel ved hjelp av teknisk avanserte løsninger har bidratt til sterk økning i antall transaksjoner og dermed et sikrere grunnlag for prissetting. På den annen side kan de nye handelsmønstrene bidra til (...) økt risiko for prismanipulasjon”⁵

Ifølge estimater gjort av EMSA, er 58% av ordrene på de europeisk markedene et resultat av HFT-handel.⁶ EU har sett det nødvendig å regulere og sette HFT under et nytt tilsynsregime blant annet begrunnet i en økt risiko for markedsmanipulasjon.⁷

¹ Arnoldi (2015) s. 4.

² Empiriske studier antyder at HFT-handel kan være positivt for markedet. Gomber (2011) s. 59.

³ Dagens Næringsliv (2012).

⁴ Oslo Børs (2015a).

⁵ Finanstilsynet (2015) s. 6.

⁶ ibid. s.15.

⁷ 2014/65/EU fortale avsnitt 68.

1.3 Avgrensninger og definisjoner

Det rettslige utgangspunktet er nasjonale regler for verdipapirmarkedene og oppgaven vil behandle noterte aksjer som omsettes i annenhåndsmarkedet. Oppgaven vil benytte seg av flere bransjespesifikke begreper. Definisjoner vil bli gitt forløpende i oppgaven eller i oppgavens fotnoter.

Med informasjonsplikter menes det plikter som vil bidra til informasjonsnivået, både direkte og indirekte. Betegnelsene verdipapir og finansielle instrumenter vil bli brukt om hverandre, uten at det innebærer en realitetsforskjell. Begge begreper knytter seg til definisjonen i verdipapirhandelloven §2-2.

Kun handelsbasert manipulasjon vil bli behandlet. Oppgaven vil ikke behandle alle tenkelig enkeltstrategier som kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon. Det vil imidlertid komme noen generelle betraktninger på grensen mellom legitime og manipulative strategier, men problemstillingen vil i all hovedsak bli belyst gjennom typetilfeller av HFT-handel.

1.4 Videre fremstilling

Problemstillingene vil bli forsøkt satt inn i en sammenheng, slik at problemsstillingenes betydning kommer frem i et større bilde. Overordnede mål for lovgivningen på verdipapirmarkedene vil bli behandlet for å forklare hensynene bak forbudet mot markedsmanipulasjon. Også markedsplassetes funksjonsmåte vil bli berørt, for å belyse mulige konsekvenser av markedsmanipulasjon. I fortsettelsen vil følgende forkortelser bli brukt:

ESMA	European Securities and Markets Authority
HFT	High-frequency trading
MAD	Directive 2003/6/EF on Market Abuse
MAR	Regulation (EU) No 596/2014 on Market Abuse
MHF	Multilateral handelsfasilitet
MIFID	Directive 2004/39/EF Markets in Financial instruments
MIFID II	Directive 2014/65/EU Markets in Financial Instruments
MIFIR	Regulation (EU) No 600/2014 on Markets in Financial Instruments
OTF	Organised Trading Facility

2 Rettskilder og noen metodiske utfordringer

Dette er et rettsområde som er preget av et stort omfang lover og forskrifter, som i stor utstrekning har sitt opphav i EØS-rettslige forpliktelser. Få bestemmelser har blitt tolket ved behandling for domstolene. Lovene som gjelder på verdipapirrettens område vil være primærkilden for denne oppgaven, mens det øvrige rettskildebildet kan anses som fragmentert. Formell lov vil være et naturlig utgangspunkt for å finne frem til hva som er rettsregelen, men ved tolkningstvil må andre rettskildefaktorer tolkes. Det er lite rettspraksis på dette området og det kan føre til at andre rettskildefaktorer får en annen eller forsterket vekt, blant annet forarbeider og praksis fra bransjespesifikke aktører. Det gis ingen uttømmende liste på alle relevante rettskilder, men det pekes mot de som er sentrale for oppgaven.

2.1 Lov og forarbeider

De mest sentrale lovene for denne oppgaven er lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) og lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven). Tilhørende forarbeider vil være en svært relevant rettskildefaktor grunnet lite rettspraksis. Ingen av lovene berører HFT-handel, men gir generelle bestemmelser uavhengig av hva slags handelsmetode som blir brukt. Dette omfattende regelverket har markeds plasser, verdipapirforetak og øvrige deltakere, for eksempel investorer, som pliktsubjekter. Denne oppgaven vil behandle flere informasjonsplikter som kan håndheves av Finanstilsynet og dette er mye av grunnen til at det ikke er rettspraksis knyttet til disse pliktene.

Både vphl. og børsloven inneholder hjemler for administrative sanksjoner, og vphl. hjemler både straff og bøter. Når en lov inneholder et pønalt element, bør det vises en generell tilbakeholdenhet til å foreta utvidende tolkninger.⁸ Aktørene som er pliktsubjekter etter tidligere nevnte lover, er til dels profesjonelle, men det er som sagt et omfattende regelverk som man må operere i tråd med. Derfor bør man ikke være omstendelig med bestemmelsenes ordlyd, fordi det kan føre til en lite forutsigbar rettstilstand for de ulike aktørene som må forholde seg til bestemmelsene.⁹

Forbudene på verdipapiriområdet er til dels generelt utformet og verdipapirmarkedet har ressurssterke aktører med høy tilpasningsevne. Om man gir svært konkrete lover, kan det hende at aktører vrir og tilpasser sin atferd for å omgå regulering. En slik tilpasning kan synliggjøre nye reguleringsbehov. Ved å gi skjønnspregede straffebed, kan man dekke fremtidige hand-

⁸ Jf. Grunnloven §96 første punktum for konstitusjonelle begrensninger for tolkning av straffebestemmelser og klarhetskravet i EMK art. 7.

⁹ Eskeland (2014) s. 126 og Eckhoff (2001) s. 127.

linger som man ikke forutså på lovgivningstidspunktet. Imidlertid reiser denne lovgivningsteknikken betenkeligheter i to relasjoner: kravet til forutberegnelighet og legalitetsprinsippet. Det vil føre for langt å gå nærmere inn på dette innenfor rammene av denne oppgaven, men av rettssikkerhetsmessige grunner er det noe man alltid må ha i bakhodet.

2.2 Rettspraksis

Det er lite rettspraksis knyttet til forbudet mot markedsmanipulasjon og en mulige årsak kan være at markedsmanipulasjon er vanskelig å oppdage.¹⁰ Rt. 2012 s. 686 (3-2) er en av få dommer som behandler forbudet mot markedsmanipulasjon jf. vphl. §3-8. Saken gjaldt en algoritme som handlet på vegne av Timberhill AG og som ble manipulert av to investorer over en lengre tidsperiode. Handlingen ble ansett som en overtredelse av vphl. §3-8 av både førstvoterende og annenvoterende, men det var uenighet knyttet til rekkevidden av forbudet og derfor ble det tatt ut dissens. Som utgangspunkt har dommer hvor det er tatt ut dissens begrenset rettskildemessig verdi. Imidlertid på dette området som er preget med sjeldent lite rettspraksis, vil dommen få større betydning. Den vil derfor være sentral ved tolkning av vphl. §3-8 i punkt 5.4.

2.3 EU-direktiver med EØS-relevans

MIFID er allerede gjennomført i norsk rett ved interne rettsaker, blant annet i vphl. og i børsloven, og er et rammeverk for finansielle tjenester i EU/EØS-landene.¹¹ MIFID har liten selvstendig betydning i nasjonal rett. Imidlertid kan det tenkes at direktivet kan ha en viss rettskildemessig verdi, om det er tvil om hvordan de nasjonale regler som har opphav i direktivet skal tolkes. Når bestemmelser oversettes fra et språk til et annet, er det en viss risiko for at innhold kan gå tapt eller bli endret i prosessen. Utgangspunktet er at lov som har opphav i folkerettslige forpliktelser, skal tolkes på en slik måte at tolkningsresultatet er forenlig med de aktuelle forpliktelsene.¹²

MIFID har nå blitt erstattet av MIFID II og MIFIR og det er forventet at de vil bli innlemmet i EØS-avtalen sent 2015/tidlig 2016. Både MIFID II og MIFIR er vedtatt av Europaparlamentet og Rådet, som er EUs øverste lovgivende organ, og omtales som level-1 bestemmelser.¹³ I level-1 bestemmelser, enten ved forordning eller direktiv, fastlegges hovedregler og prinsipper etter EUs ordinære lovgivningsprosedyrer. MIFID II og MIFIR gir Kommisjonen, sam-

¹⁰ Økokrim (2015) s. 26.

¹¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 31.

¹² Sejersted (2011) s. 207.

¹³ *ibid.* s. 127 flg.

men med en særskilt regelverkskomite, hjemmel til å utforme level-2 regler. Level-2 regler er detaljregulering innenfor rammedirektivets grenser og kalles rammedirektiver eller ramme-
forordninger.¹⁴ Status p.t. er at Kommisjonen ikke har vedtatt et level-2 regelverk, men det er
antatt at det blir vedtatt og vil tre i kraft i januar 2017.¹⁵ I Norge må dette gjennomføres ved
interne rettsakter, så tidspunktet for ikrafttredelsen av MIFID II, MIFIR og level-2 regelverket
beror på dette arbeidet.

EUs regelverksarbeid vil medføre endringer for nasjonal regulering på grunn av dens EØS-
relevans. På bakgrunn av dette har Finansdepartementet gitt Verdipapirlovutvalget mandat til
å utrede nødvendige endringer i nasjonal rett, samt lage utkast til mulige løsninger.¹⁶ Det må
derfor slutes at MIFID II og MIFIR har ingen, eller svært begrenset verdi, enn så lenge som
rettskildefaktor, da de ikke er gjennomført i norsk rett, og heller ikke blitt en del av EØS-
avtalen enda. Imidlertid blir de sentrale for oppgavens punkt 6, hvor de fremtidige pliktene vil
bli sammenlignet med gjeldende rett.

2.4 Tilsynsorganer

Finanstilsynet er et selvstendig forvaltningsorgan med et mandat gitt ved lov, gjennom vedtak
fra Stortinget, Regjeringen eller Finansdepartementet, samt EØS-rettslige standarder for fi-
nansielt tilsyn. På finansmarkedene skal Finanstilsynet føre tilsyn med at norske markeder
som er underlagt tilsyn, fungerer på en betryggende måte i samsvar med lov og forskrift.¹⁷
Finanstilsynet som tilsynsorgan, er mottaker av rapporter fra rapporteringspliktige og avgjør i
stor grad om et forhold skal anmeldes. Finanstilsynet er gjennom vphl. og børsloven gitt
hjemmel til å gi administrative sanksjoner ved overtredelse av enkelte bestemmelser i de
respektive lovene.

ESMA (tidligere CESR) er et resultat av en ny tilsynsstruktur som ble innført etter finanskri-
sen i 2011. Hovedmotivet for en ny tilsynsstruktur på EU-nivå, er å koordinere tilsynsarbeidet
på tvers av landegrensene i EU/EØS og legge til rette for et pan-europeisk tilsyn.¹⁸ ESMA
skal arbeide med å sikre at nasjonale myndigheter gjennomfører direktiver og forordninger
som de skal, gjennom en harmonisering av regelutvikling og regelhåndhevelse, for å forhindre
svakheter og ulik gjennomføring i de enkelte medlemslandene. Gjennom EØS-avtalen vil
Norge bli forpliktet til å forholde seg til denne strukturen. Om nasjonale tilsynsmyndigheter

¹⁴ Regelverksarbeidet følger Lamfalussy-prosessen. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 8.

¹⁵ Finanstilsynet (2015c).

¹⁶ Regjeringen (2015).

¹⁷ Finanstilsynsloven §§1-3.

¹⁸ Finanstilsynet (2011).

ikke overholder sine plikter, kan EMSA gripe inn ved å fatte bindende vedtak med virkning for Finanstilsynet og foretak som er underlagt tilsyn.¹⁹

¹⁹ Finanstilsynet (2011).

3 Kort om omsetning av verdipapirer og behovet for velfungerende markeder

3.1 Verdipapirmarkedenes funksjon og hensikt

Ved siden av banker og finansinstitusjoner, er verdipapirmarkedene en viktig finansieringskanal og har en sentral rolle i det finansielle systemet:

”Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til at samfunnets kapital kanaliseres dit den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i anvendelse av samfunnets ressurser. Verdipapirmarkedet kan bare fungere etter sin hensikt hvis deltakerne har den nødvendige tillit til dens virkemåte”²⁰

Oppgavene løses ved at markedsplassen kobler investorers kjøps- og salgsinteresser. Hensikten med dette er å gjøre markedene til en kapitalkilde for næringslivet samtidig som det er et plasseringsalternativ for investorer. Risikoen omfordes ved at det blir flere om å bære risikoen.

3.2 Behovet for velfungerende markeder

Konsekvenser av finansielle systemer som ikke fungerer som tilsiktet, kan være store og alvorlige. Ikke bare kan det påføre samfunnet store kostnader, men det kan det ta lang å gjenopprette markedets funksjon og tilliten til dets virkemåter.²¹ Verdipapirmarkedene er en viktig driver i norsk økonomi. Om markedene ikke virker etter sin hensikt, kan dette true den *finansielle stabiliteten*. Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser, og evner å omfordele risiko og formidle finansiering.²²

Formålet med børsloven og vphl. er at de blant annet skal legge til rette for tillitsvekkende og effektiv handel i verdipapirer.²³ *Effektiv* handel i denne sammenheng henspiller til hypotesen om effisient prisdannelse. I et perfekt marked som er effisient, vil prisen på et verdipapir ”reflektere all tilgjengelig informasjon, og prisen vil raskt tilpasses ny informasjon”.²⁴ Informasjon er dermed avgjørende for funksjonen til verdipapirmarkedet. Investorenes konsoliderte verdsettelsen av et verdipapir kommer til uttrykk gjennom blant annet aksjekurser. Denne verdsettelsen er basert på antatt nåverdi justert for fremtidig antatt verdi. Endringer i et verdi-

²⁰ Rt. 2009 s. 22, premiss 16.

²¹ Myklebust (2011) s. 42.

²² Norges Bank (2014) s. 5.

²³ Jf. børsloven §1-1 og vphl. §1-1

²⁴ NOU 1996:2 s. 24.

papirs verdsettelse vil komme til uttrykk gjennom en økning eller nedgang i tilbud og etter-spørsel. Ved markedsmanipulasjon forstyrrer man disse mekanismene.²⁵

Tillit er avgjørende for at investorer plasseres kapital i verdipapirmarkedene. Verdipapirmarkedet kan ikke løse de oppgavene det er satt til å løse uten deltakelse av investorer. Om tilliten synker vil den antatte risikoen øke; om investorene mangler tillit til at markedene gjenspeiler riktig informasjon, vil de anse investeringer som mer risikofylte. Dette kan virke fordyrende på kapitalen, og vil begrense norsk næringslivs tilgang på kapital.²⁶

Den samfunnsmessige betydningen av velordnede verdipapirmarkeder, og hvor nødvendig tillit er for å nå denne målsetningen, har blitt trukket frem som et moment i rettspraksis.²⁷ Forbudet mot markedsmanipulasjon er til for å beskytte markedet gjennom å øke tilliten til at prisene reflekterer reelle underliggende verdier, og ikke er et resultat av falsk informasjon. Markedets funksjoner ”kan utfordres av enkeltaktører som søker å oppnå enorme fortjenester på markedets bekostning, gjennom kreativ tilpasning til eller omgåelse av regelverket”.²⁸ Ved å beskytte brukerne av verdipapirmarkedet, beskytter man også markedet som helhet.²⁹ For at verdipapirmarkedet skal være velfungerende og virke etter sin hensikt, må det være en lav risiko for markedsmanipulasjon.

3.3 Markedsplasser, noterte aksjer og investorbeskyttelse

I Norge har vi to typer markedsplasser som er underlagt regulering: ”regulerte markeder” og ”multilaterale handelsfasiliteter” (MHF). Markedsplassene har samme funksjonalitet - de skal matche investorers kjøps- og salgsinteresser. Når ordrer sendes markedsplassen, havner de i markedsplassens ordrebok og kan bli matchet med andre ordre som har motsatt posisjon.³⁰ For begge typer markedsplasser kreves det tillatelse fra Finansdepartementet.³¹ Det er imidlertid noen vesentlige forskjeller mellom markedsplassene, blant annet adgangen til å notere verdipapirer

²⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 55.

²⁶ *lc.*

²⁷ Rt. 2006 s. 1049 og Rt. 2009 s. 22.

²⁸ Økokrim (2015) s. 26.

²⁹ Myklebust (2011) s. 45.

³⁰ Med motsatt posisjon, menes en posisjon som er motsatt fra den man har selv. Om man har en kjøpsordre, har noen en motsatt posisjon ved å ha en salgsordre.

³¹ Jf. børsloven §4 for regulerte markeder og jf. vphl. §2-1 (1) nr. 7 jf. §9-1 for MHF.

Et regulert marked kan ”beslutte opptak til handel” jf. børsloven §3. Det vil si at markedsplassen kan notere et verdipapir, og markedsplassen selv setter vilkårene for notering. I tillegg til å møte noteringskravene som er satt av markedsplassen, er noterte utstedere underlagt strengere krav til offentliggjøring av informasjon.³² ”Noterte” verdipapirer blir dermed et koblingsord for rettigheter og plikter for utstedere, markedsplasser og investorer, og det gir uttrykk for at verdipapiret har visse kvaliteter ved seg. Investorer som handler i noterte verdipapirer har et bredere informasjonsgrunnlag å ta investeringsbeslutninger på, sammenlignet med unoterte verdipapirer, og det foreligger dermed en form for investorbeskyttelse. Det foreligger investorbeskyttelse blant annet når investoren har mulighet til å foreta velfunderte investeringsbeslutninger, basert på korrekt og rettidig informasjon. Som det vil bli redegjort senere i punkt 5.3, så knytter forbudet mot markedsmåneling seg til hvor vidt verdipapiret er notert eller ikke.

Noterte verdipapirer kan også omsettes på en MHF jf. vphl. §2-3 (4), men en MHF kan ikke notere verdipapirer på samme måte som et regulert marked. Sammenlignet med et regulert marked, er ikke MHF underlagt like omfattende virksomhetsbegrensninger.³³ Men som det vil bli redegjort i punkt 6.3 nedenfor, er det for begge typer markedsplasser en omfattende plikt til å offentliggjøre ordre- og handelsdata i noterte verdipapirer,³⁴ samt en plikt til å drive markedsovervåking.³⁵

Noterte verdipapirer kan også omsettes utenfor overnevnte markedsplasser, på markedsplasser som ikke er underlagt regulering. Uregulerte markedsplasser er markedsplasser som ikke rammes av definisjonen til regulerte markeder og MHF, og da er det heller ingen krav til tillatelse. Ved omsetning på uregulerte markedsplasser, er det ingen informasjonsplikter som pålegger markedsplassen å offentliggjøre ordre- og handelsdata og ingen krav til markedsovervåking. Det er ingen etablerte kontrollmekanismer og uregulerte markedsplasser er ikke underlagt Finanstilsynets tilsyn.³⁶ Med andre ord har man større grad av transparens ved omsetning av noterte verdipapirer på markedsplasser underlagt regulering sammenlignet med omsetning på uregulerte markedsplasser. Dermed har man en høyere grad av investorbeskyttelse ved gjennomføring av transaksjoner på markedsplasser underlagt regulering.

³² Jf. vphl. kap. 5.

³³ Jf. vphl. kap. 9 -10 og børsloven kap. 3-5.

³⁴ Jf. vphl. §§ 11-3 og 11-4 for MHF og børsloven §§ 28 og 29 regulerte markeder.

³⁵ Jf. vphl. §11-2 for MHF og børsloven §27 for regulerte markeder.

³⁶ Finanstilsynsloven §§ 1- 2.

4 HFT som handelsmetode

4.1 Hva er HFT?

HFT-handel er en form automatisert handel av verdipapirer og blir brukt som et middel for å gjennomføre en markedsstrategi. Dette kan betraktes som et nytt steg i ønsket om å effektivisere hvordan ordrer sendes til markedsplassene. Tidligere var meglerne tilstede ved markedsplassene og mottok ordre fra kunder pr. telefon. Når muligheten for å sende ordre elektronisk kom, flyttet meglerne ut.³⁷ Det siste steget i utviklingen er fullstendig automatisert handel, hvor algoritmer tar investeringsbeslutninger og initierer ordrer. Til tross for at dette er et nytt steg i en utvikling som har skjedd over tid, representerer bruk av algoritmer et radikalt skifte fra bruk av mennesker til bruk av teknologi. Dette har ført til en fundamental endring i dynamikken på verdipapirmarkedet.³⁸

Generelt er algoritmer programmert med et sett absolutte regler og den er satt til å løse gitte problemer innenfor disse reglene.³⁹ I algoritmen implementeres en markedsstrategi - å ha en markedsstrategi er ikke noe nytt, men måten den gjennomføres på er ny. Frekvensen på ordrene er høy og en ordre kan sendes til markedsplassen i løpet av 250-300 mikrosekunder. Mikrosekunder kan i noen tilfeller være avgjørende i konkurransen med andre algoritmer.⁴⁰ Ordrebøkene på markedsplassene endrer og beveger seg dermed svært raskt. Dette har skapt utfordringer, både for tilsynsmyndigheter, markedsplasser og andre investorer.

Algoritmehandel kjennetegnes ved at en algoritme generer ordrer med liten eller ingen menneskelig inngripen. Algoritmen reagerer på prissignaler i markedet og bestemmer hvorvidt det skal sendes en ordre, til hvilken pris og på hvilken markedsplass. HFT-handel er også algoritmehandel, men har noen kjennetegn som ordinær algoritmehandel ikke har. HFT vil dermed alltid være algoritmehandel, men algoritmehandel trenger nødvendigvis ikke å være HFT. Noen av kjennetegnene ved HFT-handel er blant annet, som betegnelsen gir uttrykk for, at ordrer legges inn med høy frekvens og med lavt volum.⁴¹ Svært mange av ordrene ender ikke i en handel. I tillegg til at HFT-handel er kjennetegnet ved svært korte posisjoner⁴² i markedet, er det svært vanlig å nullstille alle posisjoner før handelsdagens slutt, for ikke å ha markedsrisikoen frem til neste handelsdag. Dette gjøres ved å selge en eventuell aksjebeholdning samt at alle ordre hos markedsplassene kanselleres.

³⁷ Oslo Børs (2015a).

³⁸ Arnoldi (2015) s. 4.

³⁹ *lc.*

⁴⁰ *ibid.* s. 5.

⁴¹ Volum: størrelsen på ordren, hvor mange aksjer som ønskes kjøpt eller solgt.

⁴² Med kort posisjon menes tidsintervallet fra man kjøper et verdipapir og til man selger det.

4.2 Fremtidig legaldefinisjon av HFT

I norsk lovgivning er det p.t. ingen legaldefinisjon av HFT. Imidlertid har MIFID II, som vil få betydning for norsk lovgivning, en legaldefinisjon av både algoritmehandel og HFT-handel. Denne handelsmetoden har tidligere ikke vært gjenstand for spesiell regulering. Imidlertid har EU blitt oppmerksom på potensielle risikoer knyttet til bruken av HFT, og har viet algoritmehandel generelt, og HFT handel spesielt, mer oppmerksomhet enn tidligere. Behovet for en legaldefinisjon blir åpenbar når det ønskes å knytte visse plikter til algoritmehandel og HFT-handel. En legaldefinisjon blir dermed et viktig juridisk koblingsord for pliktene som følger av MIFID II og som er knyttet til definisjonen.

Legaldefinisjonen av algoritmehandel følger av MIFID II artikkel 4, nr.1 (39). Som tidligere nevnt er HFT en undergruppe av algoritmehandel, og derfor er legaldefinisjonen av algoritmehandel relevant.

”1. For the purposes of this Directive, the following definitions apply (...)

(39) ‘algorithmic trading’ means trading in financial instruments where a computer algorithm automatically determines individual parameters of orders such as whether to initiate the order, the timing, price or quantity of the order or how to manage the order after its submission, with limited or no human intervention, and does not include any system that is only used for the purpose of routing orders to one or more trading venues or for the processing of orders involving no determination of any trading parameters or for the confirmation of orders or the post-trade processing of executed transactions”

Det følger av ordlyden at algoritmer som avgjør ”whether to initiate the order” jf. første komma, faller inn under legaldefinisjonen av algoritmehandel. Etter ordlyden antas det at dette referer til ”trading”-algoritmer. En ”trading”-algoritme tar investeringsbeslutninger uten menneskelig innblanding. Denne typen algoritme søker selv etter muligheter i markedet, bestemmer hvorvidt de skal utnyttes og eventuelt hvordan, og generer ordrer deretter.

Algoritmer som er ”only used for the purpose of routing orders to one or more trading venues” eller ”the processing of orders involving no determination of any trading parameters or for the confirmation of orders” jf. siste setning anses ikke som algoritmehandel etter direktivet. Etter ordlyden kan det tenkes at dette referer til en ”executive”-algoritme. En ”executive” algoritme gjennomfører en investeringsbeslutning besluttet av et menneske på den mest taktiske måten. Denne typen algoritmer kan splitte opp en ordre i hensiktsmessige størrelser, sende ordren til ulike markedsplasser og finne best mulig pris på det aktuelle verdipapiret. Dette er en type algoritme som potensielt kan minimere kostnadene for investorer ved at gjennomføringen av ordren skjer på en taktisk måte som leder til en best mulig pris, og der-

med optimaliserer gjennomføringen av ordren. Imidlertid kan det nok ikke legges til grunn at alle typer av ”executive” algoritmer faller utenfor definisjonen. ESMA uttaler i forslaget til level-2 bestemmelsene, at artikkelen skal forstås på en slik måte at definisjonen av algoritmehandel omfatter investeringsbeslutninger som er fattet av et menneske, men initiert av en algoritme.⁴³ Imidlertid skal det avgrenses mot algoritmer som kun bestemmer hvilken markeds plass som ordren skal sendes til, og dermed ikke tar stilling til størrelse på ordren, pris eller når den skal initieres. Dette er en undergruppe av ”executive” algoritmer, og omtales som ”smart order route”. Dette innebærer at begge typer algoritmer omfattes, både ”trading” og ”executive” algoritmer, men at det avgrenses mot ”smart order route” algoritmer som kun er programmert til å rute ordren til riktig markeds plass.⁴⁴

Videre følger legaldefinisjonen av HFT i nr. 1 (40) i samme artikkel:

- ”(40) ‘high-frequency algorithmic trading technique’ means an algorithmic trading technique characterised by:
- (a) infrastructure intended to minimise network and other types of latencies, including at least one of the following facilities for algorithmic order entry: co-location, proximity hosting or high-speed direct electronic access;
 - (b) system-determination of order initiation, generation, routing or execution without human intervention for individual trades or orders; and
 - (c) high message intraday rates which constitute orders, quotes or cancellations;”

Bokstav a retter seg mot hastighets elementet som kjennetegner HFT og virkemidler som tas i bruk for å øke hastigheten. Jo høyere hastighet man har, jo kortere tid tar det for en ordre å nå markeds plassen. Tidsintervallet fra ordren er sendt til ordren når markeds plassen omtales som ”latencies”. Det gis anvisning på tre alternative vilkår som alle gjelder måter å redusere ”latencies”, hvor et av dem må være oppfylt for å kunne anses som HFT.

Bokstav b angir hva slags algoritmetype som må være i bruk for at det skal defineres som HFT. Det antas på bakgrunn av ordlyden at dette vilkåret retter seg mot ”trading”- algoritmer som tar investeringsbeslutninger uten ”human intervention”, avgjør hvor stor en ordre skal være, hvilken limit⁴⁵ ordren skal ha og til hvilke markeds plasser den skal sendes til.

⁴³ Se ESMA (2014b) s. 318.

⁴⁴ *ibid* s. 338.

⁴⁵ Limit ordre: En ordre hvor investoren angir en grense for hvilken pris en ordre kan gjennomføres til. NOU 1996:2 s. 34. I MIFID II defineres limit ordre som ”an order to buy or sell a financial instrument at its specified price limit or better and for a specified size” jf. artikkel 4 (1) nr. 14.

Til slutt så setter bokstav c som vilkår at mengden ordrer og modifikasjoner av ordrer, som kansellering, skal være høy for å kunne defineres som HFT. ”Intra-day” retter seg mot aktivitet innenfor en og samme dag. Bruken av ”high message intra-day rates” angir generelt et vilkår som er ganske relativt alt ettersom størrelsen på aktøren som driver med HFT og hvilke markeder man opererer i. Imidlertid gir fortalen til MIFID II anvisning på relevante momenter i en slik vurdering og uttaler at ”in determining what constitutes high message intra-day rates, the identity of the client ultimately behind the activity, the length of the observation period, the comparison with the overall market activity during that period and the relative concentration or fragmentation of activity should be taken into account”.⁴⁶ Dette konkretiserer vurderingen, men det er fortsatt bruk av vage målestokker.

Legaldefinisjonen i direktivet angir bare kjennetegnene ved HFT, merk ”algorithmic trading technique characterised by (...)”, og dermed er det opp til Kommisjonen å gi en mer konkret definisjon. Ovennevnte definisjon er vag og blir dermed lett å omgå for de som ønsker å unngå plikter som kobles til definisjonen og mulige økte compliancekostnader.⁴⁷ Derfor er det nødvendig med en ytterligere konkretisering av definisjonen. Selv om det er lettere å håndheve en konkret og spesifisert legaldefinisjon, kan den samtidig gi anvisning på hvordan man skal tilpasse seg for å ikke rammes av definisjonen.

Kort oppsummert er kjennetegnene til HFT- handel algoritmer som tar investeringsbeslutninger og generer ordrer deretter, et høyt antall ordrer innenfor en virkedag, samt et svært kort tidsintervall fra ordren er sendt til den når markedsplassen. I det følgende vil bruken av begrepene HFT-handel og algoritmehandel knytte seg til legaldefinisjonene redegjort for ovenfor.

⁴⁶ MIFID II fortale avsnitt 61.

⁴⁷ Kostnader knyttet til etterlevelse av regulering.

5 Forbudet mot markedsmanipulasjon og behandling av typetilfellene

5.1 Avgrensninger

Legaldefinisjonen av markedsmanipulasjon følger av vphl. §3-8 (2). Problemstillingen for denne delen av oppgaven er om man ved bruk av HFT som handelsmetode, i visse typetilfeller kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl. §3-8 (2) nr. 1. Typetilfellene består av mulige tilfeller av handelsbasert manipulasjon. Ved handelsbasert manipulasjon, menes handlinger som manipulerer ved hjelp av ordrer og transaksjoner. Oppgaven vil ikke behandle handelsbasert manipulasjon i kombinasjon med annen villedende atferd i vphl. §3-8 (2) nr. 2. Dette omfatter manipulative handlinger gjennomført med ordrer og transaksjoner, kombinert med utbredelse av villedende eller uriktige opplysninger om et finansielt instrument.⁴⁸ Oppgaven vil heller ikke behandle informasjonsbasert manipulasjon jf. vphl. §3-8 (2) nr. 3. Med dette menes utbredelse av informasjon om et finansielt instrument som er egnet til å villedde markedet, men som ikke er kombinert med ordrer eller transaksjoner.

5.2 Hva er markedsmanipulasjon?

5.2.1 Legaldefinisjon i vphl. §3-8

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

(2) Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet”

5.2.2 Forbudets legislative begrunnelse

Ved markedsmanipulasjon er det ingen direkte fornærmede⁴⁹ - det er samfunnet som sitter med tapet på sin hånd til slutt ved at markedet ikke er i stand til å løse oppgavene det er satt til. Dette er mye av utgangspunktet for forbudet mot markedsmanipulasjon - at enkeltaktører

⁴⁸ Jf. verdipapirforskriften §3-2.

⁴⁹ Økokrim (2015a) s. 27.

ikke skal kunne øke sin vinning ved å forstyrre legitime markedsmekanismer.⁵⁰ Som det ble uttalt i Rt. 2009 s. 22, som gjaldt straffeutmåling ved overtredelse av vphl. §3-8, at:

”Vi har å gjøre med et område hvor forbudsbestemmelsene i det vesentlige er satt av hensyn til allmenne samfunnsverdier. En straffereaksjon vil da ofte være et viktig virkemiddel for å skape respekt for og etterlevelse av slike ‘spilleregler’ ”.⁵¹

Om tilliten til informasjonen i markedet synker, kan deltakere se det nødvendig å verifisere opplysningene før de tar investeringsbeslutninger basert på den. Økte verifikasjonskostnader knyttet til en mulig transaksjon vil føre til høyere transaksjonskostnader⁵² i markedet, som igjen kan føre til at færre plasserer kapital i markedet grunnet høyere kostnader knyttet til plasseringen.⁵³ Om risikoen for markedsmanipulasjon er høy vil investorene kreve kompensasjon for dette, med den konsekvens at finansiering gjennom verdipapirmarkedet vil bli dyrere og kapitaltilgangen vil bli dårligere.

5.2.3 Generelt om grensen mellom legitime og manipulative handlinger

Det går en grense mellom å være taktisk og det å være manipulativ. Taktiske valg er forbundet med å gjennomføre ordre til best mulig pris. Imidlertid går det en grense mot manipulerende handlinger; at man bruker ordrer, markedsplasser og andre aktørers tilpasning som et middel til å oppnå høyere fortjeneste.

Markedsarbitrasje har lenge vært en tradisjonell markedsstrategi.⁵⁴ Markedsarbitrasje innebærer å unytte prisforskjeller mellom markedsplassene. Å utjevne prisforskjeller mellom markedsplasser er til fordel for markedet som helhet, ved at prisene blir mer samordnede og prisdannelsen mer effisient. Endringene i tilbud og etterspørselen på de respektive markedsplassene som følge av arbitrasje, vil føre til en utjevning av prisforskjeller. Imidlertid om man har skapt denne prisdifferansen selv for så å unytte den, er det ikke til lenger til fordel for markedet - da har man beveget seg over grensen til det som oppfattes som manipulative handlinger.

Manipulativ atferd kan stamme fra et ønske om økt markedsmakt. Imidlertid kan man få markedsmakt på helt legitime måter - for eksempel om man kjøper mye av en aksje som man tror vil ha en positiv fremtidig utvikling. Dette kan ha en prisdrivende effekt, som igjen kan føre

⁵⁰ Ot.prp. 12 (2004-2005) s. 55 flg.

⁵¹ Rt. 2009 s. 22, premiss 22.

⁵² Kostnader knyttet til overdragelse av et verdipapir. Eide (2008) s. 129 flg.

⁵³ Stordrange (2014) s. 299.

⁵⁴ NOU 1996:2 s. 41.

til økt markedsrett, men det er å betrakte som en legitim handling.⁵⁵ Vurderingen kan bli en annen om det gjøres for å skape en prisdrivende effekt som man deretter unnytter, for eksempel ved å selge aksjene etter at prisen har gått opp. Dette illustrerer at det kan være vanskelig å skille mellom manipulerende og legitime handlinger - mye beror på konteksten de er foretatt i.

Ved salg av et stort volum av aksjer vil man ofte dele opp volumet i mindre salgsordrer og jobbe med salget over en tid i det stille, istedenfor å legge ut hele ordren i markedet og eksponere ordren for markedsrettene. Årsaken til dette er man ønsker å unngå en prisdrivende effekt, ved at det økte tilbudet fører til en nedgang i salgsprisen. Dette kan også gjøres ved kjøp av store volum. Dette anses som en legitim strategi.⁵⁶ Om man derimot stiller kjøpsordre på den andre siden av ordreboken for å dempe et kursfall som kan følge av en stor salgsordre, og deretter kansellerer kjøpsordrene etter at salget er gjennomført, kan man stå i fare for å rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon.

5.2.4 Utfordringer knyttet til HFT-handel

HFT-handel har utfordret markedsrettene ved at man med denne handelsmetoden kan endre posisjon i løpet av mikrosekunder. En konsekvens av dette er at ordreboken beveger seg svært raskt; dette kan skape støy for markedsrettene som skal drive markedsrettene, og for andre investorer som må forholde seg til ordreboken.⁵⁷ Med ”støy” menes blant annet handelsordre som kanselleres raskt, eller andre modifikasjoner av handelsordre som allerede er sendt til markedsrettene. Dette kan gjøre det vanskelig for andre aktører å se hvilke ordre som faktisk ligger i ordreboken. Angivelig har ordrer endret limit, altså prisen en ordre skal gjennomføres for, 200 ganger i løpet av et sekund.⁵⁸ Mye av kritikken mot HFT har basert seg nettopp på dette; at ordrer kanselleres innen mikrosekunder etter de ble sendt til markedsrettene eller at ordrer har en limit⁵⁹ som ligger i ytterkanten av aksjens spread, enten høyt eller lavt.⁶⁰ Ordre med en limit som ligger i ytterkanten av aksjens spread, gjør det lite sannsynlig at ordren blir matchet i markedsrettens handelssystem, fordi ordrens limit avviker fra andre ordre i

⁵⁵ NOU 1996:2 s. 119 flg.

⁵⁶ Rt. 2012 s. 686, premiss 65.

⁵⁷ Norges Bank Investment Management gir uttrykk for at støy er en utfordring og kan føre til økte kostnader. Norges Bank Investment Management (2015).

⁵⁸ Dagens Næringsliv (2011a).

⁵⁹ Limit: Øvre og nedre pris for å gjennomføre en transaksjon. Ordren har dermed betingelser knyttet til pris for at den skal bli gjennomført og ende i en transaksjon. NOU 1996:2 s. 34.

⁶⁰ Spread: forskjellen mellom kjøps- og salgskurs. Se NOU 2000:9 s. 19. Om en ordre ligger høyt i spreaden betyr det at investoren er villig til å betale en høyere pris sammenlignet med de andre kjøpsordrene som er i ordreboken og sammenlignet med siste pris aksjen ble omsatt for. Motsatt om en ordre ligger lavt i spreaden.

ordreboen samt fra siste omsetningspris. Enkelte har hevdet at en hyppig kansellering av ordrer eller ordrer som ikke blir gjennomført, kan være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon, da det er ordrer som er sendt kun for at de skal ha en prisdrivende effekt.⁶¹

5.3 Vphl. §3-8 (2) virkeområde

5.3.1 Saklig virkeområde

Vphl. §3-8 knytter seg til handel i ”finansielle instrumenter”. Definisjon av dette begrepet følger av vphl. §2-2. Denne oppgaven er begrenset til omsetning av aksjer. Aksjer omfattes av definisjonen av ”finansielle instrumenter” se vphl. §2-2 (1) nr. 1 sammenholdt med §2-2 (2) nr. 1.

5.3.2 Stedlig virkeområde

Rekkevidden av vphl. §3-8 begrenses til handlinger, herunder ordrer og transaksjoner, gjort i aksjer ”som er eller søkes notert på norsk regulert marked” jf. vphl. § 3-1 (1) første punktum. Det er uten betydning om aksjen er førstegangs notert eller sekundær notert på en norsk regulert marked.⁶² Vphl. §3-8 rammer også handlinger foretatt i utlandet, så lenge det gjelder aksjer som er notert eller søkes notert på et norsk regulert marked.⁶³ Forbudet rammer i tillegg handlinger som er foretatt i Norge, men som knytter seg til aksjer notert på en markeds plass i EØS/EU området jf. §3-1 nr. (3).

5.3.3 Personelt virkeområde

Det følger av vphl. §3-8 (1) at ”ingen” må foreta markedsmanipulasjon. Med ”ingen” må det antas at dette omfatter alle deltakere/subjekter i verdipapirmarkedet, herunder, men ikke begrenset til, verdipapirforetak, investorer, markeds plasser og utstedere.

5.3.4 Unntak fra §3-8 (2)

Det er gitt visse unntak fra forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl. §3-12 for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabiliserende ordninger, så lenge disse ordningene gjennomføres i tråd med vphl. §3-12 (2). Dette er ordninger som kan anses som markedsmanipulasjon, men hvor det allikevel er bestemt at de ikke skal omfattes av §3-8. Tilbakekjøpsprogrammer gir utsteder

⁶¹ Påstander fra investorer i Dagens Næringsliv (2012b).

⁶² Finanstilsynet (2014) s. 5 flg.

⁶³ En aksje kan noteres på flere regulerte markeder. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 15.

mulighet til å kjøpe tilbake egne aksjer, mens kursstabiliserende ordninger innebærer at det kan foretas handler med den hensikt å dempe et kursfall som følge av emisjoner eller børsnoteringer. Dette kan påvirke prisdannelsen, og dette er også mye av hensikten med ordningene. Typetilfellene som vil bli behandlet går klar av disse unntakene og derfor vil de ikke bli ytterligere behandlet.

5.4 Tolkning av vphl. §3-8 (2) nr. 1

For å kunne vurdere hvorvidt typetilfellene i punkt 5.6 er en overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon, er det nødvendig med en tolkning. Vphl. §3-8 (2) nr. 1 angir de objektive vilkårene for straff. Det gis anvisning på to alternative typer handlinger som skal anses som markedsmanipulasjon, samt en rettsstridsreservasjon. Først vil handlingsalternativene bli behandlet.

5.4.1 Handlingsalternativ I

Etter første alternativ regnes markedsmanipulasjon som ”transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter”. Disse alternative vilkårene må antas å gli noe over i hverandre, men at de sammen er ment å ramme handlinger som *ikke gir et reelt uttrykk for kjøps- eller salgsinteresser*⁶⁴ og som dermed tilfører markedet falsk informasjon.

I Rt. 2009 s. 22 og Rt. 2012 s. 686 gis det støtte for at både fiktive ordre og reelle transaksjoner kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon. Fiktive ordrer sendes til en markeds plass og er en del av ordrebildet, men ønskes ikke gjennomført. Hensikten bak bruken av fiktive ordrer er at man ønsker at de skal ha en prisdrivende effekt. Når man sender fiktive ordrer som man ikke vil skal ende i en transaksjon, eksponerer man seg ikke for markedet og har dermed ingen reell markedsrisiko. Det følger av forarbeidene at fiktive ordrer som utgangspunkt skal anses som manipulative.⁶⁵ Ved reelle transaksjoner antas det at det er vanskeligere å trekke en grense mellom legitime og manipulative handlinger.⁶⁶ Ved reelle transaksjoner tar investoren en markedsrisiko, i motsetning til bruk av fiktive ordre. Når man har en markedsrisiko, har man en risiko for prisendring og at aksjen kan bli mindre likvid – en risiko for at markedet generelt endrer syn på aksjens verdi. Det skal derfor, som et utgangspunkt, mer til for å anse en reell transaksjon som manipulativ.⁶⁷

⁶⁴ Rt. 2012 s. 686 premiss 34.

⁶⁵ Ot.prp. 12 (2004-2005) s. 58.

⁶⁶ Wasenden (2007) s. 320 flg.

⁶⁷ NOU 1996:2 s. 117 flg.

Det er ikke nødvendig å påvise at handlingen har hatt en virkning, så lenge den har vært ”egnet” til å gi en virkning. Det er flere faktorer som påvirker prisdannelsen i aksjemarkedet, og det kan være vanskelig å vurdere en handlings mulige virkning. Etter ordlyden må det antas at det er et krav om sannsynlighet - det må kunne sannsynliggjøres at handlingen ville ha hatt en virkning. En teoretisk mulighet ikke er tilstrekkelig. Imidlertid bruker MAD, direktivet hvor §3-8 har sitt opphav, begrepet ”likely to give”⁶⁸ som kan gi anvisning på at det gjelder et krav om sannsynlighetsovervekt. I forarbeidene derimot, legges det til grunn at dette innebærer et krav til sannsynlighet og dermed at §3-8 er i tråd med direktivet.⁶⁹ Et krav om sannsynlighet fører til et strengere forbud, hvor terskelen for å rammes av de objektive vilkårene er lavere, sammenlignet med et krav til sannsynlighetsovervekt. Det kan dermed spørres om man skal legge avgjørende vekt på tolkningen i forarbeidene eller den opprinnelige ordlyden i MAD.

Prinsippet om EØS-konform tolkning angir at en norsk bestemmelse, så langt det er mulig, skal tolkes i samsvar med EØS-bestemmelsen den er gjennomført på bakgrunn av.⁷⁰ Det kan være gode grunner for å tolke kravet til sannsynlighet i samsvar med MAD. Imidlertid ble det i forarbeidene vurdert og tatt stilling til om det foreligger et krav til sannsynlighetsovervekt, men det ble konkludert med at det foreligger et krav om sannsynlighet. Når det positivt er tatt stilling til dette i forarbeidene, kan det være grunn til å legge denne tolkningen til grunn. Imidlertid om det i Norge praktiseres et strengere forbud mot markedsmanipulasjon, kan det potensielt svekke konkurransekraften i det europeiske markedet, ved at ordrer og transaksjoner ikke blir gjennomført i norsk noterte verdipapirer. Målsetningen til MAD er blant annet å innføre en felles standard i EØS/EU området, for å harmonisere regelverket i de ulike medlemsland og fremme en ”level playing field” for å øke konkurransen.⁷¹ På bakgrunn av felle-skapsforpliktelsen Norge har, må en EØS- konform tolkning gå foran tolkningen som kommer til uttrykk i forarbeidene. Det vil dermed legges til grunn at det foreligger et krav om sannsynlighetsovervekt.

5.4.2 Handlingsalternativ II

Alternativ II beskriver en handling som ”sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå”. Unormalt eller kunstig må antas å gli noe over i hverandre. Det avgjørende er om kursen er påvirket av noe utenforliggende – at kursen

⁶⁸ MAD artikkel 1 (2).

⁶⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 65 flg.

⁷⁰ Sejersted (2011) s. 207.

⁷¹ MAD fortale avsnitt 12 og 35.

ikke er et resultat av markedskreftene og reelle underliggende verdier. En slik tolkning er det støtte for i Rt. 2012 s. 686. Imidlertid ble det påpekt i samme dom, at det kan være utfordringer knyttet til ”å fastslå hva som er en kunstig kurs i et marked som beror på så mange ulike faktorer som aksjemarkedet”.⁷² Her må det antakelig foretas en helhetsvurdering, hvor ordre-bildet på tidspunktet for handlingen må bedømmes, tidligere fluktuasjoner i kursen vurderes samt om det var andre markedsforhold på tidspunktet som kunne gi utslag i kursen.

”Sikrer” innebærer antakelig ikke et krav om at den kunstige kursen skal opprettholdes over lengre tid. I sak C-445/09 anså EU domstolen det som tilstrekkelig at den kunstige kursen var ”sikret” i et sekund, og uttaler at et krav om at kursen skal være sikret over en lengre tidsperiode ikke vil fremme formålet med bestemmelsen.⁷³

Det er usikkert hvilken selvstendig betydning dette alternativet har ved siden av alternativ I. Handlinger som rammes av alternativ I, som ikke gir et reelt uttrykk for kjøps- eller salgsinteresser, kan nok ofte føre til at kursen blir sikret på en kunstig nivå.⁷⁴ I MAD artikkel 1(2) har dette alternativet en litt annen ordlyd enn det som følger av §3-8: sikringshandlinger kan være foretatt av ”persons acting in collaboration”. Dette er ikke tatt inn i den norske bestemmelsen. Sak C-445/09 omfattet flere aktører som ved flere reelle transaksjoner hadde trigget en markedsreaksjon som førte til at kursen på en aksje gikk kraftig ned og derfor ble ansett som kunstig. Det kan tenkes sikringshandlinger som er begått i felleskap, men hvor sikringshandlingen består av flere enkeltstående handlinger foretatt av flere aktører som ikke rammes av alternativ I. Derfor kan det antas at alternativ II har en selvstendig betydning ved siden av alternativ I i enkelte tilfeller.

5.4.3 Momenter i verdipapirforskriften §3-2 og andre relevante momenter

Verdipapirforskriften §3-2 angir momenter som skal inngå i vurderingen av hva som er en manipulerende handling etter §3-8 (2) nr. 1. Forbudet mot markedsmanipulasjon er svært generelt utformet og disse momentene er ment å gi retningslinjer for vurderingen.

”(1) I vurderingen av om handelsordrer eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8 annet ledd nr. 1, skal blant annet følgende momenter tas i betraktning:

(a) om eller i hvilken grad handelsordrer eller transaksjoner utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet i det aktuelle finansielle instrumentet på det ak-

⁷² Rt. 2012 s. 686, premiss 43.

⁷³ ibid. premiss 44 med videre henvisning til sak C-445/09 *IMC Securities v Stichting Autoriteit Financiële Markten*.

⁷⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 56.

tuelle regulerte markedet, især der disse ordrene eller transaksjonene medfører en betydelig endring i kursen til det finansielle instrumentet,

(b) om eller i hvilken grad handelsordrer eller transaksjoner foretatt av personer med betydelig kjøps- eller salgsposisjon fører til en betydelig endring i kursen til et finansielt instrument, tilknyttede derivater eller underliggende aktiva som er notert på et regulert marked,

(c) hvorvidt gjennomførte transaksjoner ikke medfører reelt endret eierskap til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked,

(d) om eller i hvilken grad handelsordrer eller transaksjoner omfatter reversering av posisjoner i løpet av et kort tidsrom og utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet til det aktuelle finansielle instrumentet på det aktuelle regulerte markedet, og disse ordrene eller transaksjonene kan være forbundet med betydelige endringer i kursen til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked,

(e) om eller i hvilken grad handelsordrer gis eller transaksjoner finner sted i løpet av et kort tidsrom i handelsperioden og medfører en kursendring som på et senere tidspunkt reverseres,

(f) om eller i hvilken grad handelsordrer endrer beste kjøps- eller salgskurs på et finansielt instrument som er notert på et regulert marked, eller mer generelt endrer ordrebokopplysninger som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, og ordrene annulleres før de utføres, og

(g) 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”

Momentene skal ”blant annet” tas i betraktning jf. nr. 1. Dette innebærer at bestemmelsen ikke skal anses som en uttømmende liste av relevante momenter og at de som sådan ikke er avgjørende. Imidlertid om et eller flere momenter er oppfylt, trekker det i retning av at handlingen skal anses som manipulativ. Denne tolkningen er det støtte for i Rt. 2012 s. 686.⁷⁵

ESMA har gitt uttrykk for typetilfeller av markedsstrategier som tilsynsmyndigheter bør være spesielt oppmerksom på, da disse kan ha en manipulativ effekt på prisingen av et verdipapir. Dette har blitt lagt til grunn i Finanstilsynets tilsynsarbeid.⁷⁶ Disse strategiene omtales som ”ping orders”, ”quote stuffing”, ”momentum ignition” og ”layering and spoofing”.⁷⁷ Å gå inn

⁷⁵ Rt. 2012 s. 686, premiss 31.

⁷⁶ Finanstilsynet (2012).

⁷⁷ ESMA (2011) s. 17.

på alle mulige enkeltstrategier som kan ha en manipulativ effekt ligger utenfor rammene av denne oppgaven. Det er imidlertid verdt å merke seg at de overnevnte strategier har et felles-trekk; strategiene tilfører markedet falsk informasjon, blant annet ved bruk av fiktive ordre som forstyrrer prissignaler og dermed kan villedde andre investorer. Det sentrale vurderings-temaet vil alltid være hvilken virkning en strategi har eller potensielt kan ha.

Et moment som har blitt trukket fram i rettspraksis er mulige konsekvenser den manipulerende handlingen kan ha for andre, både for markedet og andre investorer.⁷⁸ Når en aksjekurs manipuleres er det ikke bare prisen som endres - det fører også til at markedsverdien til selskapet som har utstedt aksjen endres. Det fører videre til at andre aksjonærs aksjer endrer markedsverdi og videre at verdipapirer som kan være avledet av aksjen, som derivater,⁷⁹ endrer verdi. Dette momentet har nok ikke avgjørende vekt i en vurdering, men kan være med på å styrke en konklusjon.

5.4.4 Rettstridsreservasjonen

Av §3-8 (2) følger det en rettstridsreservasjon. En rettstridsreservasjon må forstås ”som en generell reservasjon fra lovgiverens side om at det ikke er meningen å ramme alle de tilfeller som ellers ville gå under beskrivelsene straffebudet”.⁸⁰ En slik reservasjon er spesielt nyttig om gjerningsbeskrivelsen er skjønnspreget og generelt utformet - ellers kan forbudet ramme handlinger som det ikke har til hensikt å ramme.⁸¹ Med en rettstridsreservasjon kan dermed handlinger som dekkes av ordlyden i forbudet allikevel gå straffefri. Rekkevidden av en slik reservasjon må klarlegges gjennom en tolkning av den aktuelle bestemmelsen.

Om forbudet ikke inneholder en rettstridsreservasjon,⁸² gjelder det en generell ulovfestet rettstridsreservasjon i norsk rett for å hindre at bestemmelser får en utilsiktet rekkevidde. Den generelle rettstridsreservasjonen kan komme til anvendelse når handlingen rammes av et forbuds ordlyd, men hvor handlingen allikevel ikke anses straffeverdig eller når handlingen anses straffeverdig, men andre tungtveiende hensyn tilsier at handlingen ikke bør rammes av forbudet.⁸³

⁷⁸ Rt. 2009 s. 22 premiss 30 og Rt. 2012 s. 686 premiss 94.

⁷⁹ Derivater er avledet av et finansielt instrument, for eksempel en aksje, og prisendringer i det underliggende finansielle instrumentet vil føre til en prisendring på derivatet. Ofte er et derivat en avtale om en fremtidig transaksjon jf. vphl. §2-2 (5) og Myklebust (2011) s. 207 flg.

⁸⁰ Andenæs (2004) s. 155.

⁸¹ Eskeland (2014) s. 151 flg.

⁸² Eskeland gir uttrykk for at det ikke er plass for den ulovfestede rettstridsreservasjonen om straffebudet selv inneholder en rettstridsreservasjon. Eskeland (2014) s. 159.

⁸³ Eskeland (2014) s. 154 flg.

Det er to kumulative vilkår i §3-8 (2) for at rettstridsreservasjonen skal komme til anvendelse. Dette presiseres også i forarbeidene.⁸⁴ Gjerningspersonen har bevisbyrden;⁸⁵ han må kunne bevise at begge vilkårene er oppfylt for å kunne gå straffefri. Om gjerningspersonen ”godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim” og ”at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet”, vil handlingen ikke rammes av forbudet i §3-8 (2). Imidlertid i Rt. 2012 s. 686 (3-2) kom flertallet til et annet resultat.

I Rt. 2012 (3-2) s. 686 presset førstvoterende ordlyden begrunnet i rettskildefaktorer hun fant hadde vekt og kom til et annet tolkningsresultat. Førstvoterende anså ikke rettstridsreservasjonen som uttømmende; den kan bli utfyllt ved bruk av den generelle ulovfestede rettsstridsreservasjonen som gjelder i norsk rett. Førstvoterende begrunner tolkningen blant annet i en uttalelse i fortalen til MAD, hvor det sies at det skal foretas en helhetsvurderingen ved bedømmelsen om en handling er markedsmanipulasjon. Videre baserer hun tolkningen på uttalelser i forarbeidene, blant annet en uttalelse om at forbudet mot markedsmanipulasjon kun er ment å ramme rettstridig atferd.⁸⁶ Det vises også til Bergos kritikk⁸⁷ som baserer seg på at man ikke har innsett den potensielle rekkevidden av §3-8 ved utformingen av bestemmelsen, og derfor må ”domstolene og andre som anvender bestemmelsen ta fornuften til hjelp, og tolke bestemmelsen med den generelle reservasjonen at *alminnelige aksepterte handelsteknikker* i det aktuelle marked ikke utgjør ulovlig manipulativ atferd”.⁸⁸

Annenvoterende, på vegne av mindretallet, fant det derimot at rettstridsreservasjonen har ”fått sin utforming nedfelt i direktivet og lovens tekst” og at ordlyden derfor bør respekteres, fordi den er et resultat av EØS-rettslige forpliktelser.⁸⁹ Videre fant han det avgjørende at praksisen ikke var godkjent av Finanstilsynet. Det faktum at aktører i meglerbransjen var tilbøyelig til å akseptere en slik praksis, anså andrevoterende som irrelevant all den tid Finanstilsynet ikke har akseptert den.⁹⁰ Etter Rt. 2012 s. 686 er det usikkert hvordan rettstridsreservasjonen skal tolkes og hvilken rekkevidde den skal ha.

⁸⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 65.

⁸⁵ Ic. Påtalemyndigheten har den alminnelige bevisbyrden for å bevise at den manipulative handlingen har funnet sted.

⁸⁶ Rt.2012. 686, premiss 57 og 61.

⁸⁷ *ibid.* premiss 67.

⁸⁸ Bergo (2014) s. 309.

⁸⁹ Annenvoterende gjør seg ingen generelle betraktninger på hvorvidt det er plass for den ulovfestede rettstridsreservasjonen ved siden av en lovfestet rettstridsreservasjon, se Rt. 2012 s. 686, premiss 86.

⁹⁰ Rt. 2012 s. 686, premiss 83, 89 og 97.

Utgangspunktet er at man skal holde seg innenfor rammene av formell lov, men dette er kun et utgangspunkt.⁹¹ Førstvoterendes tolkning av rettstridsreservasjonen i Rt. 2012 s.686 er et eksempel på det. Om det er tilfeller hvor det kan forsvares å presse ordlyden for å finne en straffefrihetsgrunn, så er det kanskje ikke i de tilfellene hvor to profesjonelle aktører foretar seg klart manipulative handlinger for å øke egen fortjeneste, og gjør dette over en lengre tidsperiode. Bergos generelle reservasjon kan nok ha grunner for seg, all den tid Finanstilsynet ikke tar stilling til hva som er akseptert markedspraksis. Imidlertid, om man bruker en generell reservasjon som Bergo tar til ordet for, kan man risikere at markedsaktørenes oppfatning blir driverne bak forståelsen av hva som er markedsmanipulasjon - dette kan utvikle seg på tvers av de hensynene §3-8 er satt til å beskytte. Det antas at de fleste aktørene i verdipapirmarkedet er der for å forfølge egeninteresser, og for de fleste vil det være å få avkastning på kapital de plasserer der. Dette kan nok til en viss grad prege oppfatningene de gjør seg, og det kan hende at hensynet til markedet som helhet ikke blir ivaretatt. Det uttales i forarbeidene at til tross for at enkelte typer ordrer og transaksjoner anses som legitime og aksepterte i markedet, kan de etter omstendighetene likevel være markedsmanipulasjon.⁹² Den rettslige situasjonen ville ha vært mer oversiktlig om Finanstilsynet hadde brukt mandatet de er gitt til å akseptere markedspraksis,⁹³ men hittil har denne muligheten stått ubrukt.

5.5 Skyld og sanksjoner

5.5.1 Subjektive straffbarhetsvilkår

For å kunne straffes for overtredelse av forbudet i vphl. §3-8, må man ha utvist uaktsomhet eller fortsett i gjerningsøyeblikket, jf. vphl. §17-3. Det kreves dermed ingen hensikt, altså subjektivt overskudd, for å kunne holdes strafferettslig ansvarlig. Det følger av dekningsprinsippet at skylden må dekke alle de objektive vilkårene for straff.⁹⁴

5.5.2 Sanksjoner

Straffetrusselen for overtredelse av vphl. §3-8 finner man i vphl. §17-3. Om vilkårene for straff er oppfylt skal man straffes med bøter eller fengsel inntil 6 år. Ved overtredelse av vphl. §3-8, kan Finanstilsynet med hjemmel i vphl. §17-2 beslutte vinningsavståelse.

⁹¹ Eckhoff (2001) s. 127.

⁹² Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 6.

⁹³ Momenter i vurderingen av hva som skal anses som akseptert markedspraksis jf. verdipapirforskriften §3-2.

⁹⁴ Eskeland (2014) s. 328 flg.

5.6 Anvendelse av vphl. §3-8 på typetilfellene

Første problemstilling i oppgaven er om man ved bruk av HFT som handelsmetode i visse typetilfeller kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon jf. vphl. §3-8. Typetilfellene som vil bli behandlet er markedsstrategier som har blitt gjennomført ved HFT-handel. Kildene for typetilfellene er Finanstilsynet og Oslo Børs, men korrekt handelsdata har ikke vært tilgjengelig grunnet taushetsplikt. Derfor er handelsdataen nedenfor til dels gjenskapet.

Subsumpsjonen vil kun knytte seg til de objektive vilkårene for straff gitt i vphl. §3-8, da det er rekkevidden av bestemmelsen som er sentral for oppgaven og fordi det ikke er nok faktum for å kunne vurdere de subjektive vilkårene som følger av vphl. §17-3. Handlingene er gjennomført av verdipapirforetak som benytter seg av HFT-handel.⁹⁵ Ordrene var dermed initiert og generert av algoritmer.

5.6.1 Typetilfelle I⁹⁶

Faktum

Verdipapirforetak X kjøpte 5000 aksjer på markeds plass A for deretter å selge de på markeds plass B. Dette var under sluttauksjonen på begge markeds plasser.⁹⁷ Markeds plassene er i to ulike land med ulike valutaer, men for enkelhets skyld er vekslingskursen satt til 1:1.

Først sendte X en salgsordre på 4000 aksjer til markeds plass A. Da dette ble gjort var prisen 160.20,- per aksje. Når auksjonen var over, hadde X slettet ordren og kursen hadde endret seg fra 160.20,- til 159.90 på markeds plass A. Samtidig som X sendte salgsordren til markeds plass A, sendte X en kjøpsordre på 4000 aksjer til markeds plass B. Da dette ble gjort var kursen på 160.20,- per aksje. Etter auksjonen var over, var ordren slettet og kursen hadde gått opp fra 160.20,- til 160.60,-.

Samtidig som X gjorde det overnevnte, sendte X en kjøpsordre på 5000 aksjer til markeds plass A og en salgsordre på 5000 aksjer til markeds plass B som ble matchet under auksjonene. Dette var mulig ved at X handlet med lånte aksjer på markeds plass B, og leverte dem til-

⁹⁵ Jf. legaldefinisjon av HFT-handel i punkt 4.2

⁹⁶ Oslo Børs har under sluttauksjoner observert ordrer som ligger veldig høyt eller veldig lavt i spreaden. Oslo Børs (2015a).

⁹⁷ Sluttauksjon er en måte for markeds plassene for å samle likviditet og en mulighet for aktører til nullstille posisjoner på slutten av dagen ved å selge aksjebeholdninger (typisk for HFT-handel). Auksjonsprisen på en aksje settes ved at prisen skal gi mest volum (antall aksjer) som kan matches, altså den prisen som gir størst mulig omsetning. Se blant annet Oslo Børs sine regler for kalkulering av auksjonspris i Oslo Børs Market Model Equities Issue 7.8, s. 35.

bake ved kjøpet som ble gjort på markedsplass A.⁹⁸ Kjøpspris på markedsplass A var 159.90,- og salgspris på markedsplass B var 160.60,-. Som følge av prisdifferansen mellom markedsplass A og B skapte Xs kjøp og salg en profitt på 3500,-.

Subsumsjon

Spørsmålet blir så om X ordre som ble sendt til markedsplass A og B, og som deretter ble slettet, ga eller var egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om etterspørselen på den aktuelle aksjen jf. §3-8 (2). Om dette besvares positivt, må det videre vurderes om handlingen dekkes av rettstridsreservasjonen.

Å utnytte prisdifferanse mellom markedsplasser, såkalt markedsarbitrasje, er en legitim strategi. Imidlertid blir vurderingen en annen om aktøren som unytter prisdifferansen selv har skapt den. Dette var tilfellet i Rt.2012 s.686 hvor det uttales at hensikten med aksjehandel er å unytte kortsiktige fluktuasjoner i pris og at dette som sådan anses legitim. Men om en strategi innebærer å skape disse fluktuasjonene selv, kan det ikke lenger anses legitimt. Førstvoterende uttaler at ”hensikten (...) var ikke å erverve aksjer for å utnytte mulige svingninger - men å skape svingningen. Det er nærliggende å anse dette som et villedende signal om tilbud eller etterspørsel etter den aktuelle aksjen”. Det springende punkt i vurderingen blir om X skapte prisdifferansen selv ved å sende en fiktiv handelsordre som ikke var ment gjennomført.

Begge av Xs handelsordre lå innenfor aksjens spread på de to markedsplassene. Det vil si at de lå innenfor intervallet mellom kjøps- og salgspriser i ordreboken, hvilket betyr at ordrens limit ikke avviker vesentlig fra andre ordre i ordreboken og fra siste omsetningspris for aksjen. Dette kan tilsi at X ikke ønsket å oppnå en prisdrivende effekt. Ofte om man ønsker å oppnå en prisdrivende effekt, ville man ha lagt inn ordren men en limit som er i ytterkantene av aksjens spread, eller utenfor aksjens spread. Dette var tilfellet i Rt.2009 s. 22, hvor gjerningsmannen gjennom mellommenn, sendte ordre med lav limit. Limiten på ordrene hadde et vesentlig avvik fra aksjekursen på tidspunktene ordrene ble sendt og ga dermed et relativt stort utslag i aksjekursen.

Kjennetegnene ved HFT-strategier er å nullstille posisjoner på slutten av dagen, ved å legge inn ordre for å selge aksjebeholdningen før dagens slutt. Salgsordre som ikke blir gjennomført før markedet stenger, blir som oftest slettet før stengetid slik at man ikke sitter med markedsrisikoen frem til neste dag når markedsplassen åpner igjen. En slik strategi kan forsvare kan-

⁹⁸ For å selge et volum aksjer som er kjøpt på markedsplass A på markedsplass på B, må det skje en konvertering mellom markedsplassene. Da denne konverteringen tar noe tid, derfor er det vanlig at man låner aksjer som er tilknyttet en av markedsplassene, slik at man unngår en konverteringsprosess. Oslo Børs (2015b) og Berge (2014) s. 75 flg. om lån av aksjer.

selling av ordrer ved dagens slutt. Imidlertid om man ser Xs handlinger på tvers av markeds plassene, kan det gi inntrykk av at ordrene har blitt brukt til et annet formål.

X stilte ordrer på begge sider av ordreboken på både markeds plass A og B, ved ordrene som ble slettet og ordrene som endte i en transaksjon. Dette ligner på strategier som ESMA har omtalt som ”layering”⁹⁹. Dette innebærer å stille ordre på en side av ordreboken, men den intensjon at dette skal ha en prisdrivende effekt, samtidig som man gjennomfører en transaksjon på andre siden av ordreboken. Et eksempel er at man legger inn en salgsordre på ene siden av ordreboken, for at dette skal ha en prisdrivende effekt nedover, samtidig som man har en kjøpsordre på andre siden av ordreboken. Etter at kjøpsordren ender i en transaksjon, slettes salgsordren. Her kan man ha skaffet seg en bedre kurs for kjøpet, avhengig av om salgsordren på andre siden av ordreboken hadde en prisdrivende effekt nedover.

Det kan ofte være vanskelig å bedømme hvilke ordrer som kan ha hatt et prisdrivende effekt, men det er heller ikke nødvendig så lenge det er sannsynlighetsovervekt for en at slik effekt inntreffer. Et moment er hvorvidt en handelsordre endrer ”beste kjøps - eller salgskurs” på en aksje og om ordren bli kansellert før den utføres jf. verdipapirforskriften §3-2 (1) bokstav f. Det må det legges til grunn Xs at kjøpsordre som deretter ble kansellert, hadde en utslagsgivende effekt på prisingen av aksjen under sluttauksjonen. Ordrebildet før og etter kansellering var tilnærmet likt. Det var ingen bevegelser fra andre aktører som kunne virke forstyrrende og dermed også påvirke prisdannelsen. Det ble skapt en prisdifferanse mellom markeds plassene på 0,625 % , fra 159.90,- til 160.60,- Markeds plass As sluttkurs på aksjen ble dermed 159.90,- mens markeds plass Bs sluttkurs endte på 160.60,-.

Som det ble redegjort for ovenfor så endret X handlinger kursen på aksjen, selv om det ikke ga store utslag. Med bakgrunn i dette og det faktum at ordrene på begge markeds plasser ble slettet før auksjonen startet, bør ordrene anses som fiktive og at de ga uriktige signaler om tilbud og etterspørsel jf. §3-8 (2) nr. 1 første alternativ. Ved sine handlinger presset X prisen ned på markeds plass A og opp på markeds plass B, og utnyttet deretter differansen. Spørsmålet blir så om handlingen dekkes av rettstridsreservasjonen.

Etter ordlyden er det to kumulative vilkår som må være oppfylt for at rettstridsreservasjonen skal komme til anvendelse og handlingen dermed skal gå straffefri. For det første må investoren som har foretatt handlingen, godtgjøre at handlingen er å regne som legitim. For det andre må denne handlingen være i samsvar med praksis akseptert av Finanstilsynet. Det er ikke nok faktum for å vurdere hvorvidt X kan godtgjøre at handlingen var legitim, men siden en slik

⁹⁹ ESMA (2011) s. 16 flg.

praksis ikke er akseptert av Finanstilsynet, må det legges til grunn at rettstridsreservasjonen ikke kommer til anvendelse.

Konklusjon

Typetilfelle I er en overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon jf. §3-8 (2) nr.1.

5.6.2 Typetilfelle II¹⁰⁰

Faktum

Verdipapirforetak Y sendte en kundeordre på kjøp av 15.000 av aksjen Z med en limit på 146.60,- per aksje til markeds plassene A og B. Dette innebærer at den høyeste prisen som kunden var villig til å betale per aksje var 146.60, og at ordren kunne blitt matchet til en lavere pris om det var tilbud for det. Verdipapirforetak er forpliktet til å sende kundeordren til flere markeds plasser for å oppfylle kravet til beste gjennomføring av ordrer jf. vphl. §10-12. Verdipapirforetak X algoritmer oppdaget denne strategien fordi ordren ankom markeds plass A først. X kom i Y forkjøpet og kjøpte 15.000 aksjer på markeds plass B til en pris av 146.50,- per aksje. Deretter sendte verdipapirforetak X salgsordre på 15.000 aksjer med en limit på 146.60 til markeds plass B som ble matchet med Ys kjøpsordre.

Subsumsjon

Spørsmålet blir så om X ved kjøp og salg av 15.000 aksjer utgjør en transaksjon som ga eller var egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om etterspørselen på den aktuelle aksjen jf. §3-8 (2).

Ys ordre til markeds plass A var tilgjengelig for hele markedet, fordi markeds plass A har en plikt til å offentliggjøre ordredata. X anså det dermed som sannsynlig at ordren også ville bli sendt til markeds plass B, men det var ingen garantier for det. Selv om X eide aksjene en svært kort tid og hadde en veldig kort posisjon, så eksponerte X seg for en reell markedsrisiko ved kjøpet - det var ingen garantier for at X fikk solgt aksjene uten tap og det var en risiko for at Ys kjøpsordre kunne bli slettet eller endret. Ved reelle transaksjoner skal det som et utgangspunkt mer til for at handlingene skal anses som manipulative, men dette er kun et utgangspunkt.

Markedsmanipulasjon er i all hovedsak å tilføre markedet falsk informasjon. Xs kjøp av aksjene synes motivert i Y kjøpsordre, og dette var informasjon som var tilgjengelig for hele

¹⁰⁰ Slike strategier har blitt observert av Finanstilsynet (2015b).

markedsplassen. Selve handlingen kan antas motivert av ønsket om å selge aksjene tilbake til Y for en høyere pris enn det de ble kjøpt for. Det kan spørres om dette er en legitim handling.

Det anses legitimt å utnytte kortsiktige fluktasjoner i aksjemarkedene ved kjøp og salg jf. Rt. 2012 s. 686. Ys kjøpsordre var et tegn på at en fluktasjon kunne inntreffe på grunn av avviket mellom limiten på kjøpsordren som var 146.60,- og tilbudet i markedet til 146.60,-. X kjøpte og solgte aksjene innenfor et tidsrom på et halv sekund. Dette er det som kjennetegner HFT-handel, evnen til å bearbeide informasjon rask og generere ordre deretter. At det er legitimt å utnytte fluktasjoner må antas å gjelde uavhengig av hvor korte posisjoner man holder i markedet, så lenge informasjonen som antyder at en fluktasjon kan oppstå er tilgjengelig for hele markedet. Mange aktører holder svært korte posisjoner i markedet, særlig når det forventes fluktasjoner i pris. Det var nettopp dette X gjorde med bakgrunn i Y kjøpsordre. Xs evne til å samle inn informasjon og bearbeide denne raskere enn andre aktører kan nok oppleves som frustrerende, men kan vanskelig anses som markedsmanipulasjon. Det må derfor legges til grunn at Xs kjøpsinteresse var reell og at handlingen dermed ikke er en overtredelse av vphl. §3-8(2) nr. 1 første alternativ.

Neste spørsmål blir så om Xs handling har sikret kursen på et unormalt eller kunstig nivå jf. vphl. §3-8 (2) nr. 1 andre alternativ. For å anse kursen som unormal eller kunstig, må den være påvirket av noe utenforliggende og ikke være et resultat av markedets mekanismer.

Det foreligger en teoretisk mulighet for at Ys ordre kunne blitt matchet til 146.50,- istedenfor 146.60,- om X ikke hadde kommet i forkjøpet. Spørsmålet blir så om dette kan antas som en sikringshandling. Det kan ofte være vanskelig å vurdere hva som er en kunstig eller unormal kurs i et marked hvor prisdannelsen baserer seg på mange faktorer og kan påvirkes av andre aktørers handlinger. Det ble konkludert med at Xs handling var et uttrykk for en reell kjøpsinteresse. Slike handlingers utslag i prisdannelse og fastsetting av kurs kan vanskelig anses som kunstig eller unormal, da det er et resultat av markedets legitime mekanismer. Handlingen er dermed ikke i strid med vphl. §3-8 (2) nr. 1 andre alternativ. Utfallet kunne blitt annerledes om Xs handlinger var kombinert med ordre for å drive opp prisen ytterligere, men dette er ikke tilfellet.

Konklusjon

Typetilfelle II er ikke en overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon jf. vphl. §3-8 (2) nr. 1

5.7 Utdfordringer ved anvendelse av §3-8

Bestemmelsen rammer handlinger som har gitt en virkning eller som det er sannsynlighetsovervekt for at kunne gitt en virkning, uavhengig hensikten bak handlingen. En virkningsorientert bestemmelse i kombinasjon med skyldkrav som uaktsomhet, kan føre til at bestemmelsen får en større rekkevidde enn det som var tilsiktet. Dette i kombinasjon med en rettsstridsreservasjon som er vanskelig å håndtere (selv for Høyesterett), kan lede til uheldige situasjoner og en lite forutsigbar tilstand. Samtidig er aktørene i verdipapirmarkedet profesjonelle og det må antas at de klarer å se potensielle konsekvenser av handlingene de foretar seg og tilpasse seg deretter. Imidlertid om man praktiserer en for streng tolkning av forbudet, kan det føre til at aktører i markedet vegrer seg for å foreta transaksjoner som er legitime, i fare for å bli rammet av forbudet. Dette kan føre til at transaksjoner som ønskes foretatt ikke blir gjennomført og at deltakelsen i markedet kan bli lavere.

HFT-handel har en dimensjon som begrenser tidsrommet en manipulerende handling tar. Det hele kan være over på mindre enn ett sekund. Samtidig har vel reaksjonsevne og reaksjonshastighet fra markedsdeltakere vært avgjørende også før HFT-handel sitt inntog. Om det ikke blir en ytterligere avklaring på hvordan rettsstridsreservasjonen skal tolkes eller at Finanstilsynet kommer på banen, kan konsekvensen bli at mange HFT-strategier rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon slik det lyder i dag, til tross for at slike strategier anses som akseptert markedspraksis i markedet. Mange ”trading”-algoritmer som selv undersøker markedet og leter etter muligheter, vil sende et høyt antall ordre som blir kansellert innen kort tid i for å finne likviditet.¹⁰¹ Dette kan rammes av de objektive vilkårene i §3-8 (2) nr. 1 slik det lyder i dag. Selv om en slik strategi kan begrunnes som legitim,¹⁰² må fortsatt Finanstilsynet akseptere en slik praksis om man tar bestemmelsen på ordet. Om dette ikke endres, kan det nok oppstå situasjoner i fremtiden som gir grunner for å bruke den generelle ulovfestede rettsstridsreservasjonen ved siden av den som følger av §3-8 (2), slik flertallet i Rt. 2012 s. 686 gjorde.

Tidligere rettspraksis vedrørende markedsmissbruk, viser enkeltpersoner som har skapt seg selv stor profitt ved en enkeltstående handling. Det kan derfor virke noe anstrengt å anse en handling som markedsmanipulasjon når man har skapt en marginal kursbevegelse, som i typetilfelle I. HFT-handel vil antakelig aldri skape stor profitt av en transaksjon da det handles med små volum av gangen, men med høy frekvens. Om man gjentar en handling som vist i typetilfelle I mange nok ganger, kan man se profitt av annen størrelsesorden enn det typetilfellet viser. Uavhengig av størrelsen på profitten, er funksjonen til forbudet mot markedsmanipulasjon å forhindre at aktører tilfører markedet falsk informasjon, uavhengig av hvor

¹⁰¹ Arnoldi (2015) s. 15 flg.

¹⁰² ESMA har imidlertid gitt uttrykk for at slike ordre kan være markedsmanipulasjon, såkalte ”ping orders”. ESMA (2011) s. 16.

stort volum som omsettes eller eventuell gevinst det måtte gi. Det finnes gode grunner for en slik funksjonsrettet fortolkning. Om det av hensyn til prosessøkonomi er grunn til å straffefølge et slikt tilfelle, blir en annen vurdering.

Om det kan konstateres at en handling rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon, må noen holdes strafferettslig ansvarlig - ellers vil ikke forbudet ha den disiplinerende effekten den er tilsiktet å ha. Algoritmene som brukes ved HFT-handel kan være lagd av flere ulike personer på oppdrag for verdipapirforetaket og det kan være et samspill mellom flere algoritmer som har utkrystallisert seg til en handling som anses manipulativ. Derfor kan det i mange tilfeller være vanskelig å ansvarliggjøre enkeltpersoner. Antakelig må verdipapirforetaket som har benyttet seg av algoritmene ansvarliggjøres i den grad det lar seg gjøre - ellers vil straffeansvaret pulverisere.

Algoritmer utfordrer ikke bare lenger mennesker, men også mindre velutviklede algoritmer. I andre land har man sett tilfeller hvor enkelte algoritmer har utnyttet andre algoritmer. Det har vært tilfeller hvor en algoritme har villedet andre mer ”naive” algoritmer til sin egen fordel, blant annet ved å forsterke prissignaler.¹⁰³ Det er ikke usannsynlig at noe lignende vil skje på norske markedsplasser. ”Naive” algoritmer kan være langt enklere å villedde enn mennesker, fordi algoritmen kun handler innenfor et sett absolutte regler – den har ikke evne til å ombestemme seg. Det kan antas at algoritmehandel i fremtiden vil utfordre forståelsen for hva som er markedsmanipulasjon. Forbudet gjelder handlinger som har gitt eller som er egnet til å gi en *virkning* i markedet. Denne vurderingen beror mye på hvordan markedet fungerer og hvordan andre aktørers tilpasning. Et spørsmål kan bli om algoritmers tilpasning skal inngå i denne vurderingen, uavhengig av hvor irrasjonell denne tilpasningen måtte være.^{104 105} På bakgrunn av at §3-8 (2) er en virkningsorientert bestemmelse uten krav til hensikt, men hvor virkningen av handlingen er avgjørende, kan det antas at slike handlinger rammes av forbudet.

5.8 Om HFT-handel kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon

Som det ble konkludert med i typetilfelle I jf. punkt 5.6.2, kan HFT-handel rammes av vphl. §3-8. Det avgjørende er om markedsstrategien som er brukt, har utkrystallisert seg i en manipulerende handling som rammes av forbudet. HFT-handel i seg selv vil nok aldri være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon slik det lyder i dag og det er grunn til å tro at han-

¹⁰³ Arnoldi (2015) s. 8 flg.

¹⁰⁴ I Rt. 2012 s. 686 var irrasjonell tilpasning hos algoritmer en del av faktum, men det var mennesker manipulerte frem denne tilpasningen over lengre tid.

¹⁰⁵ I USA har slike tilfeller blitt ansett som gråsonetilfeller av markedsmanipulasjon. Arnoldi (2015) s. 8 flg.

delsmetoden har kommet for å bli. HFT-handel er ikke en markedsstrategi i seg selv. Imidlertid har HFT-handel sider ved seg som muliggjør markedsmanipulasjon på en mer effektiv og sofistikert måte, og det er grunn til å tro at vi hittil ikke har sett det fulle potensialet til denne handelsmetoden. Derfor bør det legges til rette for ønsket atferd gjennom en tydeliggjøring av rekkevidden av forbudet mot markedsmanipulasjon, for unngå usikkerhet knyttet til hva som skal anses som markedsmanipulasjon. P.t. har det ikke blitt foretatt rettslige skritt mot aktører som benytter seg av HFT -handel for overtredelse av §3-8.¹⁰⁶

5.9 Et blikk fremover: MAR

MAR er EU sin nye forordning om markedsmissbruk og skal erstatte MAD som er gjennomført ved interne rettsakter i norsk rett, blant annet i vphl. §3-8. Ved at det gis en forordning istedenfor et nytt direktiv, signaliseres det at handlefriheten til medlemslandene innskrenkes ytterligere.¹⁰⁷ Det uttales i fortalen til MAR at et av flere mål med denne reguleringen, er å ha bestemmelser som dekker handelsmetoder som stadig endres i lys av ny teknologi:

”to reflect the fact that trading in financial instruments is increasingly automated, it is desirable that the definition of market manipulation provide examples of specific abusive strategies that may be carried out by any available means of trading including algorithmic and high- frequency trading”¹⁰⁸

Videre understrekes det at markedsmanipulasjon også kan være plassering av ordre som ikke gjennomføres.¹⁰⁹ Med dette som bakgrunn har MAR i artikkel 12 gitt en ny forbudsbestemmelse mot markedsmanipulasjon, som i all hovedsak tilsvarer innholdet i vphl. §3-8, men den byr også på noe nytt – blant annet typetilfeller av HFT-handel som er ment å rammes av forbudet. Det følger av artikkel 12 nr. 2 bokstav c at:

”The placing of orders to a trading venue, including any cancellation or modification thereof, by any available means of trading, including by electronic means, *such as algorithmic and high-frequency trading strategies*, and which has one of the effects referred to in paragraph 1(a) or (b), by:

¹⁰⁶ Økokrim (2015c). Dette omfatter også utstedelse av forelegg.

¹⁰⁷ Jf. EØS-loven art. 7. Forordningen skal gjennomføres ”som sådan” jf. bokstav a. Direktiver derimot gir nasjonale myndigheter friheten til å bestemme ”formen og midlene for gjennomføringen” jf. bokstav b.

¹⁰⁸ MAR fortale avsnitt 38.

¹⁰⁹ *ibid.* avsnitt 46.

- (i) disrupting or delaying the functioning of the trading system of the trading venue or being likely to do so;
- (ii) making it more difficult for other persons to identify genuine orders on the trading system of the trading venue or being likely to do so, including by entering orders which result in the overloading or destabilisation of the order book; or
- (iii) creating or being likely to create a false or misleading signal about the supply of, or demand for, or price of, a financial instrument, in particular by entering orders to initiate or exacerbate a trend;” (min uth.)

Dette nevner riktignok HFT-handel spesifikt, men typetilfellene er fortsatt relativt vagt utformet i likhet med dagens typetilfeller i verdipapirhandelforskriften §3-2. Imidlertid er typetilfellene mer situasjonsbestemte enn tidligere. Selv om det tatt bruk av skjønnsmessige uttrykk, så kan det antas at disse blir lettere å håndtere i praksis. Hva angår rettstridsreservasjonen i §3-8 (2), byr ikke artikkel 12 nr. 1 på endringer – den blir opprettholdt. Det kan derfor være grunn til å finne en god måte å håndtere den på. Siden dette blir gjennomført ved en forordning, kan det tenkes at det i fremtiden vil bli vist større tilbakeholdenhet ved utvidende tolkninger eller tolkninger som ligger utenfor ordlyden.

6 Gjeldende og fremtidige informasjonsplikter

Problemstillingen for denne delen av oppgaven er om det økte informasjonsnivået som følger av de nye pliktene, kan antas å avhjelpe utfordringene knyttet til bruken av HFT og øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon. De nye pliktene følger av MIFID II og MIFIR, og vil bli sammenlignet med gjeldende plikter som følger av vphl. og børsloven.

6.1 Bakgrunnen for MIFID II og MIFIR

Med MIFID oppnådde EU målet med økt integrasjon og konkurranse i de europeiske verdipapirmarkedene, men ikke uten å skape andre utfordringer. MIFID restrukturerte og organiserte verdipapirmarkedene i EU/EØS- området, og medlemsstatene mistet muligheten til å bestemme at all handel i verdipapirer skulle skje på en og samme børs.¹¹⁰ Oslo Børs sitt monopol på omsetning av aksjer notert der, ble opphevet og inn kom begreper som ”regulerte markedsplasser” og ”multilaterale handelsfasiliteter”. Dette førte til økt konkurranse, bedre priser på tjenestene som tilbys og generelt lavere transaksjonskostnader som er til fordel for investorene.¹¹¹ Men økt konkurranse førte også til fremvekst av uregulerte markedsplasser og en fragmentering av markedsplasser.

Med uregulerte markedsplasser menes markedsplasser som har tilpasset seg reguleringen på en slik måte at de ikke rammes av legaldefinisjonen av regulerte markeder eller MHF. Det finnes ingen generell begrensning på omsetning av noterte aksjer, de kan omsettes fritt på andre typer markedsplasser som ikke er underlagt noen form for regulering og direkte mellom investorer. Når aktivitet flyttes ut av markedsplasser med etablerte kontrollmekanismer til uregulerte markedsplasser, hvor det ikke finnes krav til markedsovervåkning, blir oppdagelsesrisikoen og oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon lavere.¹¹² Fragmenteringen av markedsplasser har utfordret selv etablerte kontrollmekanismer, da det skjer aktivitet på tvers av markedsplassene, som ikke fanges opp av markedsovervåkingen til de respektive markedsplassene da overvåkingen er begrenset til aktivitet på den enkelte markeds plass.¹¹³ Typetilfelle I jf. punkt 5.6.1, illustrerer hvordan markedsmanipulasjon kan skje på tvers av markedsplassene

Fragmentering av markedsplasser har ført til at ”the trading environment [has] become more complex, especially in the terms of collection of trade data”. Dette kan ha forsterket eksiste-

¹¹⁰ Den Europeiske Kommisjon (2011) s. 1 flg.

¹¹¹ Ic.

¹¹² Økokrim (2015b) s. 35.

¹¹³ Oslo Børs (2015a).

rende risikoer – deriblant risikoen for markedsmanipulasjon. Markedsmanipulasjon etterlater seg få observerbare spor, ingen direkte fornærmede eller vitner.¹¹⁴ Handelsdata er dermed avgjørende for oppdagelsesmuligheten av markedsmanipulasjon. Motivene bak MIFID II og MIFIR er å øke transparensen gjennom en økning av informasjonsnivået - jo mer transparent et marked er, jo vanskeligere er det å begå manipulative handlinger uten å bli oppdaget. Medlemsstatenes handlefrihet begrenses for å få til en ytterligere harmonisering av regelverket - avvik og ulikheter i gjennomføringen kan bli utnyttet. Målsettingen er en ”single rule book” hvor det er mindre plass for medlemsstatens skjønn, enn det som var tilfellet for MIFID. Hensikten med dette er å forsterke overvåkingen og utjevne forskjeller mellom markedsplassene.¹¹⁵ Økt fragmentering av markedsplasser er til fordel for HFT-handel fordi det skaper flere muligheter til å operere mellom markedsplassene, blant annet ved å foreta markedsarbitrasje.¹¹⁶ Men dette har også skapt muligheter til å foreta handlinger på tvers av markedsplassene, som samlet fremstår som manipulative, men for den enkelte markedsplass isolert sett fremstår som legitim.

EU har gitt uttrykk for i MIFID II og MIFIR at algoritmehandel og HFT-handel er forbundet med visse risikoer, og har derfor sett det nødvendig å knytte enkelte plikter til bruken av denne handelsmetoden. Den nye teknologien har vært utsatt for mye kritikk; det virker som EU som regulator ønsker å bringe algoritmehandel og HFT-handel inn i et regulatorisk rammeverk for å minimere risikoer knyttet til denne handelsmetoden, ved å øke informasjonsnivået og gjøre bruken av handelsmetoden mer transparent gjennom rapporterings- og informasjonsplikter. Hvilken funksjon disse pliktene kan antas å ha, vil bli vurdert nedenfor.

For den videre fremstilling så minnes det om legaldefinisjon av algoritmehandel og HFT-handel i MIFID II jf. oppgavens punkt 4. Mange av pliktene knytter seg til algoritmehandel, men som gjennomgått ovenfor så er HFT-handel alltid algoritmehandel, men algoritmehandel er ikke alltid HFT-handel.

6.2 Samspillet mellom forbudet mot markedsmanipulasjon og informasjonsplikter

Problemstillingen i denne delen av oppgaven er om det økte informasjonsnivået som følger av de nye pliktene, vil antas å avhjelpe utfordringene knyttet til bruken av HFT og øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon. Med informasjonsplikter menes det informa-

¹¹⁴ Økokrim (2015a) s. 27.

¹¹⁵ Den Europeiske Kommisjonen (2011) s. 2.

¹¹⁶ Clausen og Sørensen (2012) s. 278 flg.

sjonsplikter i vid forstand – plikter som fører til et høyere informasjonsnivå, herunder rapporterings-, lagrings- og tilsynsplikter, uten at de nødvendigvis er direkte knyttet til HFT-handel. I punkt 5.2.4 og 6.1 ble det redegjort for noen utfordringer som er spesielt knyttet til HFT-handel og som ble synliggjort av MIFID. Oppsummert er utfordringene blant annet fragmentering av markedene og handelsdata, en tilsvarende fragmentering i tilsynsarbeidet og en antatt høy rate av kansellerte ordrer som kan virke forstyrrende for prisdannelsen i markedet. Det vil føre for langt å behandle alle plikter som direkte eller indirekte kan tenkes å avhjelpe utfordringene – fokuset vil ligge på plikter som anses som sentrale.

Forbudet mot markedsmanipulasjon og informasjonspliktene i vphl. og børsloven er nært knyttet sammen. Forbudet mot markedsmanipulasjon og informasjonsplikter har delvis samme formål, men ikke samme funksjon. Formålet er å sikre at prisdannelsen skjer på grunnlag av underliggende økonomiske verdier og at de legitime markedsmekanismene skal få virke. Funksjonen til informasjonsplikter er å tilføre markedet relevant, korrekt og rettidig informasjon for prisdannelsen i markedet, mens funksjonen til forbudet mot markedsmanipulasjon er å hindre at markedet tilføres falsk informasjon som kan forstyrre de legitime mekanismene og påvirke prisdannelsen.¹¹⁷

Informasjonsplikter sikrer informasjonsflyten til markedet og fra markedet. Markedet er en sentral informasjonskanal, ved at den sender ut viktige prissignaler. Jo bedre informasjonsflyten er, desto vanskeligere kan det bli å manipulere prisene, spesielt ved likvide¹¹⁸ aksjer i markeder med god omsetning. Dels fordi det tar kortere tid for en manipulert pris å finne tilbake til en pris basert på reelle underliggende verdier og dels fordi jo bedre markedskreftene på et marked fungerer, jo vanskeligere kan det bli å kunstig påvirke markedet med falsk informasjon. I illikvide aksjer, som ikke har god omsetning, kan det være lettere å manipulere en pris, fordi en aksje må være gjenstand for kontinuerlig omsetning for at prisen skal gjenspeile reelle underliggende verdier. I Rt. 2012. 686 uttales det at det var ”sentralt at aksjene var illikvide – det vil si at det ikke var mange andre kjøpere og selgere i markedet som forstyrret prisutviklingen de tiltalte tilsiktet ved sin handlemåte”. Men også i svært effektivt markeder, som gjenspeiler tilgjengelig informasjon effektivt, kan falsk informasjon gi utslag i prisdannelsen raskt.¹¹⁹ Imidlertid kan en slik forstyrrelse raskt bli korrigert av andre som deltar i omsetningen av en aksje og konsekvensen av manipulasjon kan dermed bli mindre.

¹¹⁷ Stordrange (2014) s. 301 flg.

¹¹⁸ Et verdipapir er likvid når det kan omsettes med lav prisrisiko på ethvert tidspunkt. Myklebust (2011) s. 30.

¹¹⁹ Wasenden (2007) s. 330.

I den videre fremstilling så vil informasjonspliktene bli behandlet etter hvilken type aktør som er pliktsubjekt etter pliktene.

6.3 Markedsplasser

6.3.1 Offentliggjøring av ordrededata

Ordrededata knytter seg til situasjonen før en ordre er matchet og ordren fortsatt er i markedsplassens ordrebok - med andre ord før handel er sluttet. Markedsplasser er en viktig informasjonskanal¹²⁰ og dette er bakgrunnen for at regulerte markeder har en plikt til å offentliggjøre ”kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem” se børsloven § 28 (1). Det samme gjelder for MHF ved omsetning av aksjer notert på et regulert marked, se vphl. § 11-3 (1). MIFIR artikkel 3 (1) omtaler dette som ”pre-trade transparency” og gjelder for regulerte markeder, MHF samt OTF. Offentliggjøringsplikten er til all hovedsak lik dagens regelverk, men OTF inkluderes og omfanget av plikten harmoniseres for samtlige markedsplasser. OTF (Organized Trading Facility) en type markedsplass som på samme måte som MHF og regulerte markedet kobler investorers kjøps- og salgsteresser, men som tidligere ikke har vært gjenstand for regulering.¹²¹

6.3.2 Offentliggjøring av handelsdata

I motsetning til ordrededata, knytter handelsdata seg til situasjonen etter at en ordre er matchet på markedsplassen og en handel har skjedd. Dette omtales som ”post-trade transparency” i MIFIR. Etter gjeldende rett har regulerte markeder en plikt til å offentliggjøre gjennomførte volum (størrelsen på ordren som er gjennomført, antall aksjer), pris og transaksjonstidspunktet for handler i aksjer som er notert på markedsplassen, se børsloven §29 (1). Det samme gjelder for MHF ved omsetning av aksjer notert på et regulert marked, se vphl. §11-4 (1). Etter MIFIR artikkel 6 (1) utvides plikten til å gjelde OTF og utvides til å gjelde flere typer verdipapirer.

6.3.3 Spesielt om dark pools og unntak fra plikten til å offentliggjøre ordrededata

Regulerte markeder eller MHF som er unntatt fra plikten til å offentliggjøre ordrededata jf. punkt 6.3.1, kan omtales som dark pools.¹²² I dark pools omsettes det som oftest store volum. Offentliggjøring av en ordre på et stort volum kan ha en prisdrivende effekt og markedet kan

¹²⁰ Ot.prp. 34 (2006-2007) s. 454.

¹²¹ Se definisjon av OTF i MIFID II artikkel 4 (2) nr. 23. Riktignok omfatter ikke definisjonen omsetning av aksjer, men omsetning av derivater som kan ha aksjer som underliggende.

¹²² Ferrarini og Moloney (2012) s. 48 flg.

begynne å jobbe mot investoren ved at prisen endrer seg. Dette kan begrunne et unntak fra plikten til å offentliggjøre ordrededata. Dark pools er angivelig en markeds plass hvor flere investorer søker tilflukt fra HFT-algoritmer, for å unngå strategier som brukt typetilfelle II omtalt i punkt 5.6.2.¹²³ Unntak fra offentliggjøring av ordrededata kan gjøre det vanskeligere for algoritmene til å lese hva som skjer i markedet.

Etter dagens regelverk kan Finanstilsynet gi fritak fra plikten til å offentliggjøre ordrededata, se børsloven §28 (3) for regulerte markeder og vphl. §11-3 (2) for MHF. Denne fritaksmuligheten videreføres, men skjønnet til tilsynsmyndigheten begrenses jf. MIFIR artikkel 4 (1). I bokstav a - d følger det typetilfeller hvor et slikt fritak kan gis, blant annet for markeds plasser som har et handelssystem som slutter handler etter en midtkurs¹²⁴ eller markeds plasser som har ordrer som er store sammenlignet for hva som er normalt i markedet. Videre må nasjonale tilsynsmyndigheter, før innvilgelse av et slik fritak, informere ESMA og gi en begrunnelse for hvorfor det skal gis et slikt fritak jf. artikkel 4 (4). Deretter gir ESMA en ikke-bindende innstilling på hvor vidt et slikt unntak skal innvilges og ESMA vil føre tilsyn med praktiseringen av unntaket jf. artikkel 4 (4). Her styrkes posisjonen til ESMA som pan-europeisk tilsynsmyndighet.

Etter MIFIR artikkel 5 følger det begrensninger på hvor mye av omsetningen som kan skje i dark pools. Etter artikkel 5 (1) gjøres dette ”to ensure that the use of waivers (...) does not unduly harm price formation”. Her fremheves det hvor viktig offentliggjøring av ordrededata er for prisdannelse og at dette begrunner omsetningsbegrensningene. Etter bokstav a, kan det innenfor en og samme dark pool kun omsettes 4% av det tilgjengelige volum av en aksje på markeds plasser innenfor EU/EØS området. Videre følger det en ytterligere omsetningsbegrensning av bokstav b, som setter et tak for hvor mye av den totale omsetningen i en aksje som kan skje i dark pools i EU/EØS området. Dette taket er satt til 8%.

Det følger av MIFIR artikkel 5 (1) andre avsnitt at volumbegrensningen ikke kommer til anvendelse på ”negotiated transactions”. Det må antas at avtaler som er forhandlet og inngått direkte mellom to parter, som altså ikke er resultat av en markeds plass matching av kjøps- og salgsordre, omfattes av dette unntaket. Også illikvide aksjer som det ikke er noe marked for, skal ikke omfattes av omsetningsbegrensningene. Hvor omfattende omsetningsbegrensningene vil bli og hvilke konsekvenser de vil få, beror i stor grad på hvilke aksjer som anses som likvide og dermed er gjenstand for omsetningsbegrensningene.

¹²³ Verdipapirforetakenes Forbund (2015).

¹²⁴ Midtkurs: kursen settes mellom beste kjøper- og selgerpris fra et annet marked, ofte et regulert marked med offentliggjøring av ordre- og handelsdata. Prisene som settes på dette markedet blir en referansepris for fastsetting av midtkurs i en dark pool jf. MIFIR artikkel 4 (2) bokstav a.

For stor omsetning i dark pools kan medføre noen ulemper. Midtkurs settes på bakgrunn av omsetning på en gjennomlyst markedsplass, midt mellom beste kjøper- og selgerpris. Om mye av omsetningen skjer kun i dark pools, kan midtkursen påvirkes av omsetning av relativt små volum på den gjennomlyste markedsplassen og dermed gi mindre effisiente priser. Dette kan gi en mindre representativ referansepris og antakelig gjøre fastsettingen av midtkursen mer sårbar; når lav ordreaktivitet og omsetning av små volum på den gjennomlyste markedsplassen kan påvirke midtkursen, er det mindre som skal til for å manipulere midtkursen. Dette kan være en av flere grunner til ønsket om å flytte mer av handelen inn på gjennomlyste markedsplasser. Det uttales i MIFIR at en målsetning er at all organisert handel skal skje på markedsplasser som plikter å offentliggjøre både ordre- og handelsdata, blant annet for å øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon.¹²⁵

6.3.4 Tilsyn- og rapporteringsplikter

Informasjon er ikke bare avgjørende for prisdannelsen, men også avgjørende for tilsynsarbeidet. Tilsyn handler i stor grad om å bearbeide tilgjengelig informasjon og se etter aktivitet som kan være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon. Markedsplassene har den operative rollen i tilsynsarbeidet. De er på mange måter første skranke, fordi de er tettere på markedsplassene enn det tilsynsmyndighetene er. Derfor er markedsplassenes rapporteringsplikt sentral for oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon.

I henhold til ordlyden i MIFID II artikkel 31(1), må driverne av en OTF eller en MHF, eller etter artikkel 54 (1) et regulert marked, drive markedsovervåkning. Markedsovervåkingen skal dekke ordrer, inkludert kansellerte ordrer, som er sendt til markedsplassen samt transaksjoner som har blitt foretatt på markedsplassen. En driver av en MHF og regulerte markeder, har allerede etter gjeldende regelverk en plikt til å drive markedsovervåkning av ”transaksjoner” jf. vphl. §11-2 (1) og børsloven §27 (1). Imidlertid er det nytt at denne plikten omfatter OTF. At markedsovervåkingen også skal dekke ordre og kansellerte ordre er nytt for samtlig av de nevnte markedsplasser.¹²⁶ Dette harmonerer godt med MAR sitt nye forbud mot markedsmanipulasjon jf. punkt 5.9, som spesifiserer at markedsmanipulasjon kan skje ved modifikasjoner og kanselleringer av ordre.

Det følger videre av artikkel 31 (2) at det foreligger rapporteringsplikt både for MHF og OTF ved aktivitet ”that may indicate behavior” som er i strid med forbudet mot markedsmanipula-

¹²⁵ MIFIR fortale avsnitt 10.

¹²⁶ Jf. MIFID artikkel 43 (1) og MIFID II artikkel 54 (1) for regulerte markeder, og se MIFID artikkel 26 (1) og MIFID II artikkel 31(1) for MHF.

sjon. Den samme rapporteringsplikten gjelder for regulerte markeder jf. artikkel 52 (2). Dette er helt nytt for OTF, men det eksisterer allerede en slik rapporteringsplikt for MHF og regulerte markeder, jf. henholdsvis vphl. §11-2 (2) og børsloven §27 (2). Spørsmålet er så om MIFID II innebærer en endring i terskelen for å rapportere. For både MHF og regulerte markeder utløses rapporteringsplikten når det foreligger mistanke om ”vesentlig brudd” på relevante lover og regler, herunder forbudet mot markedsmanipulasjon. I artikkel §31 (2) og artikkel 52(2) utløses rapporteringsplikten når det foreligger aktivitet som ”may indicate behaviour” som er i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon. Det uttales i forarbeidene at rapporteringsterskelen etter vphl. §11-2(2) og børsloven §27 (2) anses som lav,¹²⁷ selv ved en begrepsbruk som ”vesentlig brudd”. Etter ordlyden i MIFID II kan det antas at terskelen er senket ytterligere ved at det skal rapporteres om handlinger som *kan indikere* brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon.

6.3.5 Innføring av organiserte handelsfasiliteter

MIFID II introduserer OTF som en ny type markedsplass og har knyttet visse informasjonsplikter til driften, blant annet offentliggjøringsplikt av ordre- og handelsdata, samt en plikt til å drive markedsovervåkning. Dette bidrar positivt til informasjonsnivået, siden dette tidligere har vært en type uregulert markedsplass med ingen krav til offentliggjøring eller markedsovervåkning. Imidlertid kan det spørres hvorfor det innføres en ny type markedsplass, når det eksisterer utfordringer knyttet til fragmentering av markedsplasser, blant annet til innsamling av handelsdata og markedsovervåkning. En annen mulig løsning er å begrense muligheten til å ha markedsplasser som matcher investorers kjøps- og salgsinteresser, ved at slik aktivitet kun kan skje på regulerte markeder eller MHF, istedenfor å innføre en ny type markedsplass. Dette kan gjennomføres ved en ytterligere presisering i legaldefinisjonene til henholdsvis regulerte markeder og MHF. Dette kunne gjort regelverket enklere å håndtere for samtlige aktører. Det avgjørende bør ikke være hva man kaller en markedsplass, men hvilken *funksjonalitet* den har. Etter MIFID II artikkel 1 (1) nr. 7 må all multilateral handel (all organisering og matching av investorers kjøps- og salgsinteresser) gjøres på enten et regulert marked, MHF eller OTF. Derfor er det antakelig ikke mulig å opprette uregulerte markedsplasser som går klar av legaldefinisjonene til regulerte markeder, MHF og OTF. Dette kan tenkes å hindre fremveksten av uregulerte markeder.

¹²⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 221 flg. og s. 241 flg.

6.3.6 Spesielt om regulerte markeder

6.3.6.1 Forholdet mellom ordrer og gjennomførte handler

HFT-handel kan ha sider ved seg som ikke direkte gagnar markedet, deriblant at det kan skape mye ”støy” for andre aktører i markedet, ved å sende mange ordre som forsvinner ut av ordreboken nesten like fort som de kom eller hyppige modifikasjoner av ordre. Dette kan føre til at forholdet mellom ordre og gjennomførte handler blir svært skjevt, fordi svært mange ordrer ikke ender i handel. ”Order to trade ratio” referer til forholdet mellom ordre som blir sendt markedsplassen, men som ikke ender i handel, og ordrer som ender i handel. Etter MIFID II artikkel 48 (9) kan regulerte markeder ha et gebyrsystem med den hensikt å forbedre ratioen, men det må være ”transparent, fair and non-discriminatory” og ikke gi insentiver til å foreta manipulative handlinger. Regulerte markeder har imidlertid en rett etter avsnitt to og tre i samme artikkel til å ha gebyrer for: ordre som kanselleres innenfor en gitt tidsramme, hvor deltakere har en høy ”order to trade” ratio, og for aktører som driver med HFT-handel for å reflektere belastningen dette kan skape på ordresystemet.

Med slike muligheter kan et regulert markedsplass styre utviklingen av HFT-handel, ved å belaste aktører som ikke tilfører markedsplassen noe nytteverdi et gebyr. Dette kan føre til verdipapirforetak som driver med HFT-handel tilpasser seg for å unngå gebyrer, ved å begrense bruken av ordrer som kanselleres innen kort tid. Slike tilpasninger kan føre til mindre støy i ordreboken og at det blir lettere for andre aktører å se det reelle ordrebildet.¹²⁸ Et regulert marked har høyest grad investorbekyttelse, og det ser ut som dette blir opprettholdt og videreført ved å innføre dette gebyrsystemet. Ikke bare er det til fordel for investorer at det blir mindre støy - det er også til fordel for markedet at minst mulig investeringsbeslutninger blir tatt på støydrivet informasjon. Dette kan føre til lite effisiente priser og volatilitet i markedet.¹²⁹¹³⁰ Om ordrebildet er preget av støy, kan en konsekvens være at det blir mer fokus på handelsdata, enn på ordredata. Dette kan føre til at ordredata får en mindre betydning og i mindre grad påvirker investeringsbeslutninger, og det kan tenkes å svekke prisdannelsen i markedet.

¹²⁸ Oslo Børs innførte en slik avgift i 2012. Om ”order to trade” ratioen per handel går over forholdstallet 70:1 får investoren et gebyr på 5 øre. Ifølge Oslo Børs har det ført til at en HFT-aktør endret ratio fra over 70:1 til 7:1. Oslo Børs (2015a).

¹²⁹ Stordrange (2014) s. 297-298.

¹³⁰ Volatilitet: Hvor store prisfluktasjoner i et finansielt instrument, sammenlignet med fluktasjonene i en indeks, og usikkerhet knyttet til prisen på instrumentet. Se blant annet NOU 1996:2 s. 34 flg.

6.3.6.2 Identifikasjon av algoritmer

Det følger av MIFID II artikkel 48 (10) at regulerte markeder skal være i stand til å identifisere - etter flagging av medlemmene, hvilke ordre som er generert av algoritmehandel, de ulike algoritmene som er brukt og hvem som er ansvarlig for algoritmen. Det finnes ingen tilsvarende plikt i gjeldende rett. Dette vil gjøre det enklere for markedsplassene å se hvilke verdipapirforetak sine algoritmer som generer ordrer. Det vil antakelig bli lettere for markedsplassen å holde kontroll med hva et verdipapirforetak foretar seg og det blir lettere å se ordre- og transaksjonsmønstre. Denne informasjonen skal være tilgjengelig for nasjonale tilsynsmyndigheter ved forespørsel og denne informasjonsdelingen kan tenkes å bidra til bedre tilsyn.

6.4 Verdipapirforetak

6.4.1 Opplysnings- og rapporteringsplikter ved algoritmehandel

Etter MIFID II artikkel 17 (2) har verdipapirforetak som ønsker å drive med algoritmehandel en opplysningsplikt overfor nasjonale tilsynsmyndigheter og "the trading venue" den ønsker å operere på. Det følger av definisjonen av "trading venue" i artikkel 4 (1) nr. 24 at dette omfatter regulerte markedsplasser, MHF og OTF. Når markedsplassen er klar over hvilke verdipapirforetak som driver med HFT-handel som følge av opplysningsplikten, gjør det at man har mer kontroll med aktørene som opererer på markedsplassen, eventuelt om dette gir grunn til ekstra monitorering/oppfølging og eventuelle mønstre i handlemåte kan bli lettere å oppdage. Etter gjeldende rett eksisterer det ikke en tilsvarende plikt.

Det følger videre av artikkel 17 (2) andre avsnitt at verdipapirforetak som driver med algoritmehandel, skal kunne opplyse for nasjonale tilsynsmyndigheter en "description of the nature of its algorithmic trading strategies, details of the trading parameters or limits to which the system is subject". Det antas at dette vil virke opplysende overfor tilsynsmyndighetene og sånn sett ha nytteverdi, men verdien av informasjonen vil bero på detaljnivået på informasjonen som gis. Denne bestemmelsen gir anvisning på forhold det skal opplyses om, men ellers fremstår det som litt uklart hva som kreves, se spesielt "description of the nature of its algorithmic trading strategies". Det gjenstår å se om det kommer en spesifisering av opplysningsplikten i level-2 regelverket og hvilken nytteverdi en slik opplysningsplikt eventuelt vil ha. Imidlertid kan det antas at plikten gjør det mulig for nasjonale tilsynsmyndigheter å ha en viss innsikt i hvordan verdipapirforetakene driver med algoritmehandel, og man kan til dels se dem litt "i kortene". Dette er informasjon som også kan tenkes nyttig som bakgrunnsinformasjon ved undersøkelse av mistenkelige ordrer og transaksjoner. Videre har nasjonale tilsynsmyndigheter en plikt å dele denne informasjonen med markedsplasser i andre EU/EØS-land hvor verdipapirforetaket opererer. Informasjonsdeling er nødvendig for å kunne møte utfordringene knyttet til fragmentering av markedsplasser og for å øke informasjonsnivået hos alle markedsplasser i EØS/EU-området. P.t. har nasjonale tilsynsmyndigheter ikke oversikt over

hvilke verdipapirforetak som driver med algoritmehandel, og da heller ikke med hvilke strategier som brukes og hvilke ordre og transaksjoner som er generert av algoritmer.¹³¹

I MIFIR videreføres rapporteringsplikten som verdipapirforetak har etter vphl. §10-18. Etter artikkel 26 (1) sammenholdt med (2) a i samme artikkel, har verdipapirforetak en plikt til å rapportere alle gjennomførte ordre i noterte aksjer til nasjonale tilsynsmyndigheter. Rapporteringen skal gi ”complete and accurate detail” om transaksjoner som er gjennomført. Rapporteringsplikten gjelder uavhengig om transaksjonen er gjennomført på et regulert marked, MHF eller OTF. Transaksjoner utenfor disse markedsplassene må også rapporteres. Dette innebærer at verdipapirforetak som driver med systematisk internalisering¹³² eller gjennomfører transaksjoner på uregulerte markedsplasser, også må rapportere dette. Det som imidlertid er nytt er at verdipapirforetaket i denne rapporten, må identifisere hvilken algoritme innenfor foretaket som stod bak kjøps- eller salgsbeslutningen og gjennomføringen av transaksjonen jf. artikkel 26 (3) første setning. Dette synliggjør hvilke transaksjoner som er et resultat av en algoritme og i så fall hvilken algoritme som er benyttet. Dette kan lette tilsynsarbeidet, ved at handlingene til enkelte algoritmer er enklere å identifisere. Om det blir lettere å gjennomføre tilsyn, kan det føre til at oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon blir høyere og at verdipapirforetak dermed avstår fra å bruke markedsstrategier som kan ha en manipulativ virkning grunnet en høyere risiko for å bli oppdaget.

6.4.2 Lagringsplikt ved HFT-handel

Videre følger det av artikkel 17 (1) femte avsnitt, at et verdipapirforetak som benytter seg av HFT som handelsmetode ”shall store in an approved form accurate and time sequenced records of all its placed orders, including cancellations of orders, executed orders and quotations on trading venues ” og at denne informasjonen skal være tilgjengelig for nasjonale tilsynsmyndigheter ved forespørsel. Som det ble redegjort i punkt 4.2, er HFT-handel kjennetegnet ved at det benyttes algoritmer som tar investeringsbeslutninger og genererer ordrer deretter. Denne lagringsplikten gjelder alle ordre, inkludert kansellering av ordre, generert av en HFT algoritme, uavhengig av hvilken markedsplass som verdipapirforetaket har operert på. Med denne lagringsplikten er man i stand til å se alle typer ordrer og eventuelle modifikasjoner av ordrer, samlet under ett. Om det foreligger mistanke knyttet til handlinger, kan dette være nyttig informasjon for tilsynsmyndigheten. Det antas at det blir enklere å gjenskape hva som

¹³¹ Den Europeiske Kommissjon (2014) s. 6

¹³² Handler på vegne av kunde mot egen bok, altså mot verdipapirforetakets egne verdipapirer instrumenter jf. vphl. §2-4 (4) jf. §10-19.

har skjedd og vurdere hvor vidt dette kan være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon. Lagringsplikten kan også tenkes begrunnet i et ønske om bevissikring.

6.5 Konsolidering av handelsdata

Fragmentering av markedsplasser har ført til en fragmentering av handelsdata. Dette innebærer at investorer og verdipapirforetak som er satt til å gjennomføre en ordre, må undersøke flere markedsplasser for å få det fulle bildet av prisene en aksje er omsatt for og hvilke volum som har blitt omsatt. I MIFID II opprettes det en mulighet for kommersielle aktører å konsolidere handelsdata fra flere markedsplasser for å avhjelpe fragmenteringen av handelsdata. Dette omtales som en ”consolidated tape provider” (CTP) og har som oppgave å samle inn handelsdata fra regulerte markeder, MHF og OTF. En CTP skal tilby en kontinuerlig strøm av informasjon og informasjonen skal inneholde prisen en aksje har blitt omsatt for og hvilke volum som har blitt omsatt, se MIFID II artikkel (1) nr. 53. En CTP må autorisasjon etter artikkel 65 i samme direktiv.

MIFID II nyvinning vil riktignok gi det fulle bildet av handelsdata fra markedsplasser i Norge, men norske markedsplasser omsetter en lav andel av aksjer på de europeiske markedene,¹³³ og det er ikke mange markedsplasser man må oversikt over. Men det vil nok bli lettere for investorer, samt tilsynsmyndigheter å få det fulle bildet. Aksjehandel har fått et pan-europeisk preg som følge av integrasjon i verdipapirmarkedene. Innføring av en funksjon som CTP, vil gjøre at det blir lettere for investorene å lese prisbildet i andre europeisk land som har større fragmentering av markedsplasser enn det Norge har. Det kan tenkes at dette fører til lavere kostnader knyttet til informasjonsinnhenting, og at dette vil bidra til lavere transaksjonskostnader i markedet.¹³⁴ En konsolidert strøm av handelsdata er også til fordel for ESMA som må drive et pan-europeisk tilsynsarbeid, da det vil være en strøm av handelsdata for aksjer fra hvert medlemsland.

6.6 Kostnader og tilpasning

MIFID II og MIFIR prøver å hindre fremveksten av uregulerte markedsplasser samt begrense omsetningen i dark pools. Dette begrenser alle aktørers handlefrihet. Det som gjenstår, som ikke må rapporteres, er bilaterale avtaler som inngås direkte mellom kjøper og selger uten at de er koblet av et verdipapirforetak eller matches på en markedsplass.¹³⁵ Det kan tenkes, med

¹³³ Oslo Børs omsetter ca. 1 % av noterte aksjer i Europa. Oslo Børs (2015a).

¹³⁴ Eide (2008) s. 130 flg.

¹³⁵ Her tas det ikke høyde for andre flagge- eller meldeplikter som kan komme til anvendelse, jf. vphl. §§ 4-2 og 4-3.

blant annet bakgrunn i omsetningsbegrensningen i dark pools, at store institusjonelle investorer i større grad vil finne hverandre for å inngå transaksjoner, fremfor å gå gjennom et verdipapirforetak eller en markeds plass. En begrensning i adgangen til å inngå slike avtaler, vil være et stort innhogg i partenes avtalefrihet. Det kan tenkes at den ytterligere begrensningen i handlefriheten som MIFID II og MIFIR representerer, vil føre til at store aktører flagger virksomheten ut av EU/EØS- området til land som gir både markeds plasser, verdipapirforetak og investorer større handlefrihet. Det kan også tenkes at utstedere tilpasser seg dette ved å unngå å notere aksjer på markeds plasser innenfor EU/EØS-området. Dette kan på sikt svekke verdipapirmarkedets funksjon som kapitalkilde for næringslivet. Aktørene i verdipapirmarkedet har høy tilpasningsevne, og det er ikke utenkelig at de finner måter å omgå pliktene blant annet knyttet til algoritmehandel og HFT-handel i MIFID II. Omgåelsesmulighetene vil i stor grad bero på den ytterligere definisjoner i level-2 regelverket.

Regulering i seg selv er tillitsvekkende fordi det er et tegn på at man ønsker å styre utviklingen. Imidlertid er det vanskelig å vurdere hvilken påvirkningseffekt regulering vil ha og regulering fører med seg kostnader for stort sett alle parter, både direkte og indirekte. Det tok 3.5 år før konsekvensene av MIFID ble synlig, og ulike aktørers tilpasning avdekket nye reguleringsbehov.¹³⁶ Kostnadene knyttet til implementering av MIFID II og MIFIR er anslått til å være mellom €512 til 732 millioner og påføre årlige driftskostnader på mellom €312 til 586 millioner.¹³⁷ Pliktene som knytter seg til algoritmehandel generelt og HFT spesielt, vil medføre økte kostnader for verdipapirforetak. Angivelig er det få norske verdipapirforetak som driver med HFT-handel,¹³⁸ og at det er utenlandske verdipapirforetak som i all hovedsak står for HFT-handel på norske markeds plasser.¹³⁹ Blant norske verdipapirforetak er det stort sett bruk av ”smart ordre route” algoritmer som faller utenfor definisjonen av algoritmehandel. Imidlertid er det grunn til å tro at totaliteten av MIFID II og MIFIR inkludert level-2 regelverkets tekniske standarder vil føre til økte compliancekostnader¹⁴⁰ for både verdipapirforetak og markeds plasser. Høye compliancekostnader kan føre til at inngangsterskelen til markedet blir høy, noe som igjen kan svekke konkurransen i markedet. Det kan tenkes at kostnadene til dels vil bli veltet over på investoren som sluttkunde, blant annet gjennom økt kurtasje.¹⁴¹

¹³⁶ Den Europeiske Kommisjon (2011) s. 2.

¹³⁷ *ibid* s. 3.

¹³⁸ Angivelig er norske verdipapirforetak kritisk til HFT-handel pga. slike strategier fordi det gjør det vanskeligere å gjennomføre kundeordre til best mulig pris. Verdipapirforetakenes Forbund (2015).

¹³⁹ 70 % av all handel på Oslo Børs knytter seg til utenlandske verdipapirforetak. Økokrim (2015a).

¹⁴⁰ Kostnader knyttet til etterlevelse av regulering.

¹⁴¹ Provisjon til verdipapirforetaket som mellommann mellom markedet og investoren.

6.7 Om MIFID II og MIFIR kan antas å avhjelpe utfordringene ved HFT-handel og øke oppdagelsesmuligheten av markedsmanipulasjon

Problemstillingen for denne delen av oppgaven var om det økte informasjonsnivået som følger av de nye pliktene, kan antas å avhjelpe utfordringene knyttet til bruken av HFT-handel og øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon. Utfordringene som ble nevnt i punkt 6.2 knyttet til HFT-handel var fragmentering av markedsplasser, en tilsvarende fragmentering av handelsdata og ordrer som skapte mye ”støy”, enten ved at de blir endret eller kansellert.

Som redegjort for i punkt 6.3, forsøker MIFID II og MIFIR å samordne informasjonspliktene til markedsplasser underlagt regulering, herunder regulerte markeder, MHF og OTF. Samtidig som denne harmoniseringen blir gjort, understrekes det at all kobling av investorers kjøps- og salgsinteresser knyttet til finansielle instrumenter, skal skje på en av de overnevnte markedsplassene. Dette vil begrense fragmenteringen av markedsplasser, samt hindre fremveksten av uregulerte markedsplasser som ikke er underlagt tilsyn, hvor det verken er krav til markedsovervåkning eller krav til offentliggjøring av ordre- og handelsdata. Videre vil muligheten til å konsolidere handelsdata fra nasjonale markedsplasser, sammen med en harmonisering av markedsplassenes offentliggjøringsplikter, avhjelpe utfordringene knyttet til fragmentering av handelsdata. Videre ble det i punkt 6.3.4 redegjort for at samtlige av markedsplassene underlagt regulering, har en plikt til å drive markedsovervåkning og at terskelen for å rapportere mistenkelig ordrer og transaksjoner antas senket.

MIFID II og MIFIR øker fokuset på handler generert av algoritmer. Verdipapirforetak som er involvert i algoritmehandel har jf. punkt 6.4, en opplysnings- og rapporteringsplikt ovenfor både nasjonale tilsynsmyndigheter, samt markedsplassene de opererer på. Nevnte plikter vil synliggjøre bruken av algoritmehandel og HFT-handel. Videre ble det i punkt 6.3.6 redegjort for et krav til regulerte markedsplasser at de skal være i stand til å identifisere hvilke ordre som er generert av algoritmer. Dette i kombinasjon vil synliggjøre hvilke verdipapirforetak som driver med HFT-handel, samt hvilke strategier de benytter seg av. Synliggjøringen kan tenkes å få en preventiv effekt, ved at verdipapirforetak viser større forsiktighet med hvilke strategier de benytter seg av, og begrenser bruken av ordrer som blir kansellert.

På bakgrunn av at terskelen for rapportering av markedsmanipulasjon antas senket kombinert med utvidede rapporterings- og opplysningsplikter for verdipapirforetak som bruker algoritmer overfor både markedsplasser og tilsynsmyndigheter, antas det at MIFID II øker informasjonsnivået ytterligere sammenlignet med MIFID. MIFID II og MIFIR vil gjøre det lettere å føre kontroll med foretak som driver med HFT-handel. En økning i informasjonsnivået forutsetter imidlertid at det må være et mottaksapparat i andre enden som er i stand til å behandle en økning i informasjonsstrømmen og skille ut hva som er informasjon av verdi. Det har liten

verdi å øke informasjonsnivået om nasjonale tilsynsmyndigheter ikke har kapasitet til å bearbeide det. MIFID II og MIFIR antas dermed å øke arbeidsbelastningen for tilsynsmyndigheten. Om de har kapasitet til å behandle all informasjonen, kan nok økningen i informasjonsnivået gjøre oppdagelsesmulighetene og oppdagelsesrisikoen av markedsmanipulasjon større.

Svaret på problemstillingen blir dermed ja – det er grunn til å anta at de nye pliktene i MIFID II og MIFIR, i all hovedsak, vil avhjelpe utfordringene knyttet til HFT-handel samt øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon. Det er mulig å takle utfordringene og styre utviklingen av HFT-handel gjennom hensiktsmessige virkemidler, og det er grunn til å anta at totaliteten av MIFID II og MIFIR vil styre utviklingen i større grad enn tidligere.

7 Konklusjon på oppgavens problemstillinger

Den første problemstillingen var om HFT-handel i enkelte typetilfeller kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon jf. vphl. §3-8. Konklusjonen byr ikke på store utfordringer. Som det ble konkludert med i punkt 5.6.1 ved behandling av typetilfelle I og videre i punkt 5.8, kan HFT-handel rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon som alle andre handelsmetoder. Det avgjørende er hvilken markedsstrategi som er brukt og hvilken virkning den kan ha. Men som nevnt i punkt 5.4 kan den rettslige situasjonen anses som uklar, fordi det er knyttet usikkerhet til rekkevidden av forbudet mot markedsmanipulasjon jf. §3-8 (2) nr. 1. Videre, som det ble redegjort for i punkt 5.6, kan det i fremtiden oppstå utfordringen i bedømmelsen om typetilfeller av HFT-handel skal rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon. HFT-handel kan nok i fremtiden tenkes å utfordre forståelsen av hva som er markedsmanipulasjon og det er grunn til å tro at vi hittil ikke har sett det fulle potensialet av HFT-handel.

Den andre problemstillingen var om de nye pliktene kan antas å avhjelpe utfordringene ved HFT-handel og øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon. Utfordringene knyttet til HFT-handel ble nevnt i punkt 6.2 og sentrale informasjonsplikter i MIFID II og MIFIR ble behandlet i punkt 6.3 til 6.5. På bakgrunn av denne redegjørelsen ble det gitt en konklusjon i punkt 6.7. Konklusjonen på problemstillingen ble bekreftende: det er grunn til å anta at MIFID II og MIFIR vil avhjelpe utfordringene ved HFT-handel og øke oppdagelsesmulighetene av markedsmanipulasjon. Hvilke resultater de nye pliktene vil gi, beror imidlertid på hvordan og i hvilken utstrekning nasjonale tilsynsmyndigheter vil nyttiggjøre seg av informasjonen de gir. Mulighetene til å omgå regelverket beror på ytterligere definisjoner i level-2 regelverket. På verdipapirmarkedene opererer svært ressurssterke aktører, og en utfordring i fremtiden kan bli kreativ tilpasning og omgåelse av regelverket. Det er grunn til å tro at aktørene vil forsøke å utvide egen handlefrihet ved å utfordre regelverkets grenser.

Litteraturliste

Lover og forskrifter

Børsloven	Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder
EØS-loven	Lov 27. november -1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v.
Finanstilsynsloven	Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet med finansinstitusjoner mv
Verdipapirforskriften	Forskrift til vphl. 1. november 2007
Verdipapirhandeloven	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

Forarbeider

NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 2000:9	Konkurransesflater i næringslivet
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i vphl. og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv)
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (vphl.) og lov om regulerte markeder (børsloven)

Direktiver

MAD	Directive 2003/6/EF on Market Abuse
MAR	Regulation (EU) No 596/2014 on Market Abuse
MIFID	Directive 2004/39/EF Markets in Financial instruments
MIFID II	Directive 2014/65/EU Markets in Financial Instruments

MIFIR Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments

Rettspraksis

Rt. 2009 s. 22

Rt. 2012 s. 686

Sak C-445/09

IMC Securities v Stichting Autoriteit Financiële Markten

Litteratur

Andenæs

Andenæs, Johs., *Alminnelig strafferett*, 5.utg ved Magnus Matningsdal og Georg Fredrik Rieber-Mohn, Oslo 2004.

Arnoldi

”Computer Algorithms, Market Manipulation and the Institutionalization of High Frequency Trading” *Theory, Culture and Society*, 2015 (Sagepub)

Axelsen

Axelsen, Niels Kristian, ”Mellommenn og markedsmisbruk”, Oslo 2007.

Bergo

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4.utg, Oslo 2014.

Clausen og Sørensen

Clausen, Nis Jul og Karsten Engsig Sørensen, ”Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II- Leveling the Playing field and Overcoming Market Fragmentation” *European Company and Financial Law Review. Volume 9, Issue 3*, 2012 (SSRN)

Den Europeiske Kommisjon

”Proposal for a Directive of The European Parliament and of The Council on Markets in Financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council”, 2011/0298 (COD), 2011.

”Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions”, Memo/14/305, 2014.

Eckhoff	Eckhoff, Torstein og Jan E. Helgesen, <i>Rettskildelære</i> , 5 utg., Oslo 2001.
Eide	Eide, Erling og Erling Stavang, <i>Rettsøkonomi</i> , Oslo 2008.
Eskeland	Eskeland, Ståle, <i>Strafferett</i> , 3. utg., Oslo 2014.
ESMA	<p>”Final Report: Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities”, 2011.</p> <p>”High- frequency trading activity in EU equity markets”, <i>Economic Report Nr. 1</i>, 2014a</p> <p>”Final Report - ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR”, 2014b</p>
Ferrarini og Moloney	Ferrarini, Guido og Niamh Moloney, ”Equity Trading and the MiFID Review: Law, Market Change and Interest Groups in EU Financial Markets”, 2012 (SSRN)
Finanstilsynet	<p>”Pressemelding 2/2011”, 2011.</p> <p>”Vphl. – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4”, 2014.</p> <p>”Finanstilsynets Strategi 2015-2016”, 2015a.</p>
Gomber	Gomber, Peter, Björn Arndt, Marco Lutat og Tim Uhle ”High-Frequency Trading ” 2011 (SSRN)
Myklebust	Myklebust, Trude, <i>Innføring i finansmarkedsrett</i> , Oslo 2011.
Norges Bank	”Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet” <i>Norges Bank skriftserie nr. 34</i> , 2004.
Sejersted	Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyen m.fl., <i>EØS-rett</i> , 3. utg., Oslo 2011.

Stordrange	Stordrange, Caroline Bang, ”Kan brudd på utsteders løpende informasjonsplikt innebære markedsmanipulasjon?” <i>Lov og Rett, vol. 53</i> , 2014 (Idunn).
Wasenden	Wasenden, Odd-Harald B., ”Om det finansielle kraftmarkedet”, Oslo 2007.
Økokrim	”Risikovurdering 2015-2016”, 2015a. ”Trusselvurdering 2015-2016”, 2015b

Personlig meddelelser

Finanstilsynet	Møte 29.09.2015b med spesialrådgiver Johan Fredrik Øhman.
Norges Bank Investment Management	Mail 17.11.15 fra kommunikasjonsrådgiver Kyrre Hegg.
Oslo Børs	Møte 17. september med seniorrådgiver Rasmus Woxholt og senioranalytiker Jan Dankert Skagen ved Oslo Børs, 2015a. Mail 13. oktober fra senioranalytiker Jan Dankert Skagen ved Oslo Børs, 2015b.
Verdipapirforetakenes Forbund	Mail 09.11.2015 fra fagdirektør Per Broch Mathisen ved Verdipapirforetakenes Forbund.
Økokrim	Mail 09.11.2015c fra førstestatsadvokat Hans Christian Koss.

Nettsider

Dagens Næringsliv

”Endrer prisen 200 ganger per sekund” 10.02.2011a
<http://www.dn.no/nyheter/2011/12/14/enderer-prisen-200-ganger-per-sekund>
[Sisert 08.11.15]

”- Fengselet burde jo vært fylt opp med roboter” 24.05.2012b
<http://www.dn.no/tekno/2012/05/24/-fengselet-burde-jo-vaert-fylt-opp-med-roboter>
[Sisert 08.11.15]

Finanstilsynet

”ESMA 2012/122 - Retningslinjer for automatisert handel”
23.03.2012
<http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Verdipapirforetak/Regelverk/CESR-anbefalinger/ESMA-2012122---Retningslinjer-for-automatisert-handel/>
[Sisert 08.11.15]

”MiFID II/MiFIR” 05.10.2015c
<http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Verdipapirforetak/Tema/MiFID-II--MiFIR-/>
[Sisert 21.11.15]

Regjeringen

”Mandat verdipapirlovutvalg”
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dep/fin/pressemeldinger/2015/nytt-lovutvalg-pa-verdipapiromradet/mandat-verdipapirlovutvalg/id2413046/> 22.05.2015
[Sisert 07.11.15]