



UiT Norges arktiske universitet

Det juridiske fakultet

Forbudet mot markedsmanipulasjon

En analyse av forbudet mot markedsmanipulasjon etter inkorporeringen av Market Abuse Regulation (MAR) i norsk rett

Torbjørn Ingebrigtsen Grødahl

Stor masteravhandling i rettsvitenskap, JUR-3901, vår 2020

Innholdsfortegnelse

Del 1	1
1 Introduksjon	1
1.1 Fra Napoleons falske død til «day-trading»	1
1.2 Aktualitet	2
1.3 Tema og problemstillinger	5
1.4 Avgrensninger	5
2 Hva er markedsmanipulasjon?	6
3 Formålet bak markedsmanipulasjonsforbudet (rettsgodebeskyttelsen)	11
3.1 Innledning	11
3.2 Rettsgodebeskyttelsen etter MAR	12
3.3 Kapitalmarkedenes formål og funksjon	13
3.4 Presisering av rettsgodebeskyttelsen: Effisiens	14
3.5 «Den enkelte som rammes»: En særnorsk rettsgodebeskyttelse?	17
3.6 Konklusjon og betydning for tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon ..	18
4 Kort om utviklingen av markedsmanipulasjonsforbudet	19
5 Metode og rettskilder	20
Del 2: Forbudet mot markedsmanipulasjon	22
6 Introduksjon	22
6.1 Innledning	22
6.2 Presentasjon av definisjonen (MAR art. 12)	22
6.3 Oppbygningen av analysen	24
7 Betydningen av eksempellisten i MAR art. 12 nr. 2	25
7.1 Presentasjon av MAR art. 12 nr. 2	25
7.2 MAR art. 12 nr. 2: En selvstendig definisjon?	27
7.3 Endringer med inkorporeringen av MAR i norsk rett?	29
8 Inngangskriteriene for markedsmanipulasjon	30

8.1	Innledning	30
8.2	«disseminating information through the media»	30
8.2.1	Innledning	30
8.2.2	Alle kommunikasjonsformer eller ulike former for «media»?	31
8.2.3	Hvor ligger terskelen?.....	31
8.2.4	Rammes unnlattelse av å spre informasjon?.....	32
8.3	«Any other behaviour»: Omfattes all atferd?.....	33
8.4	Endringer med inkorporeringen av MAR i norsk rett.....	34
9	Definisjon 1: «False or misleading» atferd.....	35
9.1	Innledning	35
9.2	Krav til (i) villedende informasjon og (ii) en villedende effekt?	35
9.2.1	Ordlyden i forordningsteksten: To vilkår	35
9.2.2	Kravet til en vesentlig villedende effekt i prismekanismene	37
9.2.3	Et krav til kvalifisert villedende informasjon?.....	42
9.3	Vil inkorporeringen av «false or misleading» etter MAR art. 12 medføre endringer i norsk rett?.....	45
9.3.1	Innledning	45
9.3.2	HR-2019-1447-U (Funcom): En «fornuftig investor»-test for «villedende»-vilkåret i norsk rett?	47
9.3.3	Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen): Er den alminnelige rettsstridsreservasjonen for markedsmanipulasjon EØS-konform?	49
9.4	Oppsummering, konklusjoner og refleksjoner.....	52
10	Definisjon 2: Referanseindeksmanipulasjon.....	53
11	Definisjon 3: «artificial» kurssikring	54
11.1	Innledning	54
11.2	En rent effektorientert definisjon?	54
11.2.1	Forordningsteksten: Rent effektorientert	54
11.2.2	Sak C-445/09 IMC Securities: Kursen må ikke fastlåses	55

11.2.3	Sak E-5/19 <i>Økokrim mot F og G</i> : Et krav til en effekt i kursen	57
11.2.4	Kreves det kvalifisert villedende informasjon?	59
11.3	Forholdet mellom markedsmanipulasjon ved «artificial» kurssikring og «false or misleading»-atferd	60
11.4	Endres norsk rett med inkorporeringen av MAR?	62
11.5	Oppsummering og konklusjon	62
12	Definisjon 4: «deception or contrivance»	63
12.1	Innledning	63
12.2	Forordningsteksten: Både krav til en villedende effekt og kvalifisert villedende informasjon?	63
12.3	Forholdet mellom «contrivance or deception»-manipulasjon og manipulasjon ved «false or misleading»-atferd	64
12.4	Endres norsk rett med inkorporeringen av MAR?	66
13	«Likely»: Et krav til sannsynlighetsgraden?	67
13.1	Innledning	67
13.2	Forordningsteksten: Et krav til sannsynlighetsovervekt?	67
13.3	Endres norsk rett med inkorporeringen av MAR?	69
14	Akseptert markedspraksis	73
14.1	Innledning	73
14.2	«Accepted market practices»	74
14.3	«Legitimate reasons»	76
14.4	Oppsummering, konklusjon og refleksjoner	77
15	Strafferettslige grunnprinsipper og tolkning av markedsmanipulasjonsforbudet	78
15.1	Innledning	78
15.2	Strafferettslige grunnprinsipper og EØS-konform tolkningsplikt	78
15.3	Legalitetsprinsippet, uskyldspresumsjonen, kravet til materiell rettsstrid og MAR art. 12	81
15.4	Variierende tolkning av MAR art. 12 etter sanksjonssporet?	84

16	Skyldkravet for markedsmanipulasjon	85
16.1	Innledning: Objektiv foretakssanksjon?	85
16.2	Oppstiller MAR art. 12 et generelt skyldkrav?	86
16.3	Sak E-5/19 Økokrim mot F og G: En objektiv definisjon.....	88
16.4	Betydningen av subjektive element	91
16.5	Oppsummering, konklusjoner og konsekvenser for norsk rett	92
17	Forsøk	92
18	Medvirkning.....	93
18.1	Innledning	93
18.2	Profesjonelle mellommenn og medvirkningsansvar	94
18.3	Endringer med inkorporeringen av MAR i norsk rett?	96
19	Avsluttende refleksjoner om del 2	96
Del 3: Det nye sanksjonssystemet.....		97
20	Introduksjon	97
20.1	Innledning	97
20.2	Konstitusjonelle rammer for sanksjoner	98
20.3	Prinsippene for kriminalisering og administrative sanksjoner.....	99
20.4	Det gjeldende sanksjonssystemet.....	100
20.5	<i>Grande Stevens v. Italy</i> : EMK og to-sporede sanksjonssystem.....	102
21	Er det nye sanksjonssystemet hensiktsmessig?.....	103
21.1	Innledning	103
21.2	Kriminaliseringsprinsippene: Straff som normalreaksjon?	104
21.3	Interne retningslinjer for valget av sanksjonsspor	105
21.4	MAR + MAD II: En harmonisert løsning?	108
Del 5: Avslutning.....		111
22	Avslutning.....	111
Kildeliste		113

Norsk Lover	113
Norske forarbeider	114
Rettspraksis fra Høyesterett	115
Norsk underrettspraksis	116
Folkerettslige traktater	116
EU/EØS-rettsakter	117
Rettspraksis fra EU-domstolen tilgjengelig på https://eur-lex.europa.eu/	119
EU-forarbeider, Lamfalussy nivå 3-veiledning, generaladvokatuttalelser, rapporter fra ESMA	120
Rettspraksis fra EFTA-domstolen tilgjengelig på https://eftacourt.int/cases/	122
Beslutninger fra EØS-komiteen og EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende	124
Rettspraksis fra EMD tilgjengelig på https://hudoc.echr.coe.int/	124
Utenlandsk lovgivning, rettspraksis og tolkningsuttalelser/veiledninger	125
Høringsuttalelser	125
Litteratur	126
Avisartikler og blogginnlegg	130
Internettkilder.....	131

Del 1

1 Introduksjon

1.1 Fra Napoleons falske død til «day-trading»

En mann i fransk militæruniform ankom den engelske havnebyen Dover om morgenen den 21. februar 1814. Napoleonskrigene raste i Europa, og Frankrike og England var i krig. Mannen fortalte at han kom fra Frankrike og brakte med seg budskapet om at Napoleon var død. Dette kunne føre til fred mellom landene, noe som naturligvis ble ansett som gode nyheter for England. Informasjonen ble ansett som troverdig og spredte seg. Investorer begynte å kjøpe engelske statsobligasjoner og kursene steg betraktelig. Det skulle imidlertid vise seg at mannen iført fransk militæruniform var den engelske aristokraten de Berenger, og at Napoleon slett ikke var død.

En uke tidligere hadde de Berenger sammen med sine medsammensvorne kjøpt store poster av engelske statsobligasjoner. Etter nyhetene om Napoleons falske død begynte å spre seg fikk de dermed solgt obligasjonene med betydelig profitt. I etterkant ble forholdet oppdaget og mennene ble dømt for bedrageri. Forholdet ville i dag blitt dømt som brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon. Dommen – *Rex v. de Berenger* (1814) – er dermed et klassisk eksempel på markedsmanipulasjon av finansielle instrumenter ved spredning av falsk informasjon.¹ *Rex v. de Berenger* (1814) er også et eksempel på at markedsmanipulasjon som fenomen synes å ha eksistert så lenge det har eksistert kapitalmarkeder.²

Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) er et mer moderne eksempel på markedsmanipulasjon.³ Saken gjaldt to day-tradere som ble tiltalt for markedsmanipulasjon ved å handle aksjer med en algoritmebasert aksjrobot som handlet aksjer i børsnoterte selskap med lite likviditet. De tiltalte oppdaget en svakhet i programmeringen av algoritmeroboten. Ved å raskt plassere flere kjøpsordrer i aksjer roboten allerede hadde kjøps- og salgsordrer plassert i, høynet roboten prisen på sine ordrer automatisk. Dermed klarte de å utnytte programmeringen og handle med gevinst. Atferden ble ansett å oppfylle vilkårene for markedsmanipulasjon, men de tiltalte ble under full dissens frifunnet på grunnlag av den alminnelige rettsstridsreservasjonen. Saksforholdet i dommen viser at hvilken atferd som utgjør

¹ *Rex v de Berenger* (1814). Gjengitt fra Bergþórsson (2018) s. 49-50 og Avgouleas (2005) s. 122.

² Se Ventrizzo og Mock (2017) s. 33

³ Se Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 11 flg.

markedsmanipulasjon kan være kompleks og sammensatt. Videre var det full dissens om hvorvidt de tiltalte skulle straffes for atferden. Dette viser at det kan være utfordrende å forfølge og sanksjonere markedsmanipulasjon strafferettslig.

Markedsmanipulasjon er forbudt og sanksjoneres administrativt og strafferettslig i de fleste land. *Rex v. de Berenger* (1814) og Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) er eksempler på to av former for markedsmanipulasjon: Informasjonsbasert manipulasjon og transaksjonsbasert manipulasjon. Fellestrekket som generelt kjennetegner markedsmanipulasjon synes å være at det sendes *villedende informasjon* til markedet om et finansielt instrument.⁴

1.2 Aktualitet

Day trader-dommen er et eksempel på hvordan ny teknologi og nye former for finansielle instrumenter har resultert i at landskapet for markedsmanipulasjon nå er komplekst og mangfoldig. Både reguleringen av markedsmanipulasjon og mulige måter å utøve markedsmanipulasjon på har endret seg i takt med utviklingen i finansmarkedene. Utviklingen viser ikke tegn til å stoppe opp, og det oppstår stadig nye former for markedsmanipulativ atferd. Temaet synes dermed å være mer aktuelt enn noen gang.

I tråd med dette har også reguleringen av kapitalmarkedene i EU/EØS utviklet seg betydelig de siste tiårene. Både store finanskriser og mindre tilfeller av markedssvikt har avdekket svakheter og rom for forbedringer i reguleringen av kapitalmarkedene. Særlig etter finanskrisen i 2008 skjøt reguleringen av kapitalmarkedene fart i EU/EØS.

Det er etablert en mer harmonisert regulering av både definisjonen på markedsmanipulasjon, sanksjonssystemet for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon og tilsynsmyndighetenes kompetanse. Som følge av utviklingen i reguleringen er markedsmanipulasjonsforbudet nå under revisjon i norsk rett. EU-forordningen Market Abuse Regulation (**MAR**) – som blant annet regulerer markedsmanipulasjon – skal implementeres i norsk rett.⁵ Derfor er det aktuelt å analysere hvilke endringer dette vil medføre for markedsmanipulasjonsforbudet i norsk rett.

Den nye reguleringen gjør temaet særlig aktuelt, ettersom den norske gjennomføringen av MAR synes å avvike noe fra systemet i EU. For å synliggjøre aktualiteten i de rettslige

⁴ Bergþórsson (2018) s. 139 argumenterer for at misinformasjon er essensielt

⁵ Forordning EU/596/2014 (MAR).

problemstillingene som skal drøftes er det nødvendig å presentere det overordnede rettslige landskapet.

Den gjeldende reguleringen i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven eller vphl.) § 3-8 er basert på det første EU-direktivet som regulerte markedsmanipulasjon: Market Abuse Directive (**MAD**) fra 2003.⁶ MAD ble erstattet av MAR og et nytt Market Abuse Directive (**MAD II**) i 2014.⁷ I Norge reguleres altså markedsmanipulasjon av verdipapirhandelloven – som gjennomførte MAD –, mens markedsmanipulasjon reguleres av MAR og MAD II i EU.

Alle disse rettsaktene regulerer *markedsmissbruk*. Det er tre forbud mot markedsmissbruk: (i) forbudet mot innsidehandel, (ii) forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon og (iii) forbudet mot markedsmanipulasjon.⁸ Forbudet mot markedsmanipulasjon er tema for denne masteravhandlingen.

Både verdipapirhandelloven, MAD, MAR og MAD II inneholder definisjoner⁹, forbud¹⁰ og sanksjonshjemler¹¹ for markedsmanipulasjon. De gjeldende rettsaktene i EU – MAR og MAD II – er noe forskjellige ettersom rettsaktene legger opp til henholdsvis administrativ og strafferettslig sanksjonering.¹² Dette innebærer at MAR og MAD II i EU danner en enhet med et fleksibelt sanksjonssystem. Markedsmanipulasjon vil hovedsakelig sanksjoneres administrativt etter MAR, mens MAD II krever at medlemsstatene sanksjonerer alvorlige tilfeller strafferettslig.

Den kommende implementeringen av MAR vil skje gjennom inkorporasjon i verdipapirhandelloven. MAD II skal imidlertid ikke implementeres, ettersom det er et strafferettslig direktiv og ikke ansett å være EØS-relevant av Finansdepartementet.¹³

⁶ Direktiv 2003/6/EC (MAD).

⁷ Direktiv 2014/57/EU (MAD II).

⁸ MAR art. 14 (a), art. 14 (c) og art. 15.

⁹ Vphl. § 3-8 andre ledd, MAD art. 1 nr. 2, MAR art. 12 og MAD II art. 5 nr. 2

¹⁰ Vphl. § 3-8 første ledd, MAD art. 5, MAR art. 15 og MAD II art. 5 nr. 1

¹¹ Vphl. § 21-3 første ledd, MAD art. 14, MAR art. 30 og MAD II art. 7

¹² MAD II er det første strafferettslige direktivet på kapitalmarkedsrettens område. Se Lehmann og Kumpan (2019) s. 625.

¹³ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 100 og 132. England og Danmark har heller ikke implementert MAD II, se MAD IIs fortale avsnitt 29 og 31. Hvorvidt strafferettslige direktiv kan være EØS-relevant er omstridt, se Halvard Haukeland Fredriksen og Gjermund Mathisen, EØS-rettslige innspill i straffefeltet: Litt om EØS-avtalens betydning for norsk strafferett, *Tidsskrift for strafferett*, nr. 4, 2015, s. 469-487 på s. 480 flg.

Finansdepartementet går inn for at markedsmanipulasjonsforbudet kan sanksjoneres både administrativt og strafferettslig. Dette vil føre til et mer fleksibelt sanksjonssystem enn i dag, hvor markedsmanipulasjon kun sanksjoneres med straff.¹⁴ Normen / gjerningsbeskrivelsen for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon foreslås imidlertid å være den samme uavhengig av sanksjonsform. Markedsmanipulasjon som skal sanksjoneres med straff vil altså følge av samme gjerningsbeskrivelse/handlingsnorm som manipulasjon som skal sanksjoneres administrativt.¹⁵

Forbudet mot markedsmanipulasjon vil altså ha samme handlingsnorm uavhengig av sanksjonsform til tross for at EU har utarbeidet en reguleringspakke hvor MAR angir én handlingsnorm for markedsmanipulasjon som skal sanksjoneres administrativt, mens MAD II angir én handlingsnorm som medlemsstatene plikter å sanksjonere med straff.¹⁶ Reguleringen av markedsmanipulasjon i Norge vil altså ikke være fullstendig harmonisert reguleringspakken fra EU. Dette avviker reiser problemstillinger for tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon og for forutberegneligheten i den norske gjennomføringen.

Aktualiteten til temaet gjenspeiles også av et økende antall markedsmanipulasjonssaker i rettsvesenet det siste tiåret.¹⁷ Sakene handler ofte om velkjente selskaper eller investorer og får mye oppmerksomhet i media. Flere av straffesakene om markedsmanipulasjon de siste årene har endt med frifinnelse.¹⁸ På denne bakgrunn har Økokrim blitt kritisert for håndhevelsen av markedsmanipulasjonsforbudet og manglende forståelse av verdipapirmarkedet.¹⁹ Den første prejudisielle avgjørelsen fra EFTA-domstolen om straffbar markedsmissbruk har også nylig kommet i forbindelse med en av disse sakene, med EFTA-domstolens avgjørelse i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.

¹⁴ Jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – vphl.) §§ 21-3 og 21-2.

Vinningsavståelse er et administrativt tiltak som også kan benyttes, jf. vphl. § 21-2.

¹⁵ Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10 og 12, ny vphl. §§ 21-1 første ledd og 21-15 første ledd.

¹⁶ MAR art. 30 og MAD II art. 7-9.

¹⁷ Rt-2009-22 (Fondsforvalter); Rt-2012-686 (Robotdommen); LB-2011-43998 og forkastet anke i HR-2013-817-U; LG-2013-52571-2 (Acta) og HR-2016-623-U (Acta) hvor anke ikke ble tillatt fremmet; TOSLO-2017-104565 (Crew Gold/Severstal); LB-2017-153037-3 (Funcom) og HR-2019-1447-U (Funcom) hvor anke ikke ble tillatt fremmet; LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G) og HR-2020-1054-U (Økokrim mot F og G) hvor anken ikke ble tillatt fremmet; EFTA-domstolens avgjørelse i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.

¹⁸ De tiltalte ble frifunnet i LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G) og i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen). I LB-2017-153037-3 (Funcom) ble to av fire frifunnet. En av tre tiltalte ble frifunnet i TOSLO-2017-104565 (Crew Gold/Severstal).

¹⁹ Se advokat Anders Brosveet, advokat Pål Sverre Hærnes og advokat Mikkel Toft Gimse sin kritikk av Økokrim i forbindelse med LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G) i *Dagens Næringsliv 1* (2020) og *Dagens Næringsliv 2* (2020).

Til tross for mye medieoppmerksomhet om markedsmanipulasjonssakene, og kritikk mot Økokrims håndheving av forbudet mot markedsmanipulasjon, er rettsområdet viet nokså lite oppmerksomhet i norsk juridisk teori. Særlig for rettsstilstanden med den kommende inkorporeringen av MAR.²⁰ Dette viser også at det er aktuelt og nødvendig med en analyse av forbudet mot markedsmanipulasjon.

1.3 Tema og problemstillinger

Temaet for avhandlingen er en analyse av forbudet mot markedsmanipulasjon slik det vil gjelde etter MAR er inkorporert i verdipapirhandelloven. Det vil foretas en analyse av både definisjonen av markedsmanipulasjon og sanksjonssystemet for overtredelse av markedsmanipulasjonsforbudet.

Del 1 er en introduksjon til analysen. I del 1 vil jeg presentere noen eksempler og typetilfeller på markedsmanipulasjon, analysere rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet, kort gjøre rede for utviklingen av regelverket og foreta noen betraktninger om metodiske problemstillinger.

I del 2 vil forbudet mot markedsmanipulasjon etter både MAR og verdipapirhandelloven analyseres og sammenlignes. Her vil det foretas en analyse av definisjonen av markedsmanipulasjon, skyldkravet, forsøksansvar og medvirkningsansvar.

Del 3 handler om det nye sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon i norsk rett som inntreffer med inkorporeringen av MAR. I del 3 analyserer jeg om det nye sanksjonssystemet er hensiktsmessig og i tråd med prinsipper for kriminalisering og bruk av administrative sanksjoner. Betraktninger om det gjeldende sanksjonssystemet vil også gjøres.

1.4 Avgrensninger

Temaet for denne avhandlingen er forbudet mot markedsmanipulasjon. Derfor avgrenses det mot en inngående analyse av forbudene mot innsidehandel og ulovlig spredning av

²⁰ Det er ingen generelle fremstillinger om markedsmanipulasjon i norsk rett etter inkorporeringen av MAR, og heller ingen generell fremstilling om markedsmissbruksreglene i MAR. En avgrenset drøftelse av forbudet mot markedsmanipulasjon foretas i Caroline Bang Stordrange, «Kan brudd på utsteders løpende informasjonsplikt innebære markedsmanipulasjon?», *Lov og Rett*, 2014 s. 290-313. Forbudet under MAD har tidligere vært behandlet i Bergo (2014), Myklebust (2011), Wasenden (2007) og Michalsen (Rettsdata).

innsideinformasjon. Det vil også avgrenses mot inngående behandling av tilbakekjøps- og kursstabiliseringsprogrammer, såkalte «safe harbour»-regler for markedsmanipulasjon.²¹

Videre avgrenses det mot andre norske straffebud som delvis kan overlape med markedsmanipulasjonsforbudet. For eksempel kan dette gjelde forbudet mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandeloven, og forbudene i straffeloven mot villedende og uriktig selskapsinformasjon og regnskapsovertredelse.²²

Det avgrenses kun mot en inngående analyse av bestemmelsene ovenfor. I den grad disse bestemmelsene får betydning for tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon, vil de tas i betraktning.

Både MAD og MAR har et ekstraterritorielt virkeområde.²³ Det avgrenses mot konsekvensene MARs ekstraterritoriale virkeområde kan få i perioden før MAR er inkorporert i norsk rett.²⁴ I tillegg avgrenses det mot betydningen brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon kan få i sivile erstatningssaker.²⁵

2 Hva er markedsmanipulasjon?

Et raskt blick på ordlyden i definisjonen av markedsmanipulasjon tilsier at det må foreligge atferd som gir *villedende signaler* om tilbudet på, etterspørselen etter, eller prisen på finansielle instrumenter.²⁶ Dette er også logisk etter selve begrepet *markedsmanipulasjon*. Likevel kan det raskt slås fast at legaldefinisjonene er kompliserte og detaljerte, noe som gjør det krevende å fastslå presist hva markedsmanipulasjon er. I del 2 vil ordlyden i definisjonen tolkes for å komme nærmere et svar. For å forstå konseptet om markedsmanipulasjon, er det først nyttig med en oversikt over noen typetilfeller og eksempler.

I denne avhandlingen vil jeg skille mellom verbal og ikke-verbal markedsmanipulasjon.²⁷ Med verbal markedsmanipulasjon mener jeg manipulasjon ved både muntlig og skriftlig kommunikasjon, for eksempel muntlige uttalelser fra CEO i et børsnotert selskap eller

²¹ MAR art. 5. Se Se NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff s. 22 og Ventrizzo og Mock (2017) s. 156.

²² Vphl. § 3-9 og lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff (straffeloven – strl.) §§ 382 og 392 jf. 393 bokstav a.

²³ MAD art. 10 og MAR art. 2 nr. 4.

²⁴ Se Baudenbacher (2017) s. 220-222.

²⁵ Se Ventrizzo og Mock (2017) s. 85 flg. og Veil (2017) s. 258-259.

²⁶ Vphl. § 3-8 andre ledd, MAD art. 1 nr. 2, MAR art. 12 og MAD II art. 5 nr. 2.

²⁷ Inspirert av fremstillingen i Bergþórsson (2018). Flere av typetilfellene er også inspirert Bergþórsson's fremstilling. Se for eksempel Bergþórsson (2018) s. 167.

skriftlige børsmeldinger fra selskapet. Med ikke-verbal markedsmanipulasjon sikter jeg til atferd på markedsplassene, som for eksempel innleggelse av handelsordre og transaksjoner. Slik atferd gir også informasjon av betydning for tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument. Flere typetilfeller kan falle inn under både verbal og ikke-verbal markedsmanipulasjon.

Et eksempel på ikke-verbal markedsmanipulasjon er *marking the close*. Dette går ut på å handle finansielle instrumenter rett før handelsplassen stenger for å påvirke sluttkursen. *Marking the close* kan gjøres på flere måter, med flere forskjellige motiv. Sluttkursen til en aksje ved børstengning er en viktig informasjonskilde. Når investorer analyserer aksjekurser er analysen ofte basert på disse kursene. Fond og finansinstitusjoner tar også utgangspunkt i sluttkursene ved regnskap og for å presentere resultatene sine. I tillegg er prisen på andre avledede finansielle instrumenter, som futures og opsjoner, ofte beregnet på sluttkursene.

Pump and dump er en manipulativ strategi som kan skje både som ved verbal og ikke-verbal markedsmanipulasjon. I korte trekk innebærer *pump and dump* å presse prisen opp på finansielle instrumenter, slik at de finansielle instrumentene deretter kan selges med fortjeneste til en kunstig høy pris.

Saksforholdet nevnt innledningsvis fra *Rex v. de Berenger* (1814), hvor de Berenger spredte falske nyheter om Napoleons død, er et eksempel på verbal *pump and dump*. Funcom-saken er et mer moderne eksempel.²⁸ Saken gjaldt blant annet hvorvidt direktøren i spillskapet Funcom, hadde spredt villedende positive opplysninger i en børsmelding om den forventede suksessen til det kommende spillet «The Secret World». Tiltalen gikk ut på at direktøren solgte Funcom-aksjer i forkant av et kraftig kursfall tilknyttet en ny børsmelding med mindre optimistiske opplysninger om salgsutsiktene for spillet. Direktøren ble frifunnet for disse forholdene. Imidlertid ble han dømt for medvirkning til markedsmanipulasjon ved å ha bidratt til offentliggjøring av en villedende børsmelding om egne restriksjoner på å selge Funcom-aksjer. Funcom hadde publisert en børsmelding som ga uttrykk for at direktøren verken kom til, eller hadde anledning til å selge egne Funcom-aksjer, før tidligst etter at salgsdata fra «The Secret World» var meddelt markedet. Direktøren solgte likevel aksjene sine før denne tid, og ble dømt for medvirkning til markedsmanipulasjon for børsmeldingens villedende innhold.²⁹

²⁸ LB-2017-153037-3 (Funcom). Anke til Høyesterett ikke tillatt fremmet jf. HR-2019-1447-U (Funcom).

²⁹ LB-2017-153037-3 (Funcom), se punkt 8 og 14.

Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) er et eksempel på ikke-verbal *pump and dump*.³⁰ Først kjøpte de tiltalte en aksjepost i selskapene. Ved å utnytte algoritmen til aksjeroboten kunne de deretter kjøpe mindre mengder aksjer i selskapene til stadig høyere pris, og deretter selge hele beholdningen til den forhøyede prisen.

LIBOR-skandalen er et eksempel på en annen form for markedsmanipulasjon, med svært alvorlige konsekvenser.³¹ LIBOR-skandalen gjaldt *manipulasjon av en referanseindeks*. En referanseindeks gjenspeiler sammensetningen av et marked, og benyttes som målestokk for forskjellige aktører i markedet. For eksempel inneholder hovedindeksen (OSEBX) på Oslo Børs et representativt utvalg av aksjene notert på Oslo Børs.³² Aktivt forvaltede fond vil gjerne forsøke å oppnå høyere avkastning enn hovedindeksen, mens passivt forvaltede indeksfond har som målsetning å gjenspeile indekser.

LIBOR (London Interbank Offered Rent) er en referanseindeks som viser renten store banker i London betaler for å låne penger seg imellom. LIBOR beregnes basert på hva bankene selv oppgir om hvilken rente de tar for lån til andre banker, eller hvilken rente de vil forvente å ta. LIBOR tilsvarer norske NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate). Flere andre renter og verdifastsettelse er basert på denne renten, som for eksempel obligasjoner og andre finansielle instrumenter, låneprodukter som huslån, studentlån og kredittkortgjeld, og andre kontraktsregulerte krav. Manipulasjon av slike referanseindekser er derfor svært skadelig.

Dette var tilfellet i LIBOR-skandalen, hvor det ble kartlagt systematisk og langvarig manipulasjon av LIBOR-renten. Store banker som Barclays, UBS, Deutsche Bank, Citigroup og JPMorgan Chase var involvert. Meglere i bankene rapporterte inn fiktive tall for hvilken rente banken tok for utlån til andre banker. Amerikansk og europeisk etterforskning førte til flere bøter og sivile søksmål. Blant annet fikk Barclays en bot på 450 millioner USD, UBS en bot på 1,5 milliarder USD og Royal Bank of Scotland en bot på 612 millioner USD.³³ En av konsekvensene av LIBOR-skandalen er at referanseindeksmanipulasjon nå omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR.³⁴

³⁰ Se saksforholdet i punkt 1.1 ovenfor.

³¹ Ventrizzo og Mock (2017) s. 36 og Bergþórsson (2018) s. 95-96. Se også Reuters (2013) og Wall Street Journal 1 (2017).

³² Internettkilde: OSEBX

³³ Ventrizzo og Mock (2017) s. 36 og Bergþórsson (2018) s. 95-96. Se også Reuters (2013) og Wall Street Journal 1 (2017).

³⁴ Jf. MAR art. 12 nr. 1 (d) og MARs fortale avsnitt 44. Se Veil (2017) s. 228.

En annen sak av sentral betydning for denne avhandlingen, er EFTA-domstolens nylig avsagte dom i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*. Saken er den eneste avgjørelsen på EU/EØS-nivå som behandler vilkårene for markedsmanipulasjon grundig. Derfor gjøres det rede for saksforholdet allerede her.

Saken gjaldt F og G som var tiltalt for markedsmanipulasjon og innsidehandel for kjøp og salg av obligasjoner notert på Oslo Børs. F var rådgiver og forvalter for et obligasjonsfond i Triton-gruppen, mens G var obligasjonsmegler i Arctic Securities AS.³⁵ Triton hadde gjort en analyse av forskjellige obligasjonslån i oljebransjen og F fikk mandat til å kjøpe obligasjoner utstedt av oljeserviceselskapet Beerenberg. Obligasjonsfondet investerte deretter i Beerenberg-obligasjoner sommeren 2015. På grunn av en negativ utvikling i oljeprisen bestemte Triton seg for å selge seg ut i januar 2016, ettersom det var investert for tidlig. Likevel beholdt fondet en «lyttepost» av obligasjoner pålydende 10 millioner, for å få lettere tilgang på informasjon fra Beerenberg.

Senere var F i kontakt med G om tilbud og etterspørsel i obligasjonene. Obligasjonsmegleren G opplyste at det var interesse for salg av en obligasjonspost pålydende 150 millioner NOK til en kurs på rundt 80. F ga etter dette via G et kjøpstilbud på obligasjoner til 50 millioner NOK til kurs 74. Budet ledet ikke til en handel, og G opplyste etter dette at det var en selger av en obligasjonspost pålydende 40 millioner NOK til kurs 82, og at det var en kjøper til en post pålydende 10 millioner NOK til kurs 77. To handler etter dette tidspunktet utgjorde grunnlaget for tiltalebeslutningen.

Grunnlaget for tiltalen var at F på vegne av obligasjonsfondet den 19. august 2016 via G solgte obligasjoner til kurs 77,25 pålydende 10 millioner NOK. Formålet med dette var å «teste markedet» for å vurdere etterspørselen og eventuelt legge inn et senere kjøpsbud på en større post obligasjoner. Tre dager senere kjøpte F gjennom G obligasjoner til kurs 79,625 pålydende 50 millioner NOK. Selgeren av obligasjonsposten pålydende 50 millioner NOK ble ikke opplyst om at kjøperen var samme person som hadde solgt noen dager før.

Økokrim mente at salgstransaksjonen til kurs 77,25 ble gjort for å villedde markedet om at det forelå en reell salgsinteresse til kurs 77, slik at obligasjonsfondet kunne kjøpe obligasjoner for lavere kurs enn rundt 80. De tiltalte ble frikjent av tingretten og anmodningen til EFTA-

³⁵ Faktum er gjengitt basert på TOSLO-2018-73541 (Økokrim mot F og G) og Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.

domstolen ble sendt inn mens saken verserte for Borgarting Lagmannsrett.³⁶ Borgarting Lagmannsrett frifant også de tiltalte, og påtalemyndighetens anke til Høyesterett ble ikke tillatt fremmet.³⁷ Som nevnt er EFTA-domstolens avgjørelse av sentral betydning for denne masteravhandlingen, og avgjørelsen vil analyseres nærmere under flere punkter nedenfor.³⁸

Andre kjente typetilfeller av markedsmanipulasjon er *wash trades*, *layering* og *market power*-manipulasjon. I en *wash trade* opptrer manipulatoren både som kjøper og selger, noe som kan virke villedende i markedet.³⁹ *Layering* er en manipulativ teknikk assosiert med høyfrekvens-algortimhandel. I aksjemarkedet er det en synlig ordrebok for hvilket volum av aksjer som er til salgs til hvilken pris. Ordreboken vises gjerne tosidig med kjøpsordrene i én kolonne, og salgsordrene i én kolonne. *Layering* går ut på å legge inn et stort omfang handelsordrer på den ene siden av ordreboken, for å kunne utføre en handel på den motsatte siden av ordreboken og deretter slette ordrene. For eksempel ved å legge inn et stort omfang salgsordre for å presse kursen i en aksje ned, deretter kjøpe aksjen til lavere kurs, og straks fjerne de opprinnelige salgsordrene fra markedet.⁴⁰

Market power-manipulasjon innebærer at en aktør får kontroll på store deler av tilbudet og etterspørselen i et finansielt instrument, og benytter denne kontrollen til å sette prisen på det finansielle instrumentet. Dette omtales også som *cornering* og *squeezing*.⁴¹

Eksemplene og typetilfellene som er nevnt ovenfor er kun et utvalg av forskjellige former for markedsmanipulasjon. Likevel gir de en oversikt over hva markedsmanipulasjon i praksis kan være.⁴² For å forstå konseptet om markedsmanipulasjon, og hvorfor markedsmanipulasjon er forbudt, er formålet bak forbudet essensielt. Neste spørsmål blir altså: Hva er formålet bak forbudet mot markedsmanipulasjon?

³⁶ TOSLO-2018-73541(Økokrim mot F og G). Se sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 37.

³⁷ LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G) s. 28. Anke ikke tillatt fremmet i HR-2020-1054-U (Økokrim mot F og G).

³⁸ Se særlig punkt 8, 9, 11 og 16.

³⁹ Bergþórsson s. 190 flg.

⁴⁰ Bergþórsson s. 209 flg.

⁴¹ Avgouleas (2005) s. 147 flg.

⁴² Se Bergþórsson (2018) s. 176 flg. og Veil (2017) s. 236 flg. for en nærmere oversikt over typetilfeller.

3 Formålet bak markedsmanipulasjonsforbudet (rettsgodebeskyttelsen)

3.1 Innledning

Markedsmanipulasjon sanksjoneres med straff i gjeldende rett.⁴³ Med inkorporeringen av MAR vil også administrative sanksjoner innføres.⁴⁴ Strafferettslige og administrative sanksjoner er inngrep i borgernes frihet. Både eksistensen av sanksjoner og selve bruken av sanksjoner i det konkrete tilfellet er inngrep i friheten.⁴⁵ I henhold til Grunnloven og EMK, må ethvert inngrep i borgernes frihet må vareta et *legitimt formål*.⁴⁶ Det legitime formålet har betydning både for hvor inngripende sanksjoner lovgiveren kan oppstille, og for tolkningen av inngrepshjemmelen.⁴⁷ EU-domstolen og EFTA-domstolen understreker også viktigheten av å tolke forbudet mot markedsmanipulasjon i tråd med formålet.⁴⁸ Derfor er det essensielt å identifisere det legitime formålet bak forbudet mot markedsmanipulasjon.

I strafferettslig terminologi benyttes begreper som «beskyttelsesinteresse», «det vernede rettsgodet» og «rettsgodebeskyttelse» for å spesifisere formålet bak et straffebed.⁴⁹ Poenget er at det legitime formålet med et straffebed kan identifiseres ved å kartlegge hvilke *rettsgoder straffebedet beskytter*. Å fokusere på rettsgodebeskyttelsen gir en håndfast fremgangsmåte for å identifisere det legitime formålet, og vil gjøres i denne masteravhandlingen.

Selv om disse begrepene normalt benyttes i strafferetten, kreves et legitimt formål også for administrative sanksjoner. En kartlegging av rettsgodebeskyttelsen vil derfor være hensiktsmessig for markedsmanipulasjonsforbudet uavhengig av hvilket sanksjonsspor saken følger. Derfor vil jeg forsøke å kartlegge rettsgodebeskyttelsen i de neste punktene.

⁴³ Vphl. § 21-3 første ledd

⁴⁴ Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10, ny vphl. § 21-1.

⁴⁵ Se *Stübing v. Germany* avsnitt 58-67, *Dudgeon v. the United Kingdom* avsnitt 48-63, *Norris v. Ireland* avsnitt 39-47, *A.D.T v. the United Kingdom* avsnitt 31-39, Baumbach (2014) s. 176 flg. og Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 81.

⁴⁶ Jf. lov 17. mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven – Grl.) §§ 96 og 113 og Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms (Den europeiske menneskerettskonvensjon – EMK) art. 7 og 108.

⁴⁷ Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 126 flg.

⁴⁸ EU-domstolens avgjørelse i sak C-445/09 *IMC Securities* premiss 27-29 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 67.

⁴⁹ Rui (2011) s. 113-114 og s. 198 flg. og Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 128 flg.

Hva er rettsgodebeskyttelsen bak forbudet mot markedsmanipulasjon? Analysen vil ta utgangspunkt i formålet med markedsmisbruksforbudene som formulert i MAR. Deretter vil rettsgodebeskyttelsen presiseres med bruk av andre rettskilder og økonomisk teori.

3.2 Rettsgodebeskyttelsen etter MAR

Formålet med MAR fremgår av MAR art. 1 og fortalen til MAR.⁵⁰ Fra MAR art. 1 og fortalen kan det utledes at det overordnede siktemålet er *økonomisk vekst, økonomisk velstand, jobbskapning og investorbekyttelse*, gjennom *integreerte, effektive, transparente og velfungerende kapitalmarkeder*. Forutsetningene for disse interessene angis videre å være *markedsintegritet* og *offentlig tillit til markedet*. De samme interessene trekkes frem i MAD, MAD II og verdipapirhandelloven.⁵¹

I henhold til fortalen rammer markedsmisbruk disse interessene, som følgelig er rettsgodebeskyttelsen bak forbudet mot markedsmanipulasjon.⁵²

Det er to dommer om forbudet mot markedsmanipulasjon etter MAD på EU/EØS-nivå: Sak C-445/09 *IMC Securities* fra EU-domstolen, og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* fra EFTA-domstolen.⁵³ På bakgrunn av MADs fortale fremheves formålet om *markedsintegritet* og *tillitt* i begge avgjørelsene.⁵⁴ Videre uttaler domstolene at formålene om markedsintegritet og tillitt, blant annet avhenger av at investorene stilles på en «*equal footing*».⁵⁵

For å forstå nærmere hva som ligger i begrepene som er trukket frem ovenfor, er det nødvendig å undersøke den rettslige konteksten til forbudet mot markedsmanipulasjon; nemlig kapitalmarkedene.⁵⁶ Hvilke interesser ligger til grunn for kapitalmarkedene og reguleringen av kapitalmarkedene?

⁵⁰ MARs fortale avsnitt 1, 2 og 7.

⁵¹ MADs fortale avsnitt 1, 2, 12 og 15. MAD II art. 1 og MAD IIs fortale avsnitt 1. Vphl. § 1-1.

⁵² MAR art. 1 og MARs fortale avsnitt 1, 2 og 7.

⁵³ Sak C-445/09 *IMC Securities* og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.

⁵⁴ Sak C-445/09 *IMC Securities* premiss 27 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 40.

⁵⁵ Sak C-445/09 *IMC Securities* premiss 27 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 69, med videre henvisning til sak C-45/08 *Spector* premiss 47.

⁵⁶ En slik fremgangsmåte foretas også i Jesper Lau Hansen «The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation» *International Journal of Disclosure and Governance*, 2003 s. 82-96 på s. 83 og i Bergþórsson (2018) s. 10.

3.3 Kapitalmarkedenes formål og funksjon

Etter økonomisk teori er kapitalmarkedene en forutsetning for en *velfungerende økonomi* og *økonomisk vekst*.⁵⁷ Å sikre en velfungerende økonomi og økonomisk vekst kan derfor anses som kapitalmarkedenes primære formål. Disse interessene reflekteres i fortalen til MAR.⁵⁸

Kapitalmarkedenes funksjon kan anses som middelet for å oppnå kapitalmarkedenes formål. I henhold til økonomisk teori er kapitalmarkedenes primære funksjon *effektiv ressursallokering*.⁵⁹ Med effektiv ressursallokering menes at kapital allokeres til selskaper med lønnsom virksomhet. Kapitalmarkedene fungerer således som en kilde til finansiering av lønnsomme prosjekter i næringslivet, noe som er samfunnsøkonomisk positivt.

At kapitalmarkedene skal være effektive trekkes frem i fortalen til MAR og MAD.⁶⁰ I relasjon til markedsmanipulasjonsforbudets formål trekker EFTA-domstolen og Høyesterett også frem viktigheten av å forhindre et ineffektivt marked, hvor tilgangen til kapital vanskeliggjøres.⁶¹ Effektiv ressursallokering er etter dette en sentral del av rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.⁶²

For å forstå hvordan kapitalmarkedene allokere ressurser er det nødvendig å kort forklare strukturen i kapitalmarkedene. Kapitalmarkedene kan deles inn i primær- og sekundærmarkedet.⁶³ I primærmarkedet kan et selskap få finansiering ved utstedelse av verdipapirer. For eksempel ved utstedelse av nye aksjer i en emisjon, hvor investoren innbetaler kapital i selskapet mot å bli eier. Et selskap kan også utstede obligasjoner på børsen. Gjennom en aksjeemisjon får selskapet innhentet ny egenkapital, mens utstedelse av obligasjoner er lånefinansiering.⁶⁴ Adgang til finansiering gjennom primærmarkedet er altså hovedsiktemålet med en børsnotering.⁶⁵

⁵⁷ Avgouleas (2005) s. 4 og NOU 2018: 5 Kapital i omstillingens tid s. 9 og 21.

⁵⁸ MARs fortale avsnitt 1 og 2.

⁵⁹ Eugene F. Fama, «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *The Journal of Finance* 1970 s. 383-417 på s. 383, Avgouleas (2005) s. 4 og 23-24, Wasenden (2007) s. 160 og 202 og Stordrange (2019) s. 57-59.

⁶⁰ MARs fortale avsnitt 2 og MADs fortale avsnitt 2.

⁶¹ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G premiss 54 og Rt. 2009 s. 22 (Fondsforvalter) premiss 21.

⁶² Se Moloney (2014) s. 705 og Veil (2017) s. 24-28 og 227.

⁶³ Avgouleas (2005) s. 25 og Bergo (2014) s. 60-61. Begrepene «førstehåndsmarkedet» og «annenhåndsmarkedet» kan også benyttes, jf. Stordrange (2019) s. 49-50.

⁶⁴ Veil (2017) s. 103-104.

⁶⁵ Se MARs fortale avsnitt 47 om markedsmanipulasjonens skadelige effekt på muligheten for finansiering for utstederselskapene. Se Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 254 om ulike motiver for børsnotering.

Sekundærmarkedet er den kontinuerlige handelen av finansielle instrumenter, som for eksempel den daglige handelen på Oslo Børs. Handelen i sekundærmarkedet allokere kun avkastning og tap mellom handelspartene. Sekundærmarkedet har dermed ikke noen direkte betydning for finansiering av selskapene. Likevel fører sekundærmarkedet til et velfungerende primærmarked ved å *prise* verdipapirene.⁶⁶ Prisfunksjonen i sekundærmarkedet er viktig for primærmarkedet, for eksempel fordi kursen i en emisjon tar utgangspunkt i aksjekursen i sekundærmarkedet. I korte trekk skjer altså ressursallokeringen i kapitalmarkedene direkte gjennom primærmarkedet, og indirekte gjennom den priskonstaterende funksjonen til sekundærmarkedet.

Hvordan sikres så en mest mulig *effektiv* ressursallokering?

3.4 Presisering av rettsgodebeskyttelsen: Effisiens

Sekundærmarkedets priskonstaterende funksjon er avgjørende for effektiv ressursallokering. En forutsetning for å forstå betydningen av sekundærmarkedets priskonstaterende funksjon, er å forstå den sentrale rollen *informasjon* spiller i kapitalmarkedene.⁶⁷

Hvilken informasjon som er av betydning for verdien av finansielle instrumenter og ikke, er vanskelig å avgrense. Finansielle instrumenter utleder sin verdi av formuesgodet det er tilknyttet. For eksempel gjenspeiler verdien av en børsnotert aksje verdien til selskapet. Verdien av et derivat som gjenspeiler prisutviklingen til olje, følger nettopp av verdien på olje. Det finnes et enormt omfang finansielle instrumenter innen forskjellige sektorer. En tilnærmet uendelig mengde informasjon vil dermed kunne påvirke prisen på alle de ulike finansielle instrumentene. Ved å reflektere hva prisen på et finansielt instrument er til enhver tid, er markedsplassene for verdipapir også i seg selv et informasjonsnettverk.⁶⁸ Kursene reflekterer altså informasjon om det finansielle instrumentets verdi.

I henhold til økonomisk teori allokere kapitalmarkedene kun ressurser effektivt dersom *informasjon* om det finansielle instrumentet reflekteres *raskt og korrekt i kursen*.⁶⁹ Kursens

⁶⁶ Avgouleas (2005) s. 24 og Stordrange (2019) s. 58

⁶⁷ Se Bergþórsson (2018) s. 23 og Lau Hansen (2018) s. 100 flg.

⁶⁸ Lau Hansen (2018) s. 100.

⁶⁹ Fama (1970) s. 383 og Avgouleas (2005) s. 212.

evne til å reflektere relevant informasjon omtales i økonomisk teori som *effisiens* (Efficient Capital Market Hypothesis).⁷⁰

Dersom kursen reflekterer selskapets verdi riktig, vil selskapet motta verken mer eller mindre kapital enn nødvendig for å finansiere virksomheten. Følgelig vil ressursene i markedet allokteres effektivt. I et marked hvor aksjekursen ikke gjenspeiler riktig informasjon om selskapets verdi, vil investorer risikere å betale mer eller mindre for aksjene enn den reelle verdien. Dette kan føre til at selskapet mottar overflødig finansiering på bekostning av andre lønnsomme virksomheter. Eller at selskapet mottar for lite kapital og ikke får gjennomført egne lønnsomme prosjekter. Dersom kursene ikke reflekterer selskapets verdi og ressursene fordeles ineffektivt, har det oppstått *markedssvikt*.⁷¹

Til hvilken grad markedet faktisk *er* effisient har vært debattert i stor utstrekning i økonomisk teori.⁷² Et problem er at den riktige verdien av et finansielt instrument er vanskelig å fastslå.⁷³ Atferdspsykologi i finansmarkedene spiller en viktig rolle i denne sammenheng. Kursen reflekterer ikke nødvendigvis den «riktige» realøkonomiske verdien, men kan være systematisk påvirket av menneskelige bias.⁷⁴ Ulike investorer kan ha vidt forskjellige oppfatninger om den tilgjengelige informasjonen, og om den «riktige» verdien av et finansielt instrument. Pragmatisk kan det legges til grunn at kursene ikke gjenspeiler korrekt informasjon om verdipapiret, men markedsaktørenes samlede oppfatning av verdien på et gitt tidspunkt.⁷⁵ Kursen anses likevel å være den beste indikatoren på verdien, og det er klart at kursen er viktig for investeringsbeslutningene.⁷⁶

For at ressursallokeringen skal skje effektivt, bør derfor reguleringen av kapitalmarkedene legge forholdene til rette for at informasjon reflekteres raskt og korrekt i kursen *i størst mulig grad*.⁷⁷ En av forutsetningene for å oppnå mest mulig effisiens er at markedet ikke er manipulert. Manipulerte kurser gjenspeiler ikke den tilgjengelige informasjonen om

⁷⁰ Avgouleas (2005) s. 45-49. Begrepet «effisiens» benyttes i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 72, Axelsen (2007) s. 35, Wasenden (2007) s. 185 flg. og Stordrange (2019) s. 59 flg.

⁷¹ Bergbórsson (2018) s. 9 og Myklebust (2011) s. 43.

⁷² Avgouleas (2005) s. 48 flg. og Stordrange (2018) s. 59 flg.

⁷³ Ventoruzzo og Mock (2017) s. 37-38.

⁷⁴ Avgouleas (2005) s. 56 flg., Veil (2017) s. 94-99 og 234-235 og Stordrange (2018) s. 59 flg.

⁷⁵ Avgouleas (2005) s. 23-24 og Stordrange (2018) s. 74-75.

⁷⁶ Avgouleas (2005) s. 73 og Stordrange (2018) s. 75.

⁷⁷ Stordrange (2019) s. 74-79 fokuserer på «relativ effisiens» og å sikre forutsetningene for effisiens.

verdipapiret på en korrekt måte. Derfor fører markedsmanipulasjon til ineffisiens og ineffektiv ressursallokering i kapitalmarkedene.

I Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) trekkes forhindring av ineffisiens frem som en del av formålet med verdipapirhandelloven, og herunder forbudet mot markedsmanipulasjon.⁷⁸ At forbudet mot markedsmanipulasjon har som formål å fremme effisiens fremheves også i litteraturen, enten direkte eller indirekte med fokus på siktemålet om effektive markeder.⁷⁹

Interessene i MAR om effektive, transparente og velfungerende markeder, og markedsintegritet og tillitt, kan altså anses å rette seg mot effisiens. Dersom forutsetningene ligger til rette for at markedet reflekterer tilgjengelig informasjon om verdipapirene, kan markedet anses å være effektivt, transparent og velfungerende. Altså et marked med markedsintegritet. Et slikt marked vil skape tillit for markedsdeltakerne. Hvis markedet derimot er ineffisient og manipulert, vil markedsdeltakerne miste tillitten og trekke seg ut av markedet. Den nærmere grensen for hvor skadelig atferden må være for effisiens til at kapitalmarkedenes ressursallokerende funksjon forringes, er imidlertid vanskelig å trekke.

I juridisk litteratur foretar enkelte en ytterligere presisering av rettsgodebeskyttelsen. Nemlig at markedsmanipulasjonsforbudet hindrer skapning av asymmetri i informasjonstilgangen på kapitalmarkedene.⁸⁰ Informasjonsasymmetri kan skape markedssvikt i ethvert marked.⁸¹ Dersom forbudet mot markedsmanipulasjon alltid beskytter symmetri i informasjonsflyten, vil villedende informasjon være et gjennomgående vilkår for all markedsmanipulasjon.⁸² Imidlertid hevder flere at markedsmanipulasjonsforbudet også retter seg mot *misbruk av markedsrett*, som kan skje åpent og uten et element av villedende informasjon.⁸³ Både skapning av informasjonsasymmetri og misbruk av markedsrett vil være atferd som kan føre til et ineffisient marked. Før spørsmålet om den presiserte rettsgodebeskyttelsen avklares i

⁷⁸ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 72.

⁷⁹ Direkte jf. Avgouleas (2005) s. 73 og Stordrange (2014) s. 301. Indirekte jf. Wasenden (2007) s. 409: «markedet reflekterer den reelle tilbuds- og etterspørselsituasjonen» og Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 206: «(...) i størst mulig omfang afspejler aktiernes realøkonomiske verdi». Lau Hansen (2003) s. 67, Bergþórsson (2018) s. 19 og Lau Hansen (2018) s. 184 og taler om effektivitet. Veil (2017) s. 227 fokuserer på markedsmekanismene.

⁸⁰ Lau Hansen (2003) s. 83-84, Knuts (2010) s. 31 flg., Lau Hansen (2018) s. 174 flg. og 186-187 og Bergþórsson (2018) s. 11 flg.

⁸¹ Slik Akerlof påviste med sin nobelprisvinnende «sitronteori». Se Georg A. Akerlof, «The Market for "Lemons"»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 1970 s. 488-500.

⁸² Slik Bergþórsson (2018) hevder, se oppsummering på s. 137-140.

⁸³ Lau Hansen (2003) s. 92-93, Knuts (2010) s. 325 flg., Veil (2017) s. 242 og Lau Hansen (2018) s. 184.

økonomisk forskning og juridisk teori, kan sikring av effisiens derfor anses å være en dekkende presisering av rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.

Generelt er altså rettsgodebeskyttelsen orientert mot et velfungerende marked. Derfor er det bemerkelsesverdig at Finansdepartementet trekker frem «den enkelte som rammes» i sin vurdering av straffverdigheten av markedsmissbruk i forarbeidene til implementeringen av MAR.⁸⁴ Er beskyttelse av enkeltpersoner som rammes av markedsmanipulasjon en del av rettsgodebeskyttelsen?

3.5 «Den enkelte som rammes»: En særnorsk rettsgodebeskyttelse?

I forarbeidene til inkorporeringen av MAR i norsk rett, trekker Finansdepartementet frem «den enkelte som rammes» i sin vurdering av straffverdigheten av markedsmissbruk.⁸⁵ Fokuset på enkeltindividet fremgår imidlertid ikke av EU-kildene.

Etter MAR art. 1 og fortalen til MAR er det ikke den enkelte investor som skal beskyttes, men investorene som gruppe, jf. formuleringer som «investor protection», «public confidence», «market participants» og «all economic actors».⁸⁶ I fortalen til MAR kommer dette på spissen vedrørende forbudet mot innsidehandel, hvor det presiseres at innsidehandel er til skade for *tredjepersoner*.⁸⁷ Dermed synes det ikke som om markedsmissbruksforbudene tar sikte på å beskytte enkeltindividet etter MAR. Kapitalmarkedenes formål om økonomisk vekst og funksjon om effektiv ressursallokering er det sentrale.

Dette betyr ikke at investorbeskyttelse ikke er en viktig del av rettsgodebeskyttelsen. Et forutsigbart forbud mot markedsmanipulasjon, som tolkes slik at forutsetningene for effektive kapitalmarkeder sikres, skaper investorbeskyttelse.

Det vil være problematisk om utformingen av sanksjonssystemet for overtredelser av MAR er basert på en rettsgodebeskyttelse som avviker fra MAR. Som jeg kommer tilbake til, kan det norske synet ha satt spor i et særnorsk sanksjonssystem for markedsmanipulasjon.⁸⁸

⁸⁴ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 136.

⁸⁵ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 136.

⁸⁶ MARs fortale avsnitt 2, 4 og 7. Se også Fogtdal (2017) s. 67. Se Veil (2017) s. 124-126 om begrepet «investor» og de ulike gruppene av investorer.

⁸⁷ MARs fortale avsnitt 23.

⁸⁸ Se punkt 21.2 nedenfor.

3.6 Konklusjon og betydning for tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon

I henhold til MAR art. 1 og fortalen til MAR er rettsgodebeskyttelsen bak forbudene mot markedsmissbruk *økonomisk vekst, økonomisk velstand, jobbskaping* og *investorbeskyttelse*, gjennom et *integreert, effektivt, transparent* og *velfungerende* kapitalmarked. Forutsetningene for dette siktemålet angis å være *markedsintegritet* og *offentlig tillit* til markedet.

Analysen ovenfor viser at disse begrepene må leses i lys av siktemålet om *effektiv ressursallokering*, gjennom sikring av størst mulig *effisiens*. Altså sikring av prisfunksjonen i sekundærmarkedene, slik at kursene i størst mulig grad reflekterer korrekt informasjon om verdien til det finansielle instrumentet. Dette er den presiserte rettsgodebeskyttelsen.

En presisering av rettsgodebeskyttelsen er viktig for tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon. Hensynet til markedsintegritet og tillit er benyttet i tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet både i EU-domstolen og EFTA-domstolen.⁸⁹ EFTA-domstolen legger også vekt på effektivitetshensyn, og påpeker at det er viktig å forhindre en tolkning av markedsmanipulasjonsforbudet som kan avskrekke markedsdeltakere fra å engasjere seg i markedet.⁹⁰

Som Knuts (2010) påpeker, vil lav grad av forutberegnelighet være en usikkerhet for markedsdeltakerne, som kan gi en avskrekkende effekt og føre til ineffektivitet.⁹¹ Ifølge Knuts (2010) må derfor markedsmanipulasjonsforbudet tolkes slik at forutberegnelighet sikres.

En tolkning av forbudet mot markedsmanipulasjon i tråd med rettsgodebeskyttelsen om effektive markeder, skaper også en tilpasningsdyktighet til forskning innen økonomi. For eksempel påpeker Veil (2017) at funnene fra forskning om atferdspsykologi kan benyttes i tolkningen av vage begreper i kapitalmarkedsretten.⁹²

Rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet retter seg *ikke* mot enkeltpersoner som rammes, slik Finansdepartementet hevder, men mot sikring av velfungerende markedsmekanismer. Dette er også viktig å ta i betraktning ved tolkningen av forbudet.

⁸⁹ Sak C-445/09 *IMC Securities* premiss 27 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 40.

⁹⁰ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 54.

⁹¹ Knuts (2010) s. 38.

⁹² Veil (2017) s. 97-99.

4 Kort om utviklingen av markedsmanipulasjonsforbudet

Forbudet mot markedsmanipulasjon er et relativt nytt fenomen i norsk rett. Den første loven som regulerte markedsmissbruk på verdipapirområdet var verdipapirhandelloven av 1985.⁹³ Et forbud mot kursmanipulasjon kom senere inn i norsk rett med verdipapirhandelloven av 1997 (vphl.1997) § 2-6.⁹⁴

MAD fra 2003 var den første EU-rettsakten som regulerte markedsmanipulasjon. MAD ble implementert i vphl.1997 i 2005. Herunder ble det tatt inn en langt mer detaljert definisjon av markedsmanipulasjon i vphl.1997 § 2-8.⁹⁵

Den gjeldende verdipapirhandelloven kom i 2007.⁹⁶ Forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl.1997 § 2-8 er videreført i gjeldende vphl. § 3-8. Straffehjemmelen følger av vphl. § 21-3 første ledd, med inntil seks års fengsel for uaktsom eller forsettlig markedsmanipulasjon.

I 2011 foreslo EU-kommisjonen en ny forordning om markedsmissbruk: MAR.⁹⁷ MAR skal sikre en mer harmonisert regulering av markedsmissbruk og hindre regulatorisk vilkårlighet.⁹⁸ Forbudet mot markedsmanipulasjon under MAD viste flere svakheter i virkeområdet, blant annet ved at manipulasjon av referanseindekser ikke var omfattet. I tillegg var det stor variasjon i hvordan markedsmanipulasjonsforbudet under MAD var implementert og sanksjonert blant medlemsstatene.⁹⁹ MAR og MAD II trådte i kraft i EU 3. juli 2016.¹⁰⁰

Som nevnt er markedsmanipulasjonsforbudet nå under revisjon ettersom MAR skal inkorporeres i norsk rett. MAR vil inkorporeres direkte i ny vphl. § 3-1.¹⁰¹ Etter inkorporeringen av MAR vil forbudet mot markedsmanipulasjon følge direkte av MAR art. 15 jf. art. 12. Vphl. § 3-8 vil dermed oppheves. Sanksjonshjemmelen for straff vil videreføres uendret i ny vphl. § 21-15.¹⁰² I tillegg innføres det hjemmel for administrative sanksjoner (overtredelsesgebyr), i ny vphl. § 21-1.¹⁰³

⁹³ Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel (vphl.1985).

⁹⁴ Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl.1997) § 2-6.

⁹⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) s. 63 flg.

⁹⁶ Hovedsakelig for å gjennomføre direktivene 2004/39/EC (MiFID), 2004/109/EC (rapporteringsdirektivet) og 2004/25/EC (direktivet om overtakelsestilbud). Se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) s. 11.

⁹⁷ Forslag til MAR (2011).

⁹⁸ MARs fortale avsnitt 3-5.

⁹⁹ Se Bergbórsson (2018) s. 40-42.

¹⁰⁰ MAR art. 39 nr. 2. Noen artikler trådte i kraft 3. juli 2014.

¹⁰¹ Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 1.

¹⁰² Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 12.

¹⁰³ Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10.

Det er bemerkelsesverdig at straff knyttes direkte til overtredelse av MAR, som ikke er en strafferettslig forordning. Strafferettslig markedsmissbruk reguleres i MAD II. Som nevnt skal ikke MAD II implementeres i norsk rett, ettersom direktivet ikke anses EØS-relevant.¹⁰⁴

På tidspunktet for denne masteravhandlingen er MAR innlemmet i EØS-avtalen, men ikke tredd i kraft.¹⁰⁵ Ikrafttredelsen skjer når alle EØS-statene har opphevet sine konstitusjonelle forbehold. Sannsynligvis trer MAR i kraft i EØS-avtalen i løpet av 2020.¹⁰⁶

5 Metode og rettskilder

Forbudet mot markedsmanipulasjon er en EØS-initiert handlingsnorm som vil sanksjoneres både administrativt og strafferettslig etter inkorporeringen av MAR. Temaet aktualiserer derfor metodiske problemstillinger av både offentligrettslig, strafferettslig, menneskerettslig og EØS-rettslig art. Metodiske problemstillinger som kommer på spissen vil behandles fortløpende i denne masteravhandlingen. Generelt vil EØS-rettslig metode være sentral for tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet.¹⁰⁷

Et hovedtrekk i EØS-rettslig metode er at EU-domstolen og EFTA-domstolens avgjørelser er av særlig vekt. EU-domstolen har kompetanse til bindende tolking av EU-rett.¹⁰⁸ EFTA-domstolen har ikke kompetanse til bindende tolkning av EØS-rett, men EFTA-domstolens avgjørelser tillegges stor vekt i nasjonal rett og kan ikke fravikes med mindre det foreligger «særlige grunner».¹⁰⁹ Praksis fra EU-domstolen har stor vekt ved tolkningen av EØS-rett, og EFTA-domstolen plikter å vektlegge praksis fra EU-domstolen.¹¹⁰ I tillegg har EFTA-domstolens bruk av prinsippet om ensartet tolkning ført til at EFTA-domstolen normalt kommer til samme tolkning som EU-domstolen.¹¹¹ Som nevnt foreligger det én dom om markedsmanipulasjon fra EU-domstolen, og én fra EFTA-domstolen.¹¹² Avgjørelsene har altså stor vekt for tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon.

¹⁰⁴ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 100 og 132.

¹⁰⁵ EØS-komiteens beslutning 259/2019.

¹⁰⁶ Se statusen i internettkilde: Status på ikrafttredelse av MAR.

¹⁰⁷ Se Sejersted mfl. (2011) kap. 13 og 14.

¹⁰⁸ TEU art. 9 og TFEU art. 167.

¹⁰⁹ HR-2016-2554-P (Holship) premiss 77.

¹¹⁰ Jf. EØS-avtalen art. 6 og ODA art. 3.

¹¹¹ EØS-avtalen art. 3. Se Sejersted mfl. (2011) s. 111 og s. 259-260.

¹¹² Sak C-445/09 *IMC Securities* og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.

EU-domstolen benytter både *tekstuell, historisk, kontekstuell* og *teleologisk* tolkningsstil.¹¹³ Tekstuell tolkningsstil er ordlydsfortolkning, hvor ordlyden i et representativt utvalg av offisielle oversettelser tolkes. Den historiske tolkningsstilen baserer seg på forarbeider, som EU-kommisjonens forslag til rettsakter.¹¹⁴ Kontekstuell tolkning er tolkning basert på sammenhengen og koherens i regelverket. Teleologisk tolkning er en formålsorientert tolkningsstil. Anvendelse av rettsgodebeskyttelsen i tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet er teleologisk tolkningsstil.¹¹⁵ Formålet med rettsaktene tas ofte inn i fortalen, som dermed er viktig for tolkningen.¹¹⁶

Det er videre dannet et særskilt hierarki for reguleringen av kapitalmarkedsretten i EU, omtalt som *Lamfalussy-prosessen*.¹¹⁷ Lamfalussy-prosessen er et rammeverk for reguleringen med rettskilder på 4 nivå. Nivå 1 er direktiver og forordninger, basert på den normale lovgivningsprosessen i EU.¹¹⁸ MAR, og tidligere MAD, er nivå 1-regulering for markedsmissbruk. Nivå 2 er mer detaljerte reguleringer fra Kommisjonen etter delegert kompetanse.¹¹⁹ For definisjonen av markedsmanipulasjon etter MAR art. 12 er det vedtatt en utfyllende kommisjonsforordning om indikatorer på markedsmanipulasjon.¹²⁰ Nivå 1 og 2 ligner altså på norsk lov og forskrift. Nivå 3 er ikke-bindende tolkningsuttalelser fra tilsynsmyndigheten til kapitalmarkedene i EU; The European Securities and Markets Authority (**ESMA**).¹²¹ ESMA har ikke vedtatt nivå 3-retningslinjer for MAR art. 12. Likevel er ESMA's forløper CESR sine nivå 3-retningslinjer for markedsmanipulasjon etter MAD fortsatt relevant.¹²² Nivå 4 i Lamfalussy-prosessen sikrer tilsyn og implementering av regelverket gjennom ESMA.¹²³

Markedsmanipulasjonsforbudet er hovedsakelig en videreført fra MAD til MAR.¹²⁴ Kilder under MAD er derfor generelt av vekt for tolkingen av forbudet i MAR.

¹¹³ Se Veil (2017) s. 82-85 med videre henvisninger til rettspraksis fra EU-domstolen.

¹¹⁴ Se sak C-45/08 *Spector* avsnitt 33-35 hvor slike forarbeider benyttes i tolkningen av innsidehandelsforbudet.

¹¹⁵ Se sak C-445/09 *IMC Securities* premiss 27 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 40.

¹¹⁶ Rettsakter skal begrunnes jf. TFEU art. 296. Se bruk av fortalen i sak C-445/09 *IMC Securities* premiss 27 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 49 og 54.

¹¹⁷ Lamfalussy-rapporten (2001). Se Veil (2017) s. 43 flg.

¹¹⁸ TFEU art. 288 jf. art. 293 flg.

¹¹⁹ Lamfalussy-rapporten (2001) s. 19.

¹²⁰ Kommisjonsforordning EU/2016/522 jf. MAR art. 12 nr. 5.

¹²¹ Jf. forordning EU/1095/2010 (ESMA-forordningen) art. 16 nr. 1.

¹²² CESR/04-505b s. 9 flg. Se Lehmann og Kumpan (2019) s. 733.

¹²³ Lamfalussy-rapporten s. 19. Se Bergbórsson (2018) s. 29.

¹²⁴ Se Bergbórsson (2018) s. 3, Lau Hansen (2018) s. 205, Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 597 og Lehmann og Kumpan (2019) s. 733.

Del 2: Forbudet mot markedsmanipulasjon

6 Introduksjon

6.1 Innledning

Forbudet mot markedsmanipulasjon følger av MAR art. 15:

«A person shall not engage in or attempt to engage in market manipulation».

MAR art. 12 inneholder definisjonen av markedsmanipulasjon. Denne er betraktelig mer omfattende og presenteres nedenfor.

Del 2 av avhandlingen tar sikte på å svare på et viktig spørsmål: Vil forbudet mot markedsmanipulasjon i norsk rett endres ved inkorporeringen av MAR? Spørsmålet besvares ved å først analysere forbudet etter MAR, og sammenligne med gjeldende norsk rett. Strukturen vil derfor hovedsakelig være å først analysere forbudet mot markedsmanipulasjon etter MAR, for deretter å undersøke om innholdet er annerledes enn det gjeldende forbudet i norsk rett. Fortløpende konklusjoner om åpenbare forskjeller og likheter mellom definisjonene vil foretas der det er naturlig.

6.2 Presentasjon av definisjonen (MAR art. 12)

Definisjonen på markedsmanipulasjon er som nevnt omfattende. Det kan være lettere å lese analysen nedenfor med definisjonen etter både MAR art. 12, MAD art. 1 nr. 2 og vphl. § 3-8 på separate dokumenter ved siden av denne masteravhandlingen.

Etter MAR art. 12 er definisjonen av markedsmanipulasjon:

“1. For the purposes of this Regulation, market manipulation shall comprise the following activities:

(a) entering into a transaction, placing an order to trade or any other behaviour which:

(i) gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances; or

*(ii) secures, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances **at an abnormal or artificial level;***

unless the person entering into a transaction, placing an order to trade or engaging in any other behaviour establishes that such transaction, order or behaviour have been carried out for legitimate reasons, and conform with an accepted market practice as established in accordance with Article 13;

*(b) entering into a transaction, placing an order to trade or any other activity or behaviour which **affects or is likely to affect the price** of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances, which **employs a fictitious device or any other form of deception or contrivance;***

*(c) **disseminating information through the media**, including the internet, or by any other means, **which gives, or is likely to give, false or misleading signals** as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances or **secures, or is likely to secure, the price** of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances **at an abnormal or artificial level**, including the dissemination of rumours, where the person who made the dissemination **knew, or ought to have known, that the information was false or misleading;***

*(d) **transmitting false or misleading information or providing false or misleading inputs in relation to a benchmark** where the person who made the transmission or provided the input **knew or ought to have known that it was false or misleading, or any other behaviour which manipulates the calculation of a benchmark**» (mine uhevinger).*

Ordlyden i definisjonen er detaljert og omfattende. Det samme gjelder eksempellisten som er tatt inn i MAR art. 12 nr. 2.¹²⁵ I tillegg er det som vedlegg til MAR tatt inn en liste over indikatorer på markedsmanipulasjon etter MAR art. 12 nr. 1 (a) og (b).¹²⁶ Disse indikatorene

¹²⁵ Se punkt 7.1 nedenfor.

¹²⁶ MAR art. 12 nr. 3 jf. MAR Annex I.

er også spesifisert i en kommisjonsforordning.¹²⁷ Det legislative rammeverket for reguleringen av markedsmanipulasjon er dermed omfattende og teknisk.

Generelt kan det utledes at definisjonen er bygd opp etter fire hovedformer for markedsmanipulasjon i MAR art. 12 nr. 1 bokstav (a) til (d). I tillegg er det tatt inn en unntaksbestemmelse for akseptert markedspraksis i MAR art. 12 nr. 1 andre ledd. Fokuset i avhandlingen vil være å analyse om kjernevilkårene for markedsmanipulasjon – som uthevet ovenfor – endres i norsk rett ved inkorporeringen av MAR.

Dersom man benytter kategoriene ikke-verbal og verbal markedsmanipulasjon, vil MAR art. 12 nr. 1 (a) beskrive ikke-verbal markedsmanipulasjon og MAR art. 12 nr. 1 (c) beskrive verbal markedsmanipulasjon. Definisjonene i MAR art. 12 nr. 1 (b) og (d) kan beskrive både verbal og ikke-verbal markedsmanipulasjon. Kategoriene benyttes for å lette fremstillingen og har ikke noen materiell betydning.

Det er klart at virkeområdet for forbudet mot markedsmanipulasjon er utvidet med MAR. Utvidelsen i virkeområde vil innebære endringer i norsk rett ved gjennomføringen av MAR. Forbudet retter seg nå mot flere typer verdipapirer og handelsplattformer.¹²⁸ Det er utenfor rekkevidden av denne avhandlingen å gå nærmere inn definisjonene på finansielle instrumenter og de ulike handelsplattformene som omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon.¹²⁹ Som nevnt er det kjernevilkårene i markedsmanipulativ atferd som er i fokus. Derfor avgrenses det også mot det ekstraterritoriale virkeområdet til MAD og MAR.¹³⁰ For å lette fremstillingen vil begrepet «finansielle instrumenter» benyttes om alle verdipapirene som omfattes av markedsmanipulasjonsforbudet, med mindre annet presiseres.

6.3 Oppbygningen av analysen

Aller først analyseres betydningen av eksempellisten i MAR art. 12 nr. 2. Før kjernevilkårene analyseres er det nødvendig å klargjøre den rettskildemessige betydningen av eksemplene. Et sentralt spørsmål her er om MAR art. 12 nr. 2 oppstiller selvstendige definisjoner av markedsmanipulasjon.

¹²⁷ MAR art. 12 nr. 5 jf. kommisjonsforordning EU/2016/522 art. 4 jf. Vedlegg II.

¹²⁸ MAR art. 2 og 3, sml. MAD art. 9.

¹²⁹ MAR art. 2 og 3.

¹³⁰ MAD art. 10 og MAR art. 2 nr. 4.

Videre vil virkeområdet for selve atferden analyseres, jf. vilkårene om «any behavior» og «disseminating information through the media, including the internet, or by any other means». Disse vilkårene kan anses som «inngangskriterier» for markedsmanipulasjon.

Deretter vil de fire alternative kjernedefinisjonene. Først drøftes manipulasjon ved «false or misleading» atferd.¹³¹ Flere deler av definisjonen inneholder krav til «false or misleading» og på grunn av likhetene i ordlyd vil disse analyseres felles. Etter dette foretas en kort analyse av bestemmelsen om referanseindeksmanipulasjon.¹³²

Så analyseres manipulasjon ved «artificial» kurssikring.¹³³ På grunn av overlappende ordlyd med «false or misleading»-manipulasjon, oppstår spørsmålet om forholdet mellom disse definisjonene.

Som definisjon 4 analyseres markedsmanipulasjon etter bokstav (b): «behavior which affects (...) the price», «which employs a fictitious device or any other form of deception or contrivance».¹³⁴ Hvorvidt denne delen av definisjonen har selvstendig innhold er en sentral problemstilling.

Videre vil flere lignende vilkår som synes å rette seg mot sannsynlighetsgraden for markedsmanipulasjon analyseres. Vilrårene er: «Gives or is likely to give» / «Secures or is likely to secure»/ «affects or is likely to affect».¹³⁵

Deretter behandles unntaksbestemmelsen for akseptert markedspraksis. Etter dette analyseres betydningen av strafferettslige og menneskerettslige grunnprinsipper for tolkningen av MAR. Skyldkravet for markedsmanipulasjon vil så behandles. Så analyseres forsøksansvar og medvirkningsansvar for markedsmanipulasjon. Avslutningsvis gjøres det noen avsluttende refleksjoner om avhandlingens del 2.

7 Betydningen av eksempellisten i MAR art. 12 nr. 2

7.1 Presentasjon av MAR art. 12 nr. 2

Etter MAR art. 12 nr. 2 er følgende atferd markedsmanipulasjon:

¹³¹ Jf. MAR art. 12 nr. 1 (a)(i) og (c).

¹³² Jf. MAR art. 12 nr. 1 (d).

¹³³ Jf. MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii).

¹³⁴ Jf. MAR art. 12 nr. 1 (b).

¹³⁵ Jf. MAR art. 12 nr. 1 (a)(i), (a)(ii), (b) og (c).

«2. The following behaviour shall, inter alia, be considered as market manipulation:

*(a) the conduct by a person, or persons acting in collaboration, to **secure a dominant position** over the supply of or demand for a financial instrument, related spot commodity contracts or auctioned products based on emission allowances which has, or is likely to have, **the effect of fixing**, directly or indirectly, **purchase or sale prices** or creates, or is likely to create, **other unfair trading conditions**;*

(b) the buying or selling of financial instruments, at the opening or closing of the market, which has or is likely to have the effect of misleading investors acting on the basis of the prices displayed, including the opening or closing prices;

(c) 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:

(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;

(d) the taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument, related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances (or indirectly about its issuer) while having previously taken positions on that financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances and profiting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, related spot commodity contract

or an auctioned product based on emission allowances, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way;

(e) the buying or selling on the secondary market of emission allowances or related derivatives prior to the auction held pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010 with the effect of fixing the auction clearing price for the auctioned products at an abnormal or artificial level or misleading bidders bidding in the auctions.” (mine uthevinger)

MAR art. 12 nr. 2 inneholder altså en ikke-uttømmende liste over atferd som «shall» anses som markedsmanipulasjon. Noen av vilkårene i listen skiller seg fra vilkårene i kjernedefinisjonen etter MAR art. 12 nr. 1. For eksempel atferd som sikrer en «dominant position» som skaper «unfair trading conditions».¹³⁶ Spørsmålet her er om MAR art. 12 nr. 2 alltid må tolkes i overenstemmelse med kjernedefinisjonen i MAR art. 12 nr. 1, eller om MAR art. 12 nr. 2 oppstiller selvstendige definisjoner av markedsmanipulasjon. Hvis MAR art. 12 nr. 2 ikke anses som selvstendige definisjoner, vil de kun være momenter for tolkningen av definisjonen i MAR art. 12 nr. 1.

Først analyseres den rettskildemessige betydningen av MAR art. 12 nr. 2. Deretter drøftes det inkorporeringen av MAR på dette punkt medfører endringer i norsk rett.

7.2 MAR art. 12 nr. 2: En selvstendig definisjon?

Forordningsteksten «The following behaviour **shall**, inter alia, **be considered as market manipulation**» (mine uthevinger) tilsier at atferden etter MAR art. 12 nr. 2 skal anses som markedsmanipulasjon, men at listen over atferd ikke er uttømmende.¹³⁷ Ordlyden gir likevel ikke et klart svar på om vilkårene etter MAR art. 12 nr. 1 samtidig må være oppfylt.

Imidlertid fremgår det av innledningen til definisjonen i MAR art. 12 nr. 1 at: «For the purposes of this Regulation, market manipulation shall compromise **the following activities**» (min utheving). Ordlyden tilsier at definisjonen av markedsmanipulasjon etter MAR art. 12

¹³⁶ MAR art. 12 nr. 2 (a).

¹³⁷ «Inter alia» er latin og betyr «blant annet». Se internettkilde: «inter alia».

nr. 1 er uttømmende.¹³⁸ Derfor trekker ordlyden i retning av at MAR art. 12 nr. 2 må suppleres med vilkårene etter MAR art. 12 nr. 1.

Vedrørende algoritmehandel fremgår det av MARs fortale at det er «(...) desirable that **the definition** of market manipulation **provide examples** of specific abusive strategies (...)» (min utheving).¹³⁹ MAR art. 12 nr. 2 (c) inneholder slike eksempler på markedsmanipulasjon ved algoritmehandel. Formuleringen trekker i retning av at MAR art. 12 nr. 2 er *eksempler* på atferd som faller inn under definisjonen i MAR art. 12 nr. 1.

Den tilsvarende bestemmelsen i MAD har følgende innledning: «the following instances are **derived from the core definition** given in points (a), (b) and (c) above» (min utheving).¹⁴⁰ Her tilsier ordlyden klart at eksemplene er avledet fra kjernedefinisjonen av markedsmanipulasjon, slik at vilkårene i kjernedefinisjonen etter MAD må være oppfylt.¹⁴¹

Ordlyden «derived from the core definition» ble altså sløyfet i MAR. En endring der eksemplene i MAR art. 12 nr. 2 er selvstendige definisjoner av markedsmanipulasjon ville vært en systematisk omveltning i reguleringen. Annet enn endringen i ordlyd, foreligger det ingen kilder som tilsier at en slik endring er tilsiktet. MAR er derimot presentert som en videreføring av MAD.¹⁴² At MAR art. 12 nr. 2 kun har betydning som eksempler på markedsmanipulasjon er også det gjennomgående synet i litteraturen.¹⁴³

Ordlyden i MAR art. 12 nr. 1, sammenhengen i regelverket, fortalen til MAR og juridisk litteratur tilsier etter dette at MAR art. 12 nr. 2 ikke oppstiller selvstendige definisjoner av markedsmanipulasjon. Konklusjonen blir at atferden som er opplistet i MAR art. 12 nr. 2 er eksempler på markedsmanipulasjon som oppfyller vilkårene etter MAR art. 12 nr. 1. Vilårene etter MAR art. 12 nr. 1 må derfor innfortolkes også i eksemplene i MAR art. 12 nr. 2 som tilsynelatende har avvikende vilkår, som eksempelet om «dominant position».¹⁴⁴

¹³⁸ Fogtdal (2018) s. 190 er av denne oppfatning.

¹³⁹ MARs fortale avsnitt 38.

¹⁴⁰ MAD art. 1 nr. 2 siste ledd. Se korrelasjonstabellen i MAR annex II.

¹⁴¹ MAD art. 1 nr. 2 (a)-(c).

¹⁴² Bergþórsson (2018) s. 3, Lau Hansen (2018) s. 205, Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 597 og Lehmann og Kumpan (2019) s. 733.

¹⁴³ Veil (2017) s. 231 og s. 241-245, Bergþórsson (2018) s. 102, Fogtdal (2018) s. 192, Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 610 og Lehmann og Kumpan (2019) s. 754. Se også NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff s. 42-44 og Prop. 96 LS s. 61-62.

¹⁴⁴ MAR art. 12 nr. 2 (a).

7.3 Endringer med inkorporeringen av MAR i norsk rett?

Som nevnt er eksempellisten i MAR en videreføring av systemet etter MAD, hvor det er en eksempelliste med tre eksempler på markedsmanipulasjon.¹⁴⁵ I vphl. § 3-8 er det imidlertid ikke tatt inn noen eksempelliste. Grunnen til dette er at Finansdepartementet anså eksemplene å være avledet av selve definisjonen, jf. ordlyden «derived from».¹⁴⁶ Dermed la Finansdepartementet til grunn at det var tilstrekkelig å kun gjennomføre kjernedefinisjonen i lovtekst.¹⁴⁷

I norsk rett har det vært en debattert om unnlatelsen av å gjennomføre eksemplene i den gjeldende verdipapirhandelloven er i strid med EØS-retten. Bergo (2014) og Michaelsen (Rettsdata) hevder at standpunktet om at eksemplene følger av ordlyden i definisjonen, «neppe er riktig» for alle eksemplenes del.¹⁴⁸ Det gis imidlertid ikke noen nærmere begrunnelse for standpunktet. Wasenden (2007) og Axelsen (2007) er derimot, i likhet med departementet, av den oppfatning at ordlyden «derived from» tilsier at eksemplene følger av ordlyden i definisjonen.¹⁴⁹ Dette er nå også fastslått av EFTA-domstolen.¹⁵⁰

Dermed legges det til grunn at Finansdepartementets tolkning av ordlyden «derived from» er riktig, slik at det er tilstrekkelig å kun gjennomføre kjernedefinisjonen i lovtekst. Ovenfor har det også blitt konkludert med at eksemplene etter MAR ikke har noen annen status enn eksempellisten i MAD. Konklusjonen blir derfor at inkorporeringen av MAR hva gjelder eksempellisten, ikke vil medføre noen materiell betydning for definisjonen av markedsmanipulasjon.

Inkorporeringen av MAR vil derimot være positivt for forutberegneligheten i definisjonen av markedsmanipulasjon, ettersom eksempellisten vil inkorporeres gjennom verdipapirhandelloven. I tillegg er antall eksempler betraktelig utvidet med MAR.

¹⁴⁵ MAD artikkel 1 nr. 2 andre ledd.

¹⁴⁶ MAD artikkel 1 nr. 2 andre ledd. Se Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) s. 64.

¹⁴⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) s. 64.

¹⁴⁸ Bergo (2014) s. 308 og Michaelsen (Rettsdata).

¹⁴⁹ Axelsen (2007) s. 198 og Wasenden (2007) s. 441.

¹⁵⁰ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 72.

8 Inngangskriteriene for markedsmanipulasjon

8.1 Innledning

Inngangskriteriene for markedsmanipulasjon etter MAR art. 12 er «disseminating information through the media» eller «entering into a transaction, placing an order to trade or **any other behaviour**» (min utheving).

Kriteriet om «any other behaviour» er nytt med MAR.¹⁵¹ Ordlyden er altså meget vid.

Innebærer dette at all markedsmanipulasjon kan falle inn under denne bestemmelsen, slik at «disseminating information»-alternativet blir overflødig?

Både MAD og MAR gjelder handlinger («actions») utført i forbindelse med finansielle instrumenter.¹⁵² Nytt med MAR er at også unnlater («omissions») omfattes av forordningen.¹⁵³ Får dette noen betydning for inngangskriteriene?

Først drøftes inngangskriteriet for verbal markedsmanipulasjon: «disseminating information through the media». Deretter drøftes vilkåret om «any other behaviour». Til slutt kommenteres det hvorvidt norsk rett vil endres med inkorporeringen av MAR på dette punkt.

8.2 «disseminating information through the media»

8.2.1 Innledning

Etter MAR art. 12 nr. 1 (c) må den markedsmanipulative atferden skje ved «**disseminating information through the media**, including the internet, or by any other means» (min utheving).

Etter ordlyden kreves det spredning av informasjon gjennom mediene, herunder ved bruk av internett, eller andre metoder. Ut fra ordlyden kan det reises flere spørsmål: Hva sikter «or by any other means» til? Hva kreves for at informasjon anses som spredt («disseminating»)? Og til slutt: Rammes unnlattelse av å spre informasjon?

¹⁵¹ Sml. MAD art. 1 nr. 2.

¹⁵² MAD art. 10 og MAR art. 2 nr. 4.

¹⁵³ MAR art. 2 nr. 4.

8.2.2 Alle kommunikasjonsformer eller ulike former for «media»?

Plasseringen av «or by any other means» med et komma etter «including the internet», tilsier at ordlyden «or by any other means» sikter til ulike former for *medier*, i tillegg til internett. Altså slik at ordlyden «or by any other means» ikke omfatter alternative måter å spre informasjon på ved siden av mediene, som for eksempel en samtale med en annen person.

Denne tolkningen støttes også av EFTA-domstolen i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*, vedrørende den tilsvarende formuleringen i MAD.¹⁵⁴ Som nevnt tidligere gjaldt dommen MAD, men uttalelsene er også relevant for MAR ettersom markedsmanipulasjonsforbudet i all hovedsak er videreført.

EFTA-domstolen uttaler at uttrykket «or by any other means» må leses i sammenheng med «media», og at uttrykket viser til kommunikasjonsmidler som kan sammenlignes med media, som ulike forum og plattformer.¹⁵⁵ Uttalelsen er i tråd med fortalen til MAR, hvor det påpekes at utviklingen har ført til at spredning av villedende informasjon via nettsider, blogger og sosiale media burde omfattes av MAR, på lik linje med spredning av villedende informasjon gjennom tradisjonelle medier.¹⁵⁶

Etter dette er det klart at «or by any other means» sikter til ulike medier, som for eksempel nettsider, blogger og sosiale media. Allerede her kommer EFTA-domstolen til at slik kommunikasjon det var tale om i hovedsaken – direkte kommunikasjon mellom en megler og en «trader» – faller utenfor formuleringen «media».¹⁵⁷

8.2.3 Hvor ligger terskelen?

Ordlyden «disseminating information through the media» tilsier at det kreves spredning av informasjon til en viss størrelsesmengde av personer.¹⁵⁸

EFTA-domstolen påpeker i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* at informasjonen må være spredt i en «bredere forstand» enn i informasjonsutveksling i forbindelse med en potensiell

¹⁵⁴ Saksforholdet er omtalt ovenfor i punkt 2.

¹⁵⁵ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 95.

¹⁵⁶ MARs fortale avsnitt 48.

¹⁵⁷ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 95.

¹⁵⁸ Lehmann og Kumpan (2019) s. 751 er også av dette synet.

transaksjon.¹⁵⁹ Det faktum at det blir kjent i markedet at en transaksjon har funnet sted, anses heller ikke som tilstrekkelig.¹⁶⁰

Rettsgodebeskyttelsen om effektivitet er tydelig i EFTA-domstolens argumentasjon:

*«Legges en annen tolkning til grunn, vil meglere kunne bli forhindret fra å gi informasjon til investorer som ledd i ordinær forretningsdrift, med den virkning at markedsaktørene ville avstå fra å gi og samle informasjon om tilbud og etterspørsel etter finansielle instrumenter, noe som etter hvert ville skade markedets **likviditet** og **effektivitet**. (...)*»¹⁶¹

Etter dette kan det legges til grunn at ordlyden «dissemination of information» kun rammer informasjon spredt til en viss mengde markedsdeltakere.

8.2.4 Rammes unnlattelse av å spre informasjon?

Det følger av MAR art. 2 nr. 4 at «The prohibitions (...) in this Regulation shall apply to actions and **omissions**(...)» (min utheving). MAD rammer til motsetning kun «actions».¹⁶²

Innebærer dette at også unnlattelser av å spre informasjon, kan anses som «dissemination of information through the media»?

Ordlyden «dissemination of information through the media» tilsier at informasjonen nettopp må *spre*s gjennom medier. Det kan vanskelig tenkes at informasjonen blir spredt gjennom medier, uten at det foretas en aktiv handling.

Etter fortalen til MAR anses «(...)the wilfull omission of material facts, as well as the knowingly inaccurate reporting of information», som spredning av informasjon. Her er det nettopp tale om å utelate enkelte fakta, men ikke «full» unnlattelse av å spre informasjon.

Altså ikke unnlattelse av å spre informasjon i det hele tatt.

Unnlattelser av å gjøre handlinger kan naturligvis være informative, men det kreves like fullt en aktiv handling for å oppnå resultatet om at informasjonen spres gjennom mediene. At full unnlattelse av å spre informasjon ikke rammes av ordlyden fremholdes også i litteraturen.¹⁶³

¹⁵⁹ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 94-95.

¹⁶⁰ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 94-95.

¹⁶¹ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 96.

¹⁶² MAD art. 10.

¹⁶³ Wasenden (2007) s. 482, Stordrange (2014) s. 307 flg. og Bergþórsson (2018) s. 185-188. Borgarting Lagmannsrett omtaler spørsmålet som «tvilsomt» uten å behandle det nærmere i LB-2017-153037-3 (Funcom).

Brosveet (Lovdata) hevder også at EFTA-domstolens uttalelse om at det kreves at informasjonen er spredt «i bredere forstand», utelukker rene unnlater av å spre informasjon.¹⁶⁴

En annen side av dette spørsmålet, er hvorvidt brudd på utsteders plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon, kan utgjøre markedsmanipulasjon.¹⁶⁵ Altså om full unnlater av å offentliggjøre innsideinformasjon kan utgjøre markedsmanipulasjon.

uoffentliggjøre innsideinformasjon kan ikke utgjøre markedsmanipulasjon etter MAR art. 12 nr. 1 (c).¹⁶⁶ Det vil derimot utgjøre brudd på utstederens plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon etter MAR art. 17. Sammenhengen i regelverket tilsier at full unnlater av å offentliggjøre innsideinformasjon reguleres av MAR art. 17, og ikke etter forbudet mot markedsmanipulasjon.¹⁶⁷

Konklusjonen blir etter dette at vilkåret om «dissemination of information through the media» ikke omfatter full unnlater av å spre informasjon gjennom media. Unnlater av enkelte deler av informasjon vil derimot være omfattet.

8.3 «Any other behaviour»: Omfattes all atferd?

Etter MAD kreves det at ikke-verbal markedsmanipulasjon skjer gjennom «transactions or orders to trade».¹⁶⁸ Nytt med MAR er at det er tilstrekkelig med «entering into a transaction, placing an order to trade or **any other behaviour**» (min utheving).¹⁶⁹ Det fremgår også av MAR art. 2 nr. 3 at forordningen omfatter atferd uavhengig av om den skjer på en handelsplass eller ikke.

Etter ordlyden omfattes enhver form for atferd. Både aktive handlinger og unnlater omfattes jf. MAR art. 2 nr. 4. I litteraturen karakteriseres den vide ordlyden som en «catch-all wording».¹⁷⁰

¹⁶⁴ Brosveet (Lovdata).

¹⁶⁵ Jf. MAR art. 17. Se Stordrange (2014) og Bergbórsson (2018) s. 186-188.

¹⁶⁶ Wasenden (2007) s. 482, Stordrange (2014) s. 307 flg., Bergbórsson (2018) s. 185-188 og Stordrange (2019) s. 275.

¹⁶⁷ Wasenden (2007) s. 482 og Stordrange (2019) s. 307-308.

¹⁶⁸ MAD art. 1 nr. 2 (a). Selve transaksjonen behøver imidlertid ikke skje på markedet hvor det finansielle instrumentet er notert, jf. MAD art. 9 første ledd.

¹⁶⁹ MAR art. 12 nr. 1 (a), (b) og (d).

¹⁷⁰ Bergbórsson (2018) s. 77.

Følgelig er det klart at flere former for atferd faller inn under forbudet mot markedsmanipulasjon med MAR, enn etter MAD. For eksempel vil atferd hvor en person fysisk hindrer andre i å handle finansielle instrumenter, med det resultat at markedet villedes, nå omfattes.¹⁷¹ Selvstendige sabotasjehandlinger uten tilknytning til handelsordre/transaksjoner, som får en manipulerende effekt, vil nå også kunne omfattes.¹⁷²

Det kan legges til grunn at begrepene «transactions or orders to trade» ikke har noen selvstendig betydning ved siden av «any other behaviour». En viktigere problemstilling er hvilken betydning inngangskriteriene «dissemination of information through the media», har ved siden av «any other behaviour».

Etter ordlyden vil «any other behaviour» også omfatte spredning av informasjon gjennom media. Spørsmålet blir da om kjernevilkårene i bestemmelsen om verbal markedsmanipulasjon har et annet innhold enn resten av definisjonen. Det kan bemerkes at MAR art. 12 nr. 1 (c) inneholder et eksplisitt skyldkrav, i motsetning til MAR art. 12 nr. 1 (a) og (b). Dette tilsier at MAR art. 12 nr. 1 (c) har et annet innhold enn resten av definisjonen, og at det må foreligge spredning av informasjon gjennom media for at definisjonens skyldkrav kommer til anvendelse. Forholdet mellom definisjonene fremstår likevel som uklart.

Innføringen av den vide ordlyden «any other behaviour» i MAR får uheldige konsekvenser for forutberegneligheten om hvilken atferd som utgjør markedsmanipulasjon, og for hvilken del av definisjonen som skal benyttes i konkrete tilfeller. Om ordlyden i det nye inngangskriteriet påpeker Veil (2017) at «This approach comes at a price – legal certainty for market participants will inevitably suffer the broader wording».¹⁷³

8.4 Endringer med inkorporeringen av MAR i norsk rett

I analysen ovenfor er det identifisert to inngangskriterier for hvorvidt det foreligger markedsmanipulasjon: (i) «dissemination of information through the media» for verbal markedsmanipulasjon, og (ii) «any other behaviour» for resten av definisjonen.

¹⁷¹ Bergbórsson (2018) s. 77.

¹⁷² Wall Street Journal 2 (2017) er et eksempel på markedsmanipulasjon hvor manipulatorene bombet bussen til en fotballklubb etter å ha investert i kursfall i klubbens aksjer. Slik atferd vil nå kunne omfattes av forbudet uten at manipulatorene har utført handelsordre eller transaksjoner i finansielle instrumenter.

¹⁷³ Veil (2017) s. 232. Se punkt 15.3 om forbudet mot markedsmanipulasjon og klarhetskravet.

Etter vphl. § 3-8 – som implementerer MAD – er de tilsvarende inngangskriteriene: (i) «utbredelse av opplysninger gjennom media» og (ii) «transaksjoner eller handelsordre».¹⁷⁴

Kriteriet om «any other behaviour» er et nytt med MAR og omfatter etter ordlyden all form for atferd, både handlinger og unnlater. Etter inkorporeringen av MAR i norsk rett vil altså enhver atferd kunne anses som markedsmanipulasjon, slik at det ikke kreves handelsordre/transaksjoner eller spredning av informasjon gjennom media. Som påpekt ovenfor, kan denne utvidelsen føre til svekket forutberegnelighet om hva som utgjør markedsmanipulasjon.

Nedenfor analyseres de fire alternative kjernedefinisjonene av markedsmanipulasjon.

9 Definisjon 1: «False or misleading» atferd

9.1 Innledning

«False or misleading» atferd utgjør en av kjernedefinisjonene av markedsmanipulasjon i MAR.¹⁷⁵ Vilkårene er en videreføring av MAD.¹⁷⁶

På EU/EØS-nivå er vilkåret kun behandlet av EFTA-domstolen i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*, som drøftet det tilsvarende vilkåret etter MAD.¹⁷⁷

Først vil det vurderes hvilke objektive krav som kan utledes fra forordningsteksten. Hvorvidt ordlyden oppstiller subjektive krav drøftes nedenfor under punkt 16. Deretter vil det analyseres om det gjelder et krav til en vesentlig villedende effekt og kvalifisert villedende informasjon. Til slutt vil vurderes om inkorporeringen av MAR vil medføre endringer i norsk rett.

9.2 Krav til (i) villedende informasjon og (ii) en villedende effekt?

9.2.1 Ordlyden i forordningsteksten: To vilkår

Ordlyden «false or misleading» tilsier for det første at atferd som inneholder *falsk* eller *uriktig* informasjon omfattes. I tillegg omfatter ordlyden atferd med *villedende* informative signaler. Objektivt sett korrekt informasjon kan også være villedende avhengig av formidlingsmåten.

¹⁷⁴ Jf. henholdsvis vphl. § 3-8 andre ledd nr. 3, og nr. 1 og 2.

¹⁷⁵ MAR art. 12 nr. 1 (a) (i) og MAR art. 12 nr. 1 (c) første alternativ.

¹⁷⁶ MAD art. 1 nr. 2 (a) første strekpunkt og (c).

¹⁷⁷ MAD art. 1 nr. 2 (a) første strekpunkt.

Dette kan skje for eksempel ved spesielle formidlingsmåter av sann informasjon, eller ved å utelate enkelte deler av relevant informasjon i formidlingen.

I henhold til Cambridge English Dictionary betyr «misleading» «causing someone to believe something that is not true».¹⁷⁸ I følge Bokmålsordboka betyr «villede» å «føre på avveier».¹⁷⁹ Ordlyden tilsier at det stilles krav til at atferden får en innvirkning på noen, slik at vedkommende får en annen oppfatning av noe, enn hva realiteten er. Det kan altså utledes av forordningsteksten at det objektivt kreves en viss effekt med den villedende atferden.

Hva kreves det en effekt om, og er det kun effekten av atferden som bestemmer om informasjonen var villedende?

Vilkåret «false or misleading» må leses i sammenheng med resten av ordlyden for å forstå innholdet nærmere. Etter MAR art. 12 kreves det «false or misleading signals **as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument**» (min utheving).¹⁸⁰

Den tilsvarende ordlyden i den danske oversettelsen er: «urigtige eller vildledende signaler **om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen** på finansielle instrumenter», og «videregivelse af urigtige eller vildledende oplysninger eller indberetning af urigtigt eller vildledende input **vedrørende et benchmark** (...) eller enhver anden tilsvarende aktivitet, som manipulerer **beregningen af et benchmark**» (min utheving).

I den svenske oversettelsen er ordlyden: «falska eller vilseledande signaler **om tillgång, efterfrågan eller pris** på ett finansiellt instrument» og «Överföring av falsk eller vilseledande information eller tillhandahållande av falska eller vilseledande ingångsvärden i **förhållande till ett referensvärde** (...) eller varje annat beteende som manipulerar **beräkningen av ett referensvärde**» (min utheving).

Det kreves altså atferd som inneholder falske, uriktige eller villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument (prismekanismene). Falsk, uriktig eller villedende informasjon i relasjon til noe annet enn prismekanismene til finansielle instrumenter, omfattes altså ikke av forbudet mot markedsmanipulasjon.

¹⁷⁸ Internettkilde: Cambridge English Dictionary «misleading».

¹⁷⁹ Internettkilde: Bokmålsordboka «villede».

¹⁸⁰ MAR art. 12 nr. 1 (a) (i) og MAR art. 12 nr. 1 (c) første alternativ.

Er det effekten i prismekanismene som bestemmer om atferden var villedende, eller må det stilles kvalitative krav til de informative signalene i atferden?

I både den engelske, danske og svenske oversettelsen retter ordlyden retter seg mot villedende signaler i atferden «*om*» / «*as to*» tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument. Ordlyden tilsier at atferden må inneholde informative signal av en *villedende karakter* for tilbud, etterspørsel og pris på et finansielt instrument. Altså slik at kun atferd som inneholder signaler med evne til å villedende om prismekanismene, omfattes. Et slikt krav kan omtales som et krav til *kvalifisert villedende informasjon*.

I tillegg tilsier ordlyden «*misleading*» at det stilles krav til atferdens *villedende innvirkning* i tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument. Fokuset er dermed ikke på innholdet i atferdens informative signaler, men på atferdens effekt i prismekanismene, og hvorvidt prismekanismene gjenspeiler villedende informasjon. Dette kan betegnes som et krav til en *villedende effekt*.

Ordlyden tilsier altså at det både kreves *kvalifisert villedende informasjon* om prismekanismene til et finansielt instrument og en *villedende effekt* i prismekanismene til det finansielle instrumentet. Dette er likevel lite oppklarende ettersom tilnærmet all informasjon kan være relevant for tilbud, etterspørsel og pris på finansielle instrumenter.¹⁸¹

Ettersom kravet til en villedende effekt i prismekanismene har klare rettskildeggrunnlag, analyseres dette først. Deretter vil jeg analysere om det også kan oppstilles et krav til kvalifisert villedende informasjon.

9.2.2 Kravet til en vesentlig villedende effekt i prismekanismene

I tillegg til ordlyden «*false or misleading signals*» er det flere rettskilder som trekker i retning av at det gjelder et krav til en villedende effekt i prismekanismene.

For det første er den klare essensen i eksempellisten i MAR art. 12 nr. 2 og indikatorlistene at atferdens effekt i markedet er sentralt.¹⁸² Flere av eksemplene i MAR art. 12 nr. 2 går ut på at

¹⁸¹ Se punkt 3.4 ovenfor.

¹⁸² MAR art. 12 nr. 2, MARs vedlegg I A og kommisjonsforordning EU/2016/522 vedlegg II.

tilbud, etterspørsel eller pris blir påvirket på forskjellige måter, for eksempel ved at åpnings- eller stengningskursen påvirkes.¹⁸³ Det samme gjelder for indikatorlistene.¹⁸⁴

Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* gir også klare holdepunkter for at det gjelder et krav til en villedende effekt. I svaret på spørsmålet om hvorvidt reelle transaksjoner omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon, kommer EFTA-domstolen med flere prinsipielle utsagn om «false or misleading»-vilkåret etter MAD art. 1 nr. 2 (a). Med «reelle transaksjoner», menes transaksjoner mellom uavhengige parter med full overføring av regning og risiko.¹⁸⁵

Ettersom vilkårene «false or misleading» er videreført i MAR er uttalelsene også relevant. Det kan også bemerkes at EFTA-domstolen behandler vilkåret «give, or are likely to give» sammen med «misleading signals». I denne masteravhandlingen behandles disse vilkårene separat. Siktemålet med å skille vilkårene er å øke forutberegneligheten i definisjonen av markedsmanipulasjon, ved å spesifisere det nærmere innholdet i vilkårene.

EFTA-domstolen uttaler:

«I denne sammenheng viser EFTA-domstolen til at vurderingen av om en transaksjon «gir eller kan forventes å gi» «uriktige» eller «villedende» signal, må ta utgangspunkt i den virkning transaksjonen har på markedet»¹⁸⁶ (min utheving)

«En vurdering av om det har forekommet markedsmanipulering etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, må baseres på objektive elementer og en vurdering av resultatene av transaksjonene og virkningen av dem.»¹⁸⁷ (min utheving)

Det følger altså tydelig av EFTA-domstolens avgjørelse at atferdens effekt i markedet er sentral for «false or misleading»-vilkåret. Ut fra ordlyden «misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments», kan det legges til grunn at EFTA-domstolen med effekt «på markedet» sikter til en innvirkning i tilbud, etterspørsel eller pris.

¹⁸³ Se særlig MAR art. 12 nr. 2 (b), (c)(ii) og (e).

¹⁸⁴ Se særlig MARs vedlegg I A (a), (b), (d), (e), (f), (g) og kommisjonsforordning EU/2016/522 vedlegg II nr. 1 (b), nr. 3 (c)(i) og nr. 5 (d).

¹⁸⁵ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 37, spørsmål 1.

¹⁸⁶ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 53.

¹⁸⁷ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 61.

Etter dette kan det legges til grunn at «false or misleading»-vilkåret oppstiller et krav til en *villedende effekt* i prismekanismene. En slik «effektdoktrine» er også fremhevet i litteraturen.¹⁸⁸

Hva ligger så i kravet om en villedende effekt? Oppfyller enhver innvirkning i markedet kravet til en villedende effekt?

EFTA-domstolens innledende bemerkninger om forbudet mot markedsmanipulasjon bidrar til å klargjøre hvor den nedre terskelen går:

*«Innledningsvis bemerker EFTA-domstolen at forbudet mot markedsmanipulering ikke kan tolkes slik at det omfatter enhver handling som griper forstyrrende inn i markedsaktivitet. Markedsmanipulering utgjør en form for misbruk og **omfatter som sådan ikke situasjoner som påvirker markedet i uvesentlig grad. Bare handlinger som faktisk medfører en trussel mot finansmarkedenes troverdighet og investorenes tillit til disse markeder, rammes av regelverket om markedsmanipulering. (...)»**¹⁸⁹ (mine uthevninger)*

EFTA-domstolen legger altså til grunn en formålsoverordnet tolkningsstil: Kun handlinger som strider med rettsgodebeskyttelsen om *markedsintegritet* og *tillitt* rammes av regelverket. Derfor rammes kun transaksjoner som påvirker markedet til en viss vesentlighetsgrad. EFTA-domstolen legger altså stor vekt på rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.

En slik formålsoverordnet tolkningsstil er også i tråd med annen rettspraksis om markedsmanipulasjon. I den ene dommen om markedsmanipulasjon fra EU-domstolen, sak C-445/09 *IMC Securities*, benytter EU-domstolen en formålsoverordnet tolkningsstil for tolkningen av manipulasjon ved prissikring etter MAD.¹⁹⁰ Det samme gjelder også Høyesterett i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) om tolkningen av vphl. § 3-8.¹⁹¹

Dermed kreves det en villedende innvirkning i tilbud, etterspørsel eller pris på finansielle instrumenter, av *tilstrekkelig vesentlig grad*. Dette kan omtales som et krav til en *vesentlig villedende effekt* i markedet. Hva ligger nærmere i kravet til en vesentlig villedende effekt?

¹⁸⁸ Lau Hansen (2018) s. 208, Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 598.

¹⁸⁹ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 40

¹⁹⁰ Sak C-445/09 *IMC Securities* avsnitt 29. Se nærmere omtale under punkt 11.2.2.

¹⁹¹ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 69 flg.

Om virkningen i markedet uttaler EFTA-domstolen at:

*«Denne virkning må særlig analyseres i lys av de markedsvilkår som gjelder for et finansielt instrument. En transaksjon som i ett marked kan gi et «uriktig» eller «villedende» signal, kan ha liten eller ingen påvirkning på et annet marked. I et likvid marked som kjennetegnes av rikelig tilbud og etterspørsel og et stort antall transaksjoner, vil det for eksempel være mindre sannsynlig at en transaksjon sender et «uriktig» eller «villedende» signal, enn i et illikvid marked med lite tilbud og etterspørsel og et lite antall transaksjoner. **Dermed har kjennetegnene ved markedet betydning for den juridiske vurdering av hva som utgjør markedsmanipulering i en bestemt sak.**»¹⁹²(mine uthevninger)*

Hvorvidt man er over terskelen for en villedende effekt i markedet må altså avgjøres ut fra markedsvilkårene til det aktuelle finansielle instrumentet. Videre er det mer sannsynlig at en transaksjon får en villedende effekt i et illikvid marked, enn i et likvid marked.

I henhold til EFTA-domstolens formålsorienterte tolkningsstil, må den nærmere vurderingen av vesentlighetsterskelen gjøres i henhold til rettsgodebeskyttelsen.¹⁹³ Rettsgodebeskyttelsen om effektivitet påpekes slik av EFTA-domstolen:

«Ved fastsettelse av terskelen for at en reell transaksjon skal rammes av direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt, må det tas hensyn til behovet for å hindre en tolkning og anvendelse som avskrekker markedsdeltakere fra å engasjere seg i normal markedsakktivitet og transaksjoner i finansielle instrumenter som ikke medfører en trussel mot markedets troverdighet eller investorenes tillit. Da ville virkeområdet for forbudet mot markedsmanipulering gå lenger enn det som er hensiktsmessig og nødvendig for å nå direktivets mål (se betraktning 2 og 12 i direktivet, jf. dommen i Spector Photo Group og Van Raemdonck, som omtalt over, avsnitt 46). En ubalansert tilnærming i denne sammenheng vil kunne medføre redusert effektivitet i markedet og gjøre det vanskeligere å skaffe kapital.»

Sak C-45/08 *Spector* gjaldt forbudet mot innsidehandel. EU-domstolen fremhever i sak C-45/08 *Spector* at det er viktig å skille mellom tilfeller som er omfattet av interessene bak

¹⁹² Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 53.

¹⁹³ Se punkt 3 ovenfor om rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.

innsidehandelsforbudet, og tilfellene som ikke er omfattet av disse interessene.¹⁹⁴ Altså viktigheten av å tolke innsidehandelsforbudet i tråd med rettsgodebeskyttelsen.

I tillegg vil eksemplene på markedsmanipulasjon i MAR art. 12 nr. 2 og indikatorlistene kunne bidra til oppklaring av om atferd i konkrete tilfeller er over terskelen.

Konklusjonen blir at vilkåret «false or misleading» inneholder et krav til en *vesentlig villedende effekt* i tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument. Den konkrete vurderingen av hva som er over vesentlighetsterskelen må styres etter rettsgodebeskyttelsen bak forbudet mot markedsmanipulasjon. Markedsvilkårene for det aktuelle finansielle instrumentet, eksemplene i MAR art. 12 nr. 2 og indikatorlistene kan videre benyttes som momenter i den konkrete vurderingen.

Hva gjelder «reelle» og korrekt meldte transaksjoner, konkluderer EFTA-domstolen med at ordlyden i MAD art. 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt ikke utelukker at slike transaksjoner omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon.¹⁹⁵ EFTA-domstolen påpeker at spørsmålet ikke er om en transaksjon er «reell» eller ikke, men om en «reell» transaksjon oppfyller vilkårene for markedsmanipulasjon.¹⁹⁶

Med denne konklusjonen oppstår spørsmålet om forholdet mellom «false or misleading»-definisjonen og definisjonen om «artificial kurssikring». CESR sin nivå 3 veiledning om markedsmanipulasjon og uttalelser fra ESMA i forbindelse med utarbeidelsen av MAR, trekker i retning av at «false or misleading»-definisjonen *ikke* var ment å omfatte reelle transaksjoner.¹⁹⁷ CESR anså eksemplene på markedsmanipulasjon ved reelle transaksjoner, som *marking the close*-manipulasjon, å falle inn under bestemmelsen om kunstig kurssikring jf. MAD art. 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt.¹⁹⁸ Bestemmelsen om «false or misleading» markedsmanipulasjon rettet seg etter CESR sin vurdering mot fiktive transaksjoner, som for eksempel plassering av handelsordre uten noen intensjon om å gjennomføre ordrene.¹⁹⁹

Med EFTA-domstolens klare konklusjon på dette punkt må det likevel legges til grunn at «false or misleading»-alternativet også kan omfatte reelle transaksjoner. CESR bemerker

¹⁹⁴ Sak C-45/08 *Spector* avsnitt 46.

¹⁹⁵ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 47-51.

¹⁹⁶ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 52.

¹⁹⁷ CESR/04-505b og ESMA/2013/1649. Se også analysen nedenfor under punkt 11.3.

¹⁹⁸ CESR/04-505b s. 10-12 og ESMA/2013/1649 s. 101-102.

¹⁹⁹ CESR/04-505b s. 11.

riktignok at eksemplene kan overlape mellom definisjonene.²⁰⁰ Det er likevel kritikkverdig at EFTA-domstolen ikke knytter noen kommentarer til sammenhengen i definisjonen av markedsmanipulasjon.

9.2.3 Et krav til kvalifisert villedende informasjon?

Ordlyden «any other behaviour which» «gives, or is likely to give, false or misleading signals **as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument**» tilsier at atferden må inneholde informative signal av en *kvalifisert villedende karakter* for tilbud, etterspørsel og pris på et finansielt instrument.²⁰¹ Altså slik at det ikke er tilstrekkelig kun med en villedende innvirkning i markedet.

En annen sak er at en effekt i markedet som fører til at prismekanismene gjenspeiler villedende informasjon, er et tydelig tegn på at atferdens informative signal var kvalifisert villedende. Poenget her er at det kan skilles mellom hvilken informasjon som reflekteres av ordreboken og kursen til et finansielt instrument, og de informative signalene i atferden som førte til at disse prismekanismene begynte å reflektere villedende informasjon. Det er sistnevnte jeg sikter til med begrepet *kvalifisert villedende informasjon*.

Stilles det krav til innholdet de informative signalene i atferden? Eller er det kun atferdens effekt i prismekanismene som er av betydning?

Bergþórsson (2018) legger til grunn at ordlyden oppstiller kvalitative krav til innholdet i informasjonen.²⁰² Andre er av den oppfatning at definisjonen er rent effekt-orientert.²⁰³ Flere argumenter trekker i retning av at det må stilles krav til selve informasjonen.

For det første trekker skyldkravet i MAR art. 12 nr. 1 (c) om verbal markedsmanipulasjon i retning av et krav til kvalifisert villedende informasjon. Ordlyden er: «(...) where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the **information was false or misleading**».

²⁰⁰ CESR/04-505b s. 11.

²⁰¹ Se punkt 9.2.1 ovenfor.

²⁰² Bergþórsson (2018) s. 15, 93 og 171-176 oppstiller et krav om «material misinformation».

²⁰³ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 36, Bergo (2014) s. 307, Ventoruzzo og Mock (2017) s. 41 om «The «Missing» Intent Requirement for Market Manipulation», Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 602 og Lehmann og Kumpan (2019) s. 735 som gir uttrykk for tvil. Moloney (2014) s. 741 uttrykker at skyldkravet i MAR art. 12 nr. 1 (c) har nedskalert den effekt-baserte reguleringen.

For å oppfylle skyldkravet må vedkommende ha visst, eller burde ha visst, at *informasjonen* manipulatoren spredte var falsk eller villedende. Skyldkravet retter seg dermed *ikke* kun mot informasjonens villedende effekt i tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrument. Ordlyden og sammenhengen i regelverket tilsier dermed klart at det må stilles krav til den villedende karakteren i selve informasjonen.

Selv om denne delen av definisjonen direkte kun gjelder «false or misleading signals» etter forbudet mot verbal markedsmanipulasjon i MAR art. 12 nr. 1 (c), er det ingen holdepunkter for at kjernen i innholdet av «false or misleading signals» er noe annet for de andre formene for markedsmanipulasjon.

For det andre fremgår det av fortalen til MAR om verbal markedsmanipulasjon at:

*«(...)The spreading of false or misleading information (...) may consist in the invention of manifestly **false information**, but also the wilful **omission of material facts**, as well as the knowingly **inaccurate reporting of information**(...)».*²⁰⁴
(mine uthevinger)

Formuleringen i fortalen retter seg ikke her mot informasjonsspredningens effekt i markedet, men mot det kvalifiserte villedende innholdet i selve informasjonen.

I tillegg kan det nevnes at EFTA-domstolen i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* ikke kommer med noen uttalelser som skulle utelukke at det eksisterer et krav til kvalifisert villedende informasjon. EFTA-domstolen uttaler derimot at vurderingen «må ta **utgangspunkt** i den virkning transaksjonen har på markedet», og at vurderingen «må baseres på objektive elementer **og** en vurdering av resultatene av transaksjonene» (min utheving).²⁰⁵

Formuleringen åpner for at virkningene av en transaksjon ikke er det eneste objektive elementet bak vilkåret «false or misleading signals».

Videre kan det påpekes at forskning om atferdspsykologi har påvist at investorer ikke alltid er rasjonelle.²⁰⁶ Uten et kvalitativt krav til hvilken informasjon som omfattes av «false or misleading», kunne det etter min oppfatning oppstått risiko for at en effekt i markedet skapt av irrasjonelle investorer, hadde blitt ansett som markedsmanipulasjon. Viktigheten av å ikke

²⁰⁴ MARs fortale avsnitt 47.

²⁰⁵ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 53 og 61.

²⁰⁶ Veil (2017) s. 234-235.

tolke markedsmanipulasjonsforbudet slik at investorer avskrekkes fra å delta i markedet, trekker i retning av at det gjelder et krav til kvalifisert villedende informasjon.²⁰⁷

På bakgrunn av ordlyden i MAR art. 12, sammenhengen i regelverket og fortalen til MAR, er konklusjonen at vilkåret om «false or misleading signals» også oppstiller et krav til *kvalifisert villedende informasjon*.

Hva er innholdet i kravet til kvalifisert villedende informasjon?

I henhold til ordlyden i MAR er det klart at informasjonen må være av relevans for tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument.

Bergþórsson legger til grunn at det kreves «material misinformation».²⁰⁸ I dette legger han: «By requiring information to be material, essentially means the misinformation would be likely to **influence an investment decision** made by a **reasonable investor** if he or she had known of the information» (mine uthevinger).²⁰⁹

Dermed kobler Bergþórsson (2018) kravet om kvalifisert villedende informasjon til definisjonen av innsideinformasjon i MAR art. 7 nr. 4.²¹⁰ Den samme koblingen gjøres av Lehman og Kumpan (2019): «Information gives a misleading signal (...) if a hypothetical, reasonable investor would consider the information important in deciding whether to invest».²¹¹ I HR-2019-1447-U (Funcom) legger Høyesteretts ankeutvalg også denne forståelsen til grunn, under henvisning til at det er en tolkning av «egnet til-vilkåret».²¹²

Slik Bergþórsson (2018) også påpeker, kan imidlertid ikke en slik fornuftig investor-test for villedende informasjon legges til grunn med sikkerhet.²¹³ Det fremgår ingenting om en slik fornuftig investor-test for markedsmanipulasjon i kilder på EU-nivå, verken i MAR eller MAD, i eksempellisten eller indikatorlistene, eller i rettspraksis på EU-nivå. Derfor bygger en slik tolkning på at usikkert grunnlag.

²⁰⁷ Se sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 54 om viktigheten av å forhindre en avskrekkende tolkning.

²⁰⁸ Bergþórsson (2018) s. 171-176.

²⁰⁹ Bergþórsson (2018) s. 176.

²¹⁰ Jf. MAR art. 7 nr. 4 om at: «information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments (...) shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions».

²¹¹ Lehmann og Kumpan (2019) s. 751.

²¹² HR-2019-1447-U (Funcom) premiss 25-26. Se nærmere om saksforholdet i punkt 2 ovenfor. Se punkt 9.3.2 om norsk gjennomføring av «false or misleading» og punkt 13 om «egnet til»-vilkåret.

²¹³ Bergþórsson (2018) s. 175.

En mer pragmatisk løsning med bedre rettskildemessig dekning, er å falle tilbake på rettsgodebeskyttelsen. Dette er i tråd med EU-domstolens og EFTA-domstolens tolkningsstil.²¹⁴ Altså slik at informasjon er kvalifisert villedende, dersom informasjonen skaper ineffisiens, til fortrenghet for konkurranse og effektivitet.²¹⁵ Den nærmere vurderingen for hvor terskelen går i konkrete tilfeller, vil kunne gjøres på bakgrunn av rettsgodebeskyttelsen og eksemplene i MAR art. 12 nr. 2 og i indikatorlistene.²¹⁶

En annen sak er at en «fornuftig investor-test» kan benyttes som veiledning for om informasjonen vil være villedende, med nokså høy grad av forutberegnelighet.²¹⁷ Likevel må det tas i betraktning at atferd kan være villedende for store deler av markedet som opptrer irrasjonelt.

Fortalen til MAR, som gjengitt ovenfor, inneholder et eksempel på atferd som kan anses som kvalifisert villedende informasjon.²¹⁸ Det fremgår av fortalen at utelatelse av enkelte materielle fakta ved spredning av informasjon, kan anses som kvalifisert villedende informasjon. Funcom-saken er et eksempel på slik utelatelse av informasjon.²¹⁹ I børsmeldingen ble det skapt inntrykk av at den avtroppende CEOen ikke hadde lov til å selge Funcom-aksjene sine før etter en viss tid, selv om dette ikke var realiteten. Funcoms CEO solgte aksjene sine etter han gikk av, og ble dømt for forsettlig medvirkning til markedsmanipulasjon på bakgrunn av børsmeldingen.

Konklusjonen er dermed at vilkåret «false or misleading» oppstiller et krav til *kvalifisert villedende informasjon*, i tillegg til en villedende effekt i markedet.

9.3 Vil inkorporeringen av «false or misleading» etter MAR art. 12 medføre endringer i norsk rett?

9.3.1 Innledning

Vphl. § 3-8 andre ledd implementerer «false or misleading»-vilkåret etter MAD med følgende ordlyd:

²¹⁴ Sak C-445/09 *IMC Securities* avsnitt 29 og E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 40.

²¹⁵ Se nærmere om rettsgodebeskyttelsen i punkt 3 ovenfor.

²¹⁶ MARs vedlegg I A og kommisjonsforordning EU/2016/522 vedlegg II.

²¹⁷ Slik Wasenden (2007) s. 456 og Lehmann og Kumpan (2019) hevder.

²¹⁸ MARs fortale avsnitt 47.

²¹⁹ LB-2017-153037-3 (Funcom). Anke til Høyesterett ikke tillatt fremmet jf. HR-2019-1447-U. Se nærmere om saksforholdet i punkt 2 ovenfor.

*«(...)falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter(...)».*²²⁰

Vilkåret gjelder etter verdipapirhandelloven både for ikke-verbal markedsmanipulasjon og verbal markedsmanipulasjon.²²¹ Medfører inkorporeringen av MAR art. 12 i norsk rett noen endringer for «villedende»-vilkåret?

Det må vurderes om «villedende»-vilkåret er gjennomført EØS-konformt i norsk rett. Ettersom innholdet i «false or misleading»-vilkåret ikke er endret fra MAD til MAR, vil det ikke inntre noen endringer med inkorporeringen av MAR, dersom vilkåret er gjennomført EØS-konformt i norsk rett.

Ordlyden «falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter» jf. vphl. § 3-8 andre ledd, er i tråd med ordlyden «false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments» etter MAD art. 1 nr. 2. Det kan altså ikke identifiseres noen motstrid mellom ordlyden i verdipapirhandelloven og MAD.

Er det noen motstrid mellom tolkningen av «falske, uriktige eller villedende signaler» etter verdipapirhandelloven og «false or misleading signals» etter MAD i andre rettskilder?

For spørsmålet om det er motstrid i tolkningen av «villedende»-vilkåret etter verdipapirhandelloven og «false or misleading»-vilkåret etter MAD er to avgjørelser i norsk rettspraksis interessant. Dette gjelder for det første HR-2019-1447-U (Funcom), som tilsynelatende oppstiller en «fornuftig investor»-test, og Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) som oppstiller en alminnelig rettsstridsreservasjon.²²² Først behandles HR-2019-1447-U (Funcom) og deretter Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen).

²²⁰ Vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 og nr. 3. MAD art. 1 nr. 2 (a) første strekpunkt og (c).

²²¹ Vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 og nr. 3.

²²² Det er også avgjørelser fra Høyesterett om forbudet mot kursmanipulasjon i tidligere vphl.1997 § 2-6. Ettersom denne bestemmelsen ikke implementerte MAD, er ikke disse avgjørelsene særlig relevant for tolkningen av markedsmanipulasjonsdefinisjonen verken etter MAR, MAD eller vphl. § 3-8. Det kan uansett ikke identifiseres uttalelser i disse avgjørelsene som strider med MAD art. 1 nr. 2.

9.3.2 HR-2019-1447-U (Funcom): En «fornuftig investor»-test for «villedende»-vilkåret i norsk rett?

HR-2019-1447-U (Funcom) gjaldt en tidligere CEO i Funcom, som i lagmannsretten var dømt for forsettlig medvirkning til markedsmanipulasjon, ved å medvirke til publiseringen av en villedende børsmelding.²²³

For Høyesteretts ankeutvalg anførte tiltalte at lagmannsretten i drøftelsen av om opplysningene hadde sendt «falske, uriktige eller villedende signaler», ikke stilte krav til opplysningens innhold, men kun til opplysningens virkninger.²²⁴ Anførselen går i essensen ut på at vilkåret «falske, uriktige eller villedende signaler» også inneholder et krav om kvalifisert villedende informasjon, og ikke kun et krav om en villedende effekt.

Høyesteretts ankeutvalg la til grunn at lagmannsretten hadde funnet det bevist «at opplysningene som ble gitt, faktisk var villedende», og kom til at domfellelsen bygget på riktig lovtolkning.²²⁵ Høyesteretts ankeutvalg var altså av den oppfatning at det var bevist at opplysningene var kvalifisert villedende i seg selv.

Etter min oppfatning tilslutter ankeutvalget seg et krav til kvalifisert villedende informasjon for «false or misleading»-vilkåret, i tråd med innholdet etter MAR. Det interessante er hva Høyesteretts ankeutvalg nærmere legger i kravet til villedende informasjon. Ankeutvalget uttaler:

«Lagmannsretten har i sin dom gjort rede for hva som ligger i «egnet til»-vilkåret:

*«Etter lovbestemmelsen må opplysningene være «egnet» til å gi **«falske, uriktige eller villedende signaler»** om finansielle instrumenter. Det innebærer et krav om at opplysningene kan gi uriktige oppfatninger eller forventninger om forhold som har kurspåvirkningspotensiale, **det vil si som den fornuftige investor sannsynligvis vil benytte som en del av sitt beslutningsgrunnlag**. Det kreves ikke at kursen faktisk blir påvirket.»*

²²³ Se nærmere om saksforholdet i punkt 2 ovenfor.

²²⁴ HR-2019-1447-U (Funcom) premiss 20.

²²⁵ HR-2019-1447-U (Funcom) premiss 21.

«Dette er uttrykk for riktig lovforståelse.(...)»²²⁶ (mine uthevinger)

Selv om ankeutvalget direkte taler om «egnet til»-vilkåret, retter uttalelsene om fornuftig investor-kravet seg samtidig til vilkåret «falske, uriktige eller villedende signaler». «Egnet til»-vilkåret kan anses som et vilkår om hvilken sannsynlighetsgrad som kreves for markedsmanipulasjon.²²⁷ Ankeutvalget er altså av den oppfatning at «villedende»-vilkåret inneholder et krav om at det må foreligge informasjon en fornuftig investor vil benytte som en del av beslutningsgrunnlaget sitt.

Verken Høyesteretts ankeutvalg eller Borgarting lagmannsrett utdyper hvor «fornuftig investor»-kriteriet kommer fra, eller hvorfor det skal gjelde for tolkningen av vphl. § 3-8. Dette er en klar svakhet i avgjørelsene. Som konkludert med ovenfor kan det vanskelig legges til grunn at det gjelder et «fornuftig investor»-krav for «false or misleading»-vilkåret etter MAR art. 12 nr. 1.²²⁸ Ingen kilder på EU/EØS-nivå tilsier at det gjelder et slikt «fornuftig investor»-krav. Dette gjelder også for «false or misleading»-vilkåret etter MAD art. 1 nr. 2.

Det avgjørende etter både MAD og MAR er hvorvidt informasjonen kan være skadelig for rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet. En slik formålsorientert tolkning er i tråd med EU-domstolens og EFTA-domstolens fremgangsmåte ved tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon.²²⁹

Innebærer dette at det er motstrid mellom innholdet i vphl. § 3-8 og MAD art. 1 nr. 2?

Som nevnt har avgjørelser fra Høyesteretts ankeutvalg prejudikatverdi i norsk rett, men markant lavere enn dommer fra Høyesterett har.²³⁰ MAD art. 1 nr. 2 har stor vekt for tolkningen av vphl. § 3-8, i henhold til tolkningsplikten om EØS-konformitet. Tatt i betraktning tausheten om hvor «fornuftig investor»-kravet kommer fra, og prejudikatverdien til en avgjørelse fra Høyesteretts ankeutvalg, kan ikke «fornuftig investor»-testen legges til grunn som gjeldende rett. Verken for vphl. § 3-8, MAD art. 1 nr. 2 eller MAR art. 12.

Etter dette må det ses bort fra uttalelsene i HR-2019-1447-U (Funcom) om et «fornuftig investor»-krav, også for tolkningen av vphl. § 3-8 etter norsk rett. Det avgjørende også etter

²²⁶ HR-2019-1447-U (Funcom) premiss 25-26.

²²⁷ Jf. formuleringen «sannsynligvis». Se nærmere om «egnet til»-vilkåret i punkt 13 nedenfor.

²²⁸ Se punkt 9.2.3 ovenfor.

²²⁹ Sak C-445/09 *IMC Securities* avsnitt 29 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 40.

²³⁰ Skoghøy (2018) s. 146.

vphl. § 3-8 må bli om informasjonen er kvalifisert villedende etter en vurdering av rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.

Konklusjonen er at det ikke er motstrid mellom vphl. § 3-8 og MAD art. 1 nr. 2 hva gjelder et «fornuftig investor»-krav.

9.3.3 Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen): Er den alminnelige

rettsstridsreservasjonen for markedsmanipulasjon EØS-konform?

Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) gjaldt to «day tradere» som utnyttet en svakhet i algoritmen til en aksjerobot operert av meglerhuset Timber Hill.²³¹ Aksjeroboten handlet i flere aksjer Oslo Børs. Algoritmen fungerte slik at robotens kjøps- og salgsordre automatisk ble høynet eller senket, i forhold til prisen på andre markedsdeltakeres kjøps- og salgsordre. Svakheten i algoritmen lå i at roboten høynet eller senket kjøps- og salgsordrene uavhengig av volumet på andre markedsdeltakeres ordre. Dermed kunne de tiltalte først kjøpe en relativt stor aksjepost av aksjeroboten, og deretter kjøpe noen få aksjer for en stadig høyere pris. Til slutt fikk de tiltalte solgt hele beholdningen til en betraktelig høyere pris.

«Day traderne» ble tiltalt for ikke-verbal markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 og nr. 2. Det interessante i denne sammenhengen er at Høyesterett frifant de tiltalte på grunnlag av den alminnelige rettsstridsreservasjonen.²³² Der EFTA-domstolen synes å tolke definisjonen på markedsmanipulasjon innskrenkende etter en formålsorientert tolkning, benytter Høyesterett den alminnelige rettsstridsreservasjonen. Bergþórsson (2018) hevder at Høyesterett derfor innførte et mildere forbud mot markedsmanipulasjon enn hva som kreves etter MAD.²³³ Er den alminnelige rettsstridsreservasjonen Høyesterett oppstiller i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) EØS-konform?

Først må det fastslås hva den alminnelige rettsstridsreservasjonen er, og om EØS-retten gir adgang til å operere med en alminnelig rettsstridsreservasjon for markedsmanipulasjonsforbudet. I tillegg må det vurderes om den alminnelige rettsstridsreservasjonen fører til en mildere regulering av markedsmanipulasjon i norsk rett enn MAD art. 1 nr. 2 krever. Det er verdt å merke seg at den alminnelige

²³¹ Se nærmere om saksforholdet i punkt 1.1 ovenfor.

²³² Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 76.

²³³ Bergþórsson (2018) s. 262 flg.

rettsstridsreservasjonen oppstilt av Høyesterett, synes å gjelde alle formene for markedsmanipulasjon.²³⁴

Hva er den alminnelige rettsstridsreservasjonen?

I norsk strafferett gjelder det en alminnelig ulovfestet rettsstridsreservasjon for alle straffebud. Dette kan også omtales som kravet til materiell rettsstrid.²³⁵ Rettsstridsreservasjonen innebærer en reservasjon for straff i enkelte tilfeller, selv om tilfellet faller inn under gjerningsbeskrivelsen i et straffebud. Med andre ord ligger det en latent mulighet for *innskrenkende tolkning* av alle straffebud, dersom handlingen *ikke rammer rettsgodebeskyttelsen* bak straffebudet.²³⁶ Det er denne rettsstridsreservasjonen Høyesterett viser til i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen).²³⁷

Overført til reguleringen av markedsmanipulasjon, innebærer dette at handlingens skade på rettsgodebeskyttelsen om informasjonssymmetri, effisiens, markedsintegritet og tillit, må vurderes. I Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) ble nettopp dette gjort. Hensynene som talte for at rettsstridsreservasjonen kom til anvendelse var blant annet at handlingene bidro til effisiens i markedet og handlingenes lave skadepotensial.²³⁸ Med andre ord foretas det i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) en vurdering av hvor skadelig de tiltaltes handlinger var for rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.

Innholdet i rettsstridsreservasjonen oppstilt i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen), er derfor meget likt innholdet i den formålsoverrettede vurderingen til EFTA-domstolen i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.²³⁹ Gir EØS-retten adgang til å benytte en slik rettsstridsreservasjon som fremgangsmåte for vurderingen?

På bakgrunn av EØS-avtalen og sakene E-9/97 (Sveinbjörnsdóttir) og E-4/01 (Karlsson), etablerte EFTA-domstolen i sak E-1/07 kravet om EØS-konform tolkning.²⁴⁰ EFTA-domstolen formulerer kravet slik:

²³⁴ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 69-70.

²³⁵ Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) kap. 8

²³⁶ Jf. for eksempel Ot.prp. nr. 8 (2007–2008) s. 21-22, Rt. 2000 s. 646 på s. 652, Rt. 2008 s. 1491 premiss 14-15, Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 59, HR-2019-1447-U (Funcom) premiss 30, Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 133 flg. og s. 195 flg. og Frøberg (2016) s. 83. Se punkt 3.1 om begrepet «rettsgodebeskyttelsen».

²³⁷ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 59, med videre henvisning til Andenæs (2004).

²³⁸ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 72 flg.

²³⁹ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 40.

²⁴⁰ Sak E-1/07 premiss 37 og 39.

*“(…) national courts are bound to interpret national law, and in particular legislative provisions specifically adopted to transpose EEA rules into national law, as far as possible in conformity with EEA law. Consequently, they must apply the interpretative methods recognised by national law as far as possible in order to achieve the result sought by the relevant EEA rule.” (min utheving)*²⁴¹

Dette er fulgt opp i flere saker for EFTA-domstolen.²⁴² Her oppstilles det en plikt for medlemsstatene til å tolke nasjonale rettskilder EØS-konformt. For å oppnå et EØS-konformt resultat, plikter altså medlemsstatene å anvende nasjonal juridisk metode «as far as possible», for å oppnå resultatet den aktuelle EØS-regelen tar sikte på å oppnå. Det er klart at den ulovfestede rettsstridsreservasjonen er en del av strafferettslige prinsipper i norsk rett, og dermed også en del av norsk strafferettslig metode.

Etter dette kan det legges til grunn at så lenge det reelle innholdet i vurderingen av «false or misleading»-vilkåret er det samme etter rettsstridsreservasjonen, som etter EØS-retten, er metoden EØS-konform. Å benytte den alminnelige rettsstridsreservasjonen for markedsmanipulasjon *som metode*, er dermed EØS-konformt.

Spørsmålet blir så om den alminnelige rettsstridsreservasjonen oppstilt av Høyesterett i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen), fører til at «villedende»-vilkåret forstås mildere enn «false or misleading»-vilkåret etter MAD art. 1 nr. 2.

Som nevnt ovenfor synes momentene i rettsstridsreservasjonen oppstilt av Høyesterett i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) å være meget lik momentene i EFTA-domstolens formålsorienterte vurdering i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*. Det avgjørende som trekkes frem i begge instansene er om handlingen er skadelig for rettsgodebeskyttelsen bak forbudet mot markedsmanipulasjon.²⁴³ Innholdet i rettsstridsreservasjonen synes dermed ikke å avvike fra EFTA-domstolens innskrenkende tolkning av markedsmanipulasjonsforbudet.²⁴⁴

Konklusjonen er at rettsstridsreservasjonen som oppstilles i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) er EØS-konform.

²⁴¹ Sak E-1/07 premiss 39.

²⁴² Sak E-28/13, sak E-6/13, sak E-7/13 og sak E-15/12.

²⁴³ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 69 flg. og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 40.

²⁴⁴ Brosveet (Lovdata) er også av denne oppfatning.

Det er likevel verdt å merke seg at den alminnelige rettsstridsreservasjonen sannsynligvis vil få mindre betydning etter EFTA-domstolens avgjørelse i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*. Antakelig vil det fremover legges større vekt på EFTA-domstolens innskrenkende formålsorienterte tolkning. Et eksempel på dette har allerede oppstått i Borgarting lagmannsretts dom i hovedsaken.²⁴⁵

Tatt i betraktning at markedsmanipulasjon vil kunne sanksjoneres både strafferettslig og administrativt etter MAR, vil en mindre aktiv bruk av rettsstridsreservasjonen styrke forutberegneligheten i tolkningen. Den ulovfestede rettsstridsreservasjonen gjelder kun på strafferettens område. EFTA-domstolens fremgangsmåte med en formålsorientert innskrenkende tolkning, vil derimot gjelde både i administrativ og strafferettslig kontekst. Det vil være positivt for forutberegneligheten om samme fremgangsmåte benyttes ved tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet både i straffesaker og administrative saker, slik at det sikres at momentene vurderes med samme fremgangsmåte.

9.4 Oppsummering, konklusjoner og refleksjoner

Vilkåret «false or misleading» oppstiller krav til: (i) en *vesentlig villedende effekt* i tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument og (ii) *kvalifisert villedende informasjon* om tilbud, etterspørsel eller pris på et finansielt instrument.

Den konkrete vurderingen av hva som er over terskelen må styres etter rettsgodebeskyttelsen bak forbudet mot markedsmanipulasjon. Videre kan markedsvilkårene for det aktuelle finansielle instrumentet og eksemplene i MAR art. 12 nr. 2 og indikatorlistene benyttes som momenter i den konkrete vurderingen.²⁴⁶

I litteraturen har det vært argumentert for at det kreves informasjon en fornuftig investor ville benyttet i en investeringsbeslutning. Det er imidlertid ikke tilstrekkelig rettskildemessig dekning for slik løsning. Hva som er kvalifisert villedende informasjon, må vurderes etter rettsgodebeskyttelsen i konkrete tilfeller.

Videre kan det påpekes at det objektive innholdet i «false or misleading» ikke er åpenbart ut fra forordningsteksten og rettspraksis. De vage og tvetydige begrepene svekker forutberegneligheten om hvilken atferd som faller inn under definisjonen. Etter min

²⁴⁵ LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G) s. 19.

²⁴⁶ MARs vedlegg I A og kommisjonsforordning EU/2016/522 Vedlegg II.

oppfatning ville forutberegneligheten vært styrket dersom kravene til (i) en vesentlig villedende effekt og (ii) kvalifisert villedende informasjon, gikk tydeligere frem av forordningsteksten.

I tillegg er det viktig å merke seg at det ikke er noen materielle endringer i «false or misleading»-vilkåret fra MAD til MAR. Følgelig vil det heller ikke inntre noen endringer i norsk rett med inkorporeringen av «false or misleading»-vilkåret jf. MAR art. 12.

10 Definisjon 2: Referanseindeksmanipulasjon

Etter MAR art. 12 nr. 1 (d) er referanseindeksmanipulasjon:

«transmitting false or misleading information or providing false or misleading inputs in relation to a benchmark where the person who made the transmission or provided the input knew or ought to have known that it was false or misleading, or any other behaviour which manipulates the calculation of a benchmark.»

(mine uthevinger)

Definisjonen av «benchmark» følger av MAR art. 3 nr. 1 (29). Bestemmelsen er ny med MAR og er en reaksjon på LIBOR-skandalen.²⁴⁷ Inkorporeringen av MAR vil føre til endringer i norsk rett på dette punkt, ved at manipulasjon av referanseindekser også vil omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon. Manipulasjon av NIBOR-renten vil for eksempel falle inn under markedsmanipulasjonsforbudet med inkorporeringen av MAR.

Etter min oppfatning er innholdet i vilkåret «manipulates» det samme som i «false or misleading». Derfor vil det ikke foretas noen inngående analyse av bestemmelsen om referanseindeksmanipulasjon.

Skyldkravet i MAR art. 12 nr. 1 (d) retter seg direkte mot «false or misleading» informasjon, og ikke enhver atferd som «manipulates» beregningen av en referanseindeks. Imidlertid tilsier ordlyden «or any other behaviour which manipulates (...)», at «false or misleading» innberegning er slik annen atferd som «manipulates» referanseindeksen. Ordlyden tilsier derfor at «manipulates» må tolkes i samsvar med «false or misleading». Hvis ikke ville «false or misleading»-alternativet blitt uten innhold; «manipulates»-alternativet ville da omfatte

²⁴⁷ Bergþórsson (2018) s. 76, Lehmann og Kumpan (2019) s. 752. Se punkt 2 ovenfor.

enhver atferd, også uten et krav om skyld. Derfor må hele bestemmelsen leses i sammenheng, slik at skyldkravet også gjelder for «manipulates»-alternativet.

Dermed legges det legges til grunn at innholdet i «false or misleading»-vilkåret som analysert ovenfor, også gjelder for MAR art. 12 nr. 1 (d).

11 Definisjon 3: «artificial» kurssikring

11.1 Innledning

Markedsmanipulasjon ved «artificial» kurssikring er en av kjernedefinisjonene av markedsmanipulasjon i MAR.²⁴⁸ Bestemmelsen er en videreføring av MAD.²⁴⁹ Denne delen av definisjonen kan omtales som markedsmanipulasjon ved *kunstig kurssikring*.

I sak C-445/09 *IMC Securities* – EU-domstolens hittil eneste dom om markedsmanipulasjon – er bestemmelsen etter MAD kort drøftet. Vilklårene er drøftet mer inngående av EFTA-domstolens i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.

Først vil det analyseres hvilke objektive krav ordlyden i forordningsteksten synes å oppstille. Hvorvidt ordlyden oppstiller subjektive krav drøftes nedenfor under punkt 16. På bakgrunn av sammenhengen i regelverket analyseres det så om kunstig kurssikring egentlig også omfattes av vilkåret «false or misleading». Til slutt vurderes det om inkorporeringen av MAR vil medføre endringer i norsk rett for denne formen for markedsmanipulasjon.

11.2 En rent effektorientert definisjon?

11.2.1 Forordningsteksten: Rent effektorientert

Ordlyden «secure, the price» retter seg kun mot pris, og ikke tilbud eller etterspørsel. «Secure» tilsier at kursen sikres på et nivå over en viss tid. I den svenske oversettelsen uttrykkes dette klarere: «låser, eller som kan förväntas **låsa fast** priset». Ordlyden «secure, the price (...) at an **abnormal or artificial level**» tilsier at kursen må sikres på et kunstig nivå.

Ordlyden «behaviour which» «**secure, the price (...) at an abnormal or artificial level**» er mer effekt-orientert enn ordlyden «behaviour which» «give, false or misleading signals **as to the**

²⁴⁸ MAR art. 12 nr. 1 (d) og MAR art. 12 nr. 1 (a) (ii).

²⁴⁹ MAD art. 1 nr. 2 (a) andre strekpunkt.

supply of, demand for, or price of, a financial instrument» (min utheving). Ordlyden retter seg direkte mot en kunstig *innvirkning* i kursen, og ikke atferdens informative signaler *om* kursen.

Ordlyden tilsier, i motsetning til «false or misleading»-vilkåret, at det *kun* kreves en villedende effekt i markedet. Slik jeg kommer tilbake til, tilsier derimot flere andre kilder at det også kreves kvalifisert villedende informasjon.

EU-domstolen og EFTA-domstolen har utdypet hvordan vilkårene nærmere skal forstås. Først analyseres sak C-445/09 *IMC Securities*, deretter sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.

11.2.2 Sak C-445/09 IMC Securities: Kursen må ikke fastlåses

Sak C-445/09 *IMC Securities* omhandlet finansselskapet IMC Securities BV (IMC) sin manipulasjon av kursen i det børsnoterte selskapet Wereldhave på Amsterdam-børsen.²⁵⁰ IMC handlet finansielle instrumenter for egen regning og risiko. Ved å analysere informasjon publisert av børsen i Amsterdam, fant IMC ut at banken ABN AMRO hadde plassert en «stop loss»-ordre på 5000 Wereldhave-aksjer til en triggerpris på EUR 77.75. I det aktuelle tidsrommet lå kursen mellom EUR 80.00-81.30. Dersom prisen på Wereldhave-aksjene skulle nå 77.75, ville banken i henhold til stop loss-ordren selge hele beholdningen til beste pris.

I to faser den 19. oktober 2005 manipulerte IMC Securities aksjekursen i Wereldhave ved å utnytte kjennskapen til stop loss-ordren. Først la IMC Securities inn en kjøpsordre på 10 000 Wereldhave-aksjer til en kurs på 73. Rundt to minutter senere var kursen på 80.40, og IMC Securities la inn en salgsordre på 10 000 Wereldhave-aksjer til 76.50. Denne ordren ble delvis gjennomført slik at kursen falt til 76.50, altså under triggerprisen til bankens stop loss-ordre på 77.75. Dermed ble stop loss-ordren aktivert som en salgsordre på 5000 Wereldhave-aksjer til beste tilgjengelige pris. I løpet av noen sekunder falt prisen videre ned til 73, som korresponderte med IMC Securities tidligere plasserte kjøpsordre, og IMC Securities fikk kjøpt nesten hele bankens beholdning til EUR 73. I løpet av minutter ble kursen igjen stabilisert på rundt 80, og IMC Securities fikk solgt beholdningen med en profitt på rundt 10%.

I forbindelse med den påfølgende markedsmanipulasjonssaken i Nederland, ble EU-domstolen stilt spørsmål ved om «secure»-vilkåret krever kurssikring over en viss tid.²⁵¹

²⁵⁰ Fremstillingen av saksforholdet er basert på fremstillingen i sak C-445/09 (*IMC Securities*) avsnitt 9 flg.

²⁵¹ Sak C-445/09 *IMC Securities* avsnitt 21.

Under henvisning til blant annet den engelske og svenske oversettelsen av «secure»-vilkåret kom EU-domstolen til at ordlyden *ikke* krever kurssikring over en viss periode. EU-domstolen uttalte at det er tilstrekkelig om transaksjonen «has led to the setting of the price» på et kunstig nivå.²⁵²

Etter min oppfatning er EU-domstolens ordlydsfortolkning forhastet. Det er ikke åpenbart at ordlyden «secure» og «låser fast» tilsier at det *ikke* kreves kurssikring over en viss periode. Er noe sikret eller fastlåst dersom det ikke forblir på ett punkt over en viss periode? Annet enn å henvise til ordlydene i de forskjellige oversettelsene, begrunner ikke EU-domstolen den kategoriske ordlydsfortolkningen. Etter min oppfatning tilsier ordlyden derimot at det kreves kurssikring over en viss periode.²⁵³

EU-domstolens bruk av formålet til MAD gir en bedre forklaring på domstolens konklusjon. EU-domstolen viser til uttalelsene i MADs fortale om beskyttelse av markedsintegritet og investorenes tillit til markedene. Domstolen hevder at tillitten til markedet avhenger av at investorene beskyttes mot kursmanipulasjon og misbruk av innsideinformasjon.²⁵⁴ EU-domstolen hevder at disse formålene ville blitt undergravd dersom IMC Securities atferd ikke skulle anses å oppfylle vilkårene om prissikring, kun på grunnlag av at det ble foretatt én enkelt transaksjon, uten at prisen ble sikret for mer enn en viss periode.²⁵⁵

Rettsgodebeskyttelsen om effektivitet ble altså tillagt stor vekt ved tolkningen av vilkåret.

Etter dette er det klart at vilkåret «secures» *ikke* krever prissikring over en viss tid. Én enkelttransaksjon kan også være tilstrekkelig. Selv om EU-domstolens tolkning har noen svakheter, har avgjørelser fra EU-domstolen sterk prejudikatverdi. Avgjørelsen må dermed legges til grunn som gjeldende rett. Resultatet følges også opp av EFTA-domstolen i sak E-5/19 Økokrim mot F og G.²⁵⁶

Generelt kan det også utledes fra sak C-445/09 (IMC Securities) at forbudet mot markedsmanipulasjon må tolkes i tråd med rettsgodebeskyttelsen.

²⁵² Sak C-445/09 *IMC Securities* avsnitt 26.

²⁵³ I Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) avsnitt 44 gir også Høyesterett uttrykk for ordlyden trekker i denne retning.

²⁵⁴ Sak C-445/09 *IMC Securities* avsnitt 27-28. MADs fortale avsnitt 2, 12 og 15.

²⁵⁵ Sak C-445/09 *IMC Securities* avsnitt 29.

²⁵⁶ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 69.

11.2.3 Sak E-5/19 Økokrim mot F og G: Et krav til en effekt i kursen

EFTA-domstolens avgjørelse I sak E-5/19 Økokrim mot F og G kommer EFTA-domstolen med flere prinsipielle uttalelser om «artificial» kurssikring. Domsotlen påpeker at verken MAD eller gjennomføringsdirektiver inneholder nærmere definisjoner eller veiledninger om begrepene «abnormal», «artificial» eller «secure».²⁵⁷

Under vurderingen av hvorvidt kursnivået som etableres ved én enkelttransaksjon eller transaksjoner som følge av direkte forhandlinger, er «abnormal or artificial», uttaler EFTA-domstolen at:

*«Kursen ville blitt **sikret** etter direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a andre strekpunkt hvis prisen på en transaksjon, som salgstransaksjonen i den foreliggende sak, har en **avgjørende betydning for den pris som avtales i påfølgende transaksjoner, som kjøpstransaksjonen i dette tilfelle**» (min uthevning).*²⁵⁸

Denne uttalelsen retter seg mot vilkåret «secure». Altså slik at en handling «secures the price» dersom handlingen har *avgjørende betydning* for prisen som avtales i senere transaksjoner.

EFTA-domstolen hevder derfor at det ikke er mulig å konkludere med kurssikring uten å ha påvist kursnivået.²⁵⁹ For å avgjøre om en handling har hatt avgjørende betydning for kursen i senere transaksjoner, må kursnivået før og etter handlingen kunne påvises. Slik EFTA-domstolen også påpeker, kan det være vanskelig å påvise om kursen er sikret på et kunstig nivå i forbindelse med én enkelt forhandlingsbasert transaksjon.²⁶⁰ Hovedsaken dreide nettopp om manipulasjon av selskapsobligasjoner. Selskapsobligasjoner handles direkte mellom partene gjennom obligasjonsmeglere, og ikke på børs. Obligasjonene var ikke spesielt likvide, slik at det var vanskelig å fastslå den fortløpende kursen på obligasjonene.

For at en transaksjon skal «secure» prisen, kreves det etter dette at transaksjonen har *avgjørende betydning* for prisen i påfølgende transaksjoner. Kriteriet er altså effektorientert, etter en transaksjons effekt for kursen i senere transaksjoner.

²⁵⁷ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 64

²⁵⁸ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 70

²⁵⁹ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 67.

²⁶⁰ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 65.

Hva kreves for at prisen skal være sikret på et «abnormal» eller «artificial» nivå?

For vurderingen av «abnormal» og «artificial» uttaler EFTA-domstolen at det må tas hensyn til MADs formål om markedsintegritet og tillit.²⁶¹ På lik linje med vurderingen av «misleading», er dermed kun handlinger som truer formålet med MAD til en *vesentlig* grad «abnormal» eller «artificial». EFTA-domstolen viser også til at flere av eksemplene i gjennomføringsdirektivet ikke bare forutsetter at det har skjedd en kursendring, men at kursendringen også må være *vesentlig*.²⁶²

Etter dette innebærer kurssikring på et «artificial» nivå, at det må skje en *vesentlig kursendring*. For at atferd skal anses å kunstig sikre kursen, kreves det altså at transaksjonen har *avgjørende betydning* for en *vesentlig kursendring* i påfølgende transaksjoner.

Videre kommer EFTA-domstolen med flere momenter som kan anvendes i den konkrete vurderingen: det aktuelle markedets og det aktuelle finansielle instrumentets art, type og grad av likviditet, samt hvilken informasjon som er tilgjengelig og hvilke metoder som brukes for å informere om transaksjoner.²⁶³ I tillegg trekkes eksempellisten og indikatorlisten frem.²⁶⁴ Tilnærmingen er altså den samme som for vurderingen av «misleading».

Vedrørende hovedsaken uttaler EFTA-domstolen at relevante objektive faktorer er sammenligning av kursen med tidligere meldte kurser, endringer i handels- og markedsforhold knyttet til markedet og obligasjonen og utstederen av obligasjonen.²⁶⁵ For å gjøre en slik sammenligning fremholdes det at det vil være relevant med en kursanalyse utført før transaksjonen ble gjennomført, med en beskrivelse av kursforventninger ut fra forskjellige situasjoner i markedet.²⁶⁶

Etter EFTA-domstolens avgjørelse oppstiller vilkåret «secure the price , (...) at an abnormal or artificial level» et krav om at transaksjonen har *avgjørende betydning* for en *vesentlig kursendring* i påfølgende transaksjoner. Med andre ord oppstilles det krav til transaksjonens avgjørende og vesentlige *effekt* i kursen. Den konkrete vurderingen må så baseres på rettsgodebeskyttelsen og forholdene i det aktuelle markedet og finansielle instrumentet.

²⁶¹ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 69.

²⁶² Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 74.

²⁶³ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 72

²⁶⁴ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 71-72.

²⁶⁵ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 74

²⁶⁶ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 74

I likhet med markedsmanipulasjon som er «false or misleading» oppstilles det altså et krav til en effekt i prismekanismene. Kan det også oppstilles et krav om kvalifisert villedende informasjon for kunstig kurssikring?

11.2.4 Kreves det kvalifisert villedende informasjon?

Som nevnt ovenfor tilsier ordlyden «secure the price , (...) at an abnormal or artificial level» isolert sett at det kun kreves en *effekt* i kursen.

Ut fra ordlyden og sammenhengen i forordningsteksten er det likevel flere argumenter som tilsier at det også gjelder et krav til kvalifisert villedende informasjon. Skyldkravet i MAR art. 12 nr. 1 (c) har følgende ordlyd:

*«secures, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments (...) at an abnormal or **artificial level** (...) where the person who made the dissemination **knew, or ought to have known, that the information was false or misleading**».*

For at spredning av informasjon skal utgjøre verbal kurssikring, kreves det altså at kommunikatoren visste eller burde ha visst at den spredte *informasjonen* var «false or misleading». Dette tilsier at vilkåret om «artificial» kurssikring må tolkes i samsvar med «false or misleading»-vilkåret. Sammenhengen i regelverket tilsier derfor at det må oppstilles et krav om kvalifisert villedende informasjon også for verbal kurssikring etter MAR art. 12 nr. 1 (c).²⁶⁷

Det er uklart om kravet til kvalifisert villedende informasjon også kan oppstilles for ikke-verbal kurssikring etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii). Vilkårene for kunstig kurssikring er formulert på samme måte i hele definisjonen av markedsmanipulasjon. Vilkårene er også rettet mot det samme i hele definisjonen, nemlig prismekanismene til finansielle instrumenter. Sammenhengen i regelverket trekker derfor i retning av at kravet til kvalifisert villedende informasjon gjelder for kunstig kurssikring i hele definisjonen. At forordningsteksten i MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) er rent effektorientert tilsier derimot at det ikke kan oppstilles et slikt krav.

Konklusjonen blir at det må oppstilles et krav til kvalifisert villedende informasjon for verbal kurssikring jf. MAR art. 12 nr. 1 (c). Manipulasjon ved verbal kurssikring krever dermed at atferden har (i) *avgjørende betydning* for en *vesentlig kursendring* i påfølgende transaksjoner,

²⁶⁷ Bergþórsson (2018) s. 100-101 tolker også bestemmelsen slik.

og at atferden inneholder (ii) kvalifisert villedende informasjon. Hvorvidt et slikt krav også kan oppstilles for ikke-verbal kurssikring etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) er uklart. Her skiller definisjonen seg fra «false or misleading» markedsmanipulasjon.

11.3 Forholdet mellom markedsmanipulasjon ved «artificial» kurssikring og «false or misleading»-atferd

Ovenfor er det lagt til grunn at én forskjell mellom «false or misleading»-manipulasjon og manipulasjon ved kunstig kurssikring, er klarheten om hvorvidt ikke-verbal kurssikring jf. MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) er rent effektorientert, i motsetning til resten av definisjonen. Kan det trekkes noen nærmere grenser for hva som skiller disse definisjonene?

Som nevnt ovenfor tilsier kilder fra CESR og ESMA om indikatorene på markedsmanipulasjon at definisjonen om kunstig kurssikring var ment å omfatte reelle transaksjoner, mens bestemmelsen om «false or misleading» atferd var ment å ramme fiktive transaksjoner.²⁶⁸ Dette kommer imidlertid ikke til uttrykk i indikatorlisten for markedsmanipulasjon. Indikatorlisten retter seg mot: «(...) false or misleading signals **and** to price securing» (min utheving).²⁶⁹ I indikatorlisten skilles det ikke mellom indikatorer for «false or misleading» markedsmanipulasjon og manipulasjon ved kunstig kurssikring. Indikatorlisten og sammenhengen i regelverket trekker dermed i retning av at vilkåret om «artificial» kurssikring ikke har et annet innhold enn «false or misleading»-vilkåret.²⁷⁰ I tillegg har EFTA-domstolen slått fast at reelle transaksjoner også omfattes av «false or misleading»-alternativet.²⁷¹

Kan det identifiseres noen forskjeller i innholdet av vurderingen av verbal kurssikring og «false or misleading»-manipulasjon?

Vilkåret om verbal kurssikring oppstiller et krav om at atferden har (i) *avgjørende betydning* for en *vesentlig kursendring* i påfølgende transaksjoner, og at atferden inneholder (ii) *kvalifisert villedende informasjon*. «False or misleading»-vilkåret oppstiller krav til: (i) en *vesentlig villedende effekt* i markedet og (ii) *kvalifisert villedende informasjon*.

²⁶⁸ CESR/04-505b s. 10-12 og ESMA/2013/1649 s. 101-102. Se punkt 9.2.2 ovenfor.

²⁶⁹ MAR art. 12 nr. 3 og MAR Annex I A.

²⁷⁰ Bergþórsson (2018) s. 111 trekker også denne konklusjonen ut av indikatorlisten.

²⁷¹ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 52.

Kravet (ii) om kvalifisert villedende informasjon er altså likt for begge definisjonene. Er det noen forskjell på atferd av (i) avgjørende betydning for påfølgende vesentlig kursendring og (i) en vesentlig villedende effekt?

Som nevnt ovenfor kan kravet om en vesentlig kursendring anses å være et krav om en effekt i markedet. Nettopp en effekt om at kursen endres vesentlig i påfølgende transaksjoner. Begge vurderingene omhandler altså en effekt i markedet. Forskjellen er at kravet om en vesentlig villedende effekt er mer generelt formulert. Altså fremstår det som om en transaksjon av avgjørende betydning for en påfølgende vesentlig kursendring («artificial» kurssikring), er et *eksempel* på en vesentlig villedende effekt i prismetanismene («false or misleading»-manipulasjon).

Rettsgodebeskyttelsen er sentral i begge vurderingene. I tillegg skal begge vurderingene foretas med utgangspunkt i markedsvilkårene for det aktuelle markedet og det aktuelle finansielle instrumentet. Flere av de konkrete momentene EFTA-domstolen oppstiller er også lignende for begge vurderingene.

At definisjonen i det hele tatt skiller mellom disse formene for markedsmanipulasjon tilsier derimot at den er ment å omfatte forskjellige former for markedsmanipulasjon. Det faktum at EU-domstolen og EFTA-domstolen behandler vilkårene separert tilsier også at de har forskjellig innhold. Spørsmålet har likevel ikke vært behandlet eksplisitt i rettspraksis, og det er en svakhet med avgjørelsene at forholdet mellom de ulike alternativene i definisjonen av markedsmanipulasjon ikke kommenteres.

Dersom ikke-verbal markedsmanipulasjon jf. MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) ikke oppstiller et krav til kvalifisert villedende informasjon, vil denne delen av definisjonen ha lavest beskyttelsesnivå for tiltalte i en markedsmanipulasjonssak. I så fall kreves det kun «any other behaviour» som kan gi en vesentlig villedende effekt i markedet. Det er uklart hvorfor denne delen av definisjonen skulle oppstille mildere krav for markedsmanipulasjon enn resten av definisjonen. De ulike definisjonene i MAR art. 12 overlapper også i ordlyd. Ettersom kildene ikke oppstiller noen klar grense om hvilken atferd som faller inn under hvilken del av definisjonen, oppstår problemstillingen om hvor langt definisjonen i MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) omfatter atferd som også faller inn under andre deler av definisjonen.

At definisjonene overlapper fremholdes også i juridisk litteratur.²⁷² Lau Hansen (2018) er av den oppfatning at det ikke eksisterer noen «egentlig definition», men kun en rekke eksempler og indikasjoner.²⁷³ Uansett hvordan man omtaler definisjonen av markedsmanipulasjon, synes innholdet i «false or misleading»-vilkåret også å omfatte kunstig kurssikring.

Konklusjonen er at definisjonene i stor grad overlapper. Det fremstår som uklart om det er atferd som omfattes av kun deler av definisjonene. Dette er uheldig for forutberegneligheten i definisjonen.

11.4 Endres norsk rett med inkorporeringen av MAR?

Vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 implementerer vilkårene for kunstig kurssikring etter MAD art. 1 (a) andre strekpunkt:

«transaksjoner eller handelsordre (...) som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå»

Vilkårene har blitt drøftet i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen).²⁷⁴ Høyesterett la til grunn at en «normal» kurs må anses å være en av alminnelig tilbuds- og etterspørselseffekt. For at en kurs skal anses som kunstig, kom Høyesterett til at kursen måtte være et resultat av andre faktorer.²⁷⁵ Høyesterett la også til grunn at kursen ikke behøver å sikres over en viss tid, under henvisning til sak C-445/09 *IMC Securities*.²⁷⁶

Høyesteretts uttalelser er i tråd med innholdet i vilkåret om kunstig kurssikring i henhold til MAD og MAR. Norsk rett vil dermed ikke endres for manipulasjon ved kunstig kurssikring med inkorporeringen av MAR. EFTA-domstolens uttalelser i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* kan nå anses å supplere rettstilstanden etter Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) for tolkningen av vphl. § 3-8.

11.5 Oppsummering og konklusjon

Verbal kurssikring etter MAR art. 12 nr. 1 (c) oppstiller krav om at informasjonen har (i) *avgjørende betydning* for en *vesentlig kursendring* i påfølgende transaksjoner, og at atferden

²⁷² Bergbórsson (2018) s. 97-112 og 294 er av den oppfatning at definisjonene har samme innhold. Lehmann og Kumpan (2019) s. 734 påpeker at definisjonene «largely overlap».

²⁷³ Lau Hansen (2018) s. 207.

²⁷⁴ Se nærmere om saksforholdet i punkt 1.1.

²⁷⁵ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 43.

²⁷⁶ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 44-45.

inneholder (ii) kvalifisert villedende informasjon. Hvorvidt kravet til kvalifisert villedende informasjon også gjelder for ikke-verbal kurssikring etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) er uklart.

Den konkrete vurderingen må baseres på rettsgodebeskyttelsen bak markedsmåipulasjonsforbudet. Flere objektive momenter er av betydning, som eksempellisten og indikatorlistene.

Forholdet mellom «false or misleading» markedsmåipulasjon og markedsmåipulasjon ved kunstig kurssikring er uklart. Etter min oppfatning er dette uheldig for forutberegneligheten i definisjonen.

12 Definisjon 4: «deception or contrivance»

12.1 Innledning

Manipulasjon ved «deception or contrivance» er en av kjernedefinisjonene av markedsmåipulasjon i MAR.²⁷⁷ Bestemmelsen er en videreføring av MAD art. 1 nr. 2 (b).

Denne delen av definisjonen har ikke vært drøftet i rettspraksis på EU/EØS-nivå. I norsk rett er bestemmelsen drøftet i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen).

Først analyseres hvilke objektive krav forordningsteksten oppstiller. De subjektive sidene av ordlyden drøftes nedenfor under punkt 16. Deretter drøftes «deception or contrivance»-definisjonens forhold til «false or misleading»-definisjonen. Til slutt vurderes det om norsk rett endres med inkorporeringen av MAR.

12.2 Forordningsteksten: Både krav til en villedende effekt og kvalifisert villedende informasjon?

Etter MAR art. 12 nr. 1 (b) omfattes følgende atferd: «(...) behaviour which affects or is likely to **affect the price** of one or several financial instruments (...) which employs a **fictitious device** or **any other form of deception or contrivance**» (mine uthevinger).

Ordlyden i den danske oversettelsen er: «(...) adfærd, der påvirker eller antages at **påvirke kursen** på et eller flere finansielle instrumenter (...) i forbindelse med hvilken der benyttes **fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund**» (mine uthevinger).

²⁷⁷ MAR art. 12 nr. 1 (b).

Den svenske oversettelsen er formulert slik: «(...) beteende som påvirker eller kan förväntas **påverka priset** på ett eller flera finansiella instrument (...) där **falska förespeglingar** eller **andra slag av vilseledande eller manipulationer utnyttjas**». (mine uthevinger).

For det første tilsier ordlyden at det kreves en *effekt i prisen* på finansielle instrumenter. I likhet med manipulasjon ved kunstig kurssikring retter bestemmelsen seg kun mot en effekt i prisen på finansielle instrumenter.

I henhold til ordlyden er det ikke tilstrekkelig at prisen kun påvirkes. Prisen må påvirkes gjennom atferd «*which employs (...) deception or contrivance*» / «hvilket der *benyttes (...)* bedrag». Ordlyden tilsier altså at det kreves atferd med *bedragersk informasjon*. Dette kan anses som en form for kvalifisert villedende informasjon.

Etter dette trekker ordlyden i retning av at det på lik linje med «false or misleading»-definisjonen, kan oppstilles krav om (i) en effekt i prismekanismene og (ii) kvalifisert villedende informasjon. Hva er definisjonens forhold til markedsmanipulasjon ved villedende atferd?

12.3 Forholdet mellom «contrivance or deception»-manipulasjon og manipulasjon ved «false or misleading»-atferd

Bestemmelsen om «contrivance or deception»-manipulasjon er omtalt som en «sekkebestemmelse» for markedsmanipulasjon som ikke faller inn under resten av definisjonen.²⁷⁸ Ettersom ordlyden «false or misleading» er svært vid, er det grunn til å spørre om en slik «sekkebestemmelse» vil ha noe selvstendig innhold. Den vide ordlyden i vilkåret «false or misleading signals» tilsier at også atferd som påvirker kursen ved «deception or contrivance» er omfattet.

Bergþórsson (2018) er av den oppfatning at bestemmelsen om «deception or contrivance» egentlig er et eksempel på en form for villedende informasjon. Lehman og Kumpan (2019) uttaler at «the overlap (...) is large» med definisjonen i MAR art. 12 nr. 1 (a).²⁷⁹

²⁷⁸ Jf. Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 51: «fleksibel sekkebestemmelse», Veil (2017) s. 240: «catch-all clause for all market manipulations» og Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 608: «opsamlingsbestemmelse».

²⁷⁹ Bergþórsson (2018) s. 96 og Lehmann og Kumpan (2019) s. 747.

Hvorvidt «deception or contrivance»-definisjonen har selvstendig innhold har vært diskutert i norsk rettspraksis og litteratur, vedrørende vphl. § 3-8 og den tilsvarende definisjonen etter MAD art. 1 nr. 2 (b). Selv om nasjonal rettspraksis og litteratur har begrenset vekt for tolkningen av MAD/MAR, gir diskusjonen et inntrykk av hvilken atferd som kun rammes av «deception or contrivance»-alternativet.²⁸⁰ Det er verdt å merke seg at MAD kun rammet «**transactions or orders to trade** which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance» (min utheving).²⁸¹

I Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) uttaler Høyesterett om den norske oversettelsen:

*«(...) Men for at nr. 1 skal få selvstendig betydning er det naturlig å forstå bestemmelsene slik at nr. 1 rammer tilfeller hvor det **bare er transaksjoner eller handelsordre** som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler, mens nr. 2 rammer **alle andre tilfeller som faller inn under ordlyden, blant annet der hvor transaksjoner og handelsordre kommer i kombinasjon med annen villedende adferd.**»²⁸² (mine uthevinger)*

Vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 implementerer «false or misleading»-manipulasjon, mens vphl. § 3-8 andre ledd nr. 2 implementerer manipulasjon ved «deception or contrivance». Etter Høyesteretts oppfatning, ville altså «false or misleading»-manipulasjon måtte tolkes til kun å omfatte manipulasjon i forbindelse med transaksjoner eller handelsordre, for å ha selvstendig betydning ved siden av «deception or contrivance»-manipulasjon. Bergo (2014) hevder omvendt at regelen i vphl. § 3-8 nr. 2 er overflødig ved siden av nr. 1.²⁸³ Wasenden (2007) uttaler at: «Poenget må her være at det ikke er selve transaksjonen eller handelsordren som er manipulativ, men atferden i tilknytning til den. Denne atferden vil imidlertid typisk være forbudt etter nr. 3.»²⁸⁴

Slik Høyesterett og norsk juridisk litteratur tolker bestemmelsene, har altså (den norske oversettelsen av) «deception or contrivance»-manipulasjon *kun* selvstendig betydning ved også å omfatte atferd som ikke skjer i forbindelse med transaksjoner og handelsordre.

²⁸⁰ Vphl. § 3-8 andre ledd nr. 2.

²⁸¹ MAD art. 1 nr. 2 (b).

²⁸² Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 53.

²⁸³ Bergo (2014) s. 310.

²⁸⁴ Wasenden (2007) s. 477-478.

Diskusjonen retter seg altså mot det denne masteravhandlingen omtaler som «inngangskriteriene» for markedsmanipulasjon.²⁸⁵

Etter at «any behaviour» ble tilført i inngangskriteriene for markedsmanipulasjon etter MAR art. 12, er det klart at også annen atferd enn transaksjoner og handelsordre vil omfattes av «false or misleading»-definisjonen.²⁸⁶ Muligheten som ble påpekt i den norske diskusjonen for at «deception or contrivance»-manipulasjon kunne ha selvstendig betydning, gjør seg derfor ikke gjeldende med MAR.

Etter dette fremstår det som atferd som utgjør markedsmanipulasjon ved «deception or contrivance» også faller inn under «false or misleading»-vilkåret. Slik Veil (2017) påpeker vil det vage inngangskriteriet «any other behaviour» føre til svekket forutberegnelighet i reguleringen av markedsmanipulasjon.²⁸⁷ Betydningen av definisjonen i MAR art. 12 nr. 1 (b) fremstår som et eksempel på et uheldig utslag av det nye inngangskriteriet. Definisjonen i MAR art. 12 nr. 1 (b) fremstår som en sekkebestemmelse som har utspilt sin rolle.

12.4 Endres norsk rett med inkorporeringen av MAR?

Vphl. § 3-8 andre ledd nr. 2 gjennomfører «deception or contrivance»-definisjonen etter MAD art. 1 nr. 2 (b), med følgende ordlyd:

«transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villledende atferd»

Ordlyden er altså ikke direkte oversatt etter formuleringen i MAD. Den norske oversettelsen har en mindre subjektiv ordlyd enn ordlyden «deception or contrivance» etter MAD art. 1 nr. 2 (b). Bergo (2014) påpeker at den norske bestemmelsen er en «upresis» oversettelse av MAD.²⁸⁸ Bestemmelsen må uansett tolkes i samsvar med ordlyden i MAD.²⁸⁹

Vil det inntre noen endringer i norsk rett for denne delen av definisjonen av markedsmanipulasjon med inkorporeringen av MAR?

Slik påpekt ovenfor, har den norske diskusjonen om innholdet i vphl. § 3-8 andre ledd nr. 2 handlet om hvilken type atferd som omfattes. Altså slik at bestemmelsen hadde selvstendig

²⁸⁵ Se punkt 8 ovenfor.

²⁸⁶ Se punkt 8.3 ovenfor.

²⁸⁷ Veil (2017) s. 232.

²⁸⁸ Bergo (2014) s. 310.

²⁸⁹ Wasenden (2007) s. 443 uttaler at ordlyden i MAD gir bedre veiledning.

innhold fordi vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 kun omfatter atferd i forbindelse med handelsordre/transaksjoner, mens nr. 2 også omfatter annen atferd. Som konkludert med ovenfor kan de nye inngangskriteriene for markedsmanipulasjon etter MAR ha ført til at «deception or contrivance»-definisjonen ikke har selvstendig innhold. Hvorvidt den gjeldende bestemmelsen har selvstendig innhold har vært diskutert.²⁹⁰ Selvstendigheten i bestemmelsen vil uthules betraktelig mer med inkorporeringen av MAR.

Konklusjonen blir at inkorporeringen av inngangskriteriene i MAR fører til at bestemmelsen om markedsmanipulasjon ved «deception or contrivance», fremstår som overflødig ved siden av «false or misleading»-vilkåret.

13 «Likely»: Et krav til sannsynlighetsgraden?

13.1 Innledning

At markedsmanipulasjon må være «likely» er et gjennomgående vilkår i MAR art. 12. Det kreves at atferden «gives, or is likely to give, false or misleading signals»²⁹¹, «secures, or is likely to secure, the price»²⁹² eller «affects or is likely to affect the price»²⁹³. Det må altså være «likely» at atferden inneholder kvalifisert villedende informasjon, og får en vesentlig villedende effekt i prismetanismene. Det er kun referanseindeksmanipulasjon som ikke oppstiller et «likely»-krav. Etter MAR art. 12 nr. 1 (d) må referanseindeksen faktisk manipuleres.

Ordlyden «likely» tilsier at må være sannsynlig at atferden er tilstrekkelig villedende. Ut fra ordlyden kan det utledes at det ikke faktisk kreves manipulasjon, det kreves kun at manipulasjon er «likely» på grunnlag av atferden. Hvor går terskelen for hva som er «likely»?

Først vurderes innholdet i «likely» etter MAR. Deretter vurderes det om inkorporeringen av «likely» jf. MAR art. 12 vil føre til endringer i norsk rett.

13.2 Forordningsteksten: Et krav til sannsynlighetsovervekt?

Ordlyden «likely» tilsier at manipulasjon må være *sannsynlig*. Den danske og svenske oversettelsen av vilkåret er «antages at give» og «kan förväntas ge». På tysk er ordlyden «gibt

²⁹⁰ Wasenden (2007) s. 477-478 og Bergo (2014) s. 310.

²⁹¹ MAR art. 12 nr. 1 (a) (i) og MAR art. 12 nr. 1 (c).

²⁹² MAR art. 12 nr. 1 (a) (ii) og MAR art. 12 nr. 1 (c).

²⁹³ MAR art. 12 nr. 1 (b).

oder bei der dies wahrscheinlich ist» som betyr sannsynlig. På fransk er ordlyden «*donne ou est susceptible de donner*», som betyr sannsynligvis.

Samlet sett tilsier ordlyden etter min oppfatning at det må foreligge *sannsynlighetsovervekt*. Dette fremgår klart av den svenske og danske oversettelsen. En omstendighet som kan forventes eller antas å inntreffe, vil normalt være en omstendighet det er større sannsynlighet for at skal inntreffe, enn ikke. Flere i litteraturen anser også ordlyden «*likely*» å oppstille et krav til sannsynlighetsovervekt.²⁹⁴ Bergþórsson (2018) hevder at ingen kilder på EU-nivå presiserer hvilken sannsynlighetsgrad som kreves, slik at dette må avgjøres konkret i de enkelte sakene.²⁹⁵ Finnes det noen veiledning i rettspraksis for innholdet i «*likely*»-kravet?

Verken EFTA-domstolen eller EU-domstolen ble i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* og sak C-445/09 *IMC Securities* forelagt direkte spørsmål om forståelsen av «*likely*». Fokuset på en formålsorientert tolkning av forbudet mot markedsmanipulasjon trekker likevel i retning av at dette også har betydning for tolkningen av «*likely*».

EFTA-domstolen uttaler at forbudet mot markedsmanipulasjon ikke rammer handlinger som påvirker markedet i uvesentlig grad.²⁹⁶ Standpunktet tilsier at handlinger som medfører en *uvesentlig sannsynlighet* for å påvirke markedet, heller ikke omfattes. Det fremstår som fornuftig at markedsmanipulasjonsforbudet kun rammer handlinger som med en viss sannsynlighet kan skade rettsgodebeskyttelsen.

Etter min oppfatning er det tvilsomt at et forbud mot å foreta handlinger som mest sannsynlig *ikke* vil være skadelig for informasjonssymmetri og effisiens, vil styrke vernet, selv om det fortsatt eksisterer en sannsynlighet for at disse interessene skades. Effektiviteten i kapitalmarkedene avhenger av at investorene ikke avskrekkes fra å delta i markedet.²⁹⁷ Hvis markedsdeltakerne må forholde seg til at forbudet mot markedsmanipulasjon rammer transaksjoner som kan være villedende til en liten sannsynlighetsgrad, vil det kunne gi en avskrekkende effekt for deltakerne i markedet. Et tydelig krav om at det kreves sannsynlighetsovervekt for manipulasjon vil derimot kunne styrke forutberegneligheten og investeringsvilligheten.

²⁹⁴ Axelsen (2007) s. 196, Wasenden (2007) s. 441 og 458, Bergo (2014) s. 308 og Michaelsen (Rettsdata) er av den oppfatning at ordlyden «*likely to give*» oppstiller et krav til sannsynlighetsovervekt.

²⁹⁵ Bergþórsson (2018) s. 246 flg.

²⁹⁶ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 40.

²⁹⁷ Slik EFTA-domstolen påpeker i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 54.

Hvilken sannsynlighetsgrad ordlyden «likely» innebærer er etter dette uklart. Det kan likevel legges til grunn at atferd som faktisk er villedende og får en villedende effekt i markedet omfattes, og at atferd som med uvesentlig sannsynlighetsgrad er manipulerende, ikke omfattes. Altså må det *minst* foreligge en *ikke-uvesentlig sannsynlighetsgrad*.

13.3 Endres norsk rett med inkorporeringen av MAR?

Kravet til sannsynlighetsgraden for markedsmanipulasjon etter MAD art. 1 nr. 2 er «gives or likely to give» i likhet med MAR art. 12. Etter MAD art. 1 nr. 2 (a) første strekpunkt var det kun transaksjonsbasert markedsmanipulasjon som inneholdt et «likely»-krav. For resten av bestemmelsen krevdes det at markedet faktisk var manipulert. Dermed er det klart at inkorporeringen av MAR i norsk rett vil føre til en senket sannsynlighetsterskel for resten av definisjonen av markedsmanipulasjon.

En mer uklar problemstilling er om «likely»-kravet jf. MAD art. 1 nr. 2 (a) første strekpunkt er implementert korrekt i norsk rett. I vphl. § 3-8 andre ledd er kravet til sannsynlighetsgraden implementert med ordlyden:

«transaksjoner eller handelsordre» / «utbredelse av opplysninger» «som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler (...)» (mine uthevninger).²⁹⁸

Ordlyden i verdipapirhandelloven er altså forskjellig fra de engelske versjonene av MAD og MAR, som retter seg mot en sannsynlighetsgrad. Hvis kravet til sannsynlighetsgraden er implementert EØS-konformt i vphl. § 3-8, vil det ikke inntre endringer med inkorporeringen av MAR i norsk rett. Kravet til «likely» markedsmanipulasjon er videreført med samme ordlyd fra MAD til MAR. Er vilkåret «egnet til å gi» en EØS-konform implementering av «likely»?

Hvilken sannsynlighetsgrad som ligger i vilkåret «likely» er som nevnt ovenfor uklart, men det ble lagt til grunn at det minst må foreligge en ikke-uvesentlig sannsynlighetsgrad.

Ordlyden «egnet til» henviser til en hypotetisk vurdering av om transaksjonen/handelsordren har en iboende *villedende karakter*. Til motsetning fra «likely» retter altså ordlyden seg ikke mot sannsynlighetsgraden for manipulasjon i det konkrete tilfellet. Også atferdens hypotetiske

²⁹⁸ Vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 og nr. 3.

innvirkning i markedet for andre tilfeller enn den konkrete saken, omfattes av ordlyden «egnet til». Selv om atferden ikke fungerer manipulerende i en konkret sak, kan det tenkes at atferden vil være «egnet til» å manipulere.

I litteraturen fremholdes det at «egnet til» ikke er en dekkende implementering av «likely», og at bestemmelsen må tolkes i henhold til formuleringen i MAD.²⁹⁹ Ved implementeringen av MAD påpekte enkelte høringsinstanser at «egnet til» hadde et annet meningsinnhold enn «likely».³⁰⁰ Finansdepartementet anså likevel «egnet til» å være en «(...) dekkende beskrivelse av EØS-regelen (...)».³⁰¹ Begrunnelsen var at departementet ikke anså MAD å oppstille et krav til sannsynlighetsovervekt, men at det krevdes mer enn en teoretisk mulighet for villedende signaler.³⁰² Finansdepartementet ønsket altså å implementere MAD korrekt, med den begrunnelse at «egnet til» var en dekkende implementering av sannsynlighetsgraden.

Ettersom Finansdepartementet ønsket å implementere «likely» korrekt, kunne like gjerne en naturlig og enkel oversettelse vært valgt. Begrepet «sannsynlig» er en naturlig oversettelse av «likely». Det er kritikkverdig at Finansdepartementet ikke knytter nærmere kommentarer til hvorfor «egnet til» ble valgt, særlig ettersom høringsinstanser påpekte forskjellen i meningsinnhold mellom «likely» og «egnet til».

EFTA-domstolen har gjennom rettspraksis etablert en plikt til EØS-konform tolkning.³⁰³ Den EØS-konforme tolkningsplikten innebærer at medlemsstatene skal benytte nasjonal juridisk metode «as far as possible» for å oppnå et EØS-konformt tolkningsresultat.³⁰⁴

Presumsjonsprinsippet er et lignende norsk rettskildesprinsipp som innebærer at norsk rett skal tolkes i tråd med folkerettslige forpliktelser så langt som mulig.³⁰⁵ Presumsjonsprinsippet gjelder også for tolkningen av EØS-rett.³⁰⁶ I henhold til presumsjonsprinsippet og plikten til EØS-konform tolkning må «egnet til»-vilkåret harmoniseres med «likely»-vilkåret.

En problemstilling som kan oppstå i denne sammenhengen er hvorvidt «likely»-vilkåret etter MAD art. 1 nr. 2 krever minimumsharmonisering eller totalharmonisering.³⁰⁷

²⁹⁹ Axelsen (2007) s. 196, Wasenden (2007) s. 441-442, Bergo (2014) s. 308-309 og Michaelsen (Rettsdata).

³⁰⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) s. 65.

³⁰¹ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) s. 65.

³⁰² Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) s. 65.

³⁰³ Sak E-1/07 premiss 39. Fulgt opp i sak E-28/13, sak E-6/13, sak E-7/13 og sak E-15/12.

³⁰⁴ Sak E-1/07 premiss 39.

³⁰⁵ Se Ot.prp. nr. 79 (1991–1992) s. 3 flg. og Rt.

³⁰⁶ 1829-1832

³⁰⁷ Se Sejersted mfl. (2011) s. 299-300. og premiss 13-16

Minimumsharmonisering innebærer at direktivet inneholder minimumsregler som må implementeres, men at det er adgang til å gå lengre i nasjonal rett.

Totalharmoniseringsdirektiver oppstiller absolutte regler som nasjonalt må implementeres fullt ut. Hvorvidt et direktiv krever minimum- eller totalharmonisering må avgjøres etter en tolkning av bestemmelsene i direktivet.³⁰⁸

Hvorvidt MAD krever totalharmonisering for «likely»-vilkåret kommer ikke på spissen her, ettersom Finansdepartementet med «egnet til»-vilkåret mente å implementere «likely»-vilkåret EØS-konformt. Problemstillingen her er at «egnet til» ikke henviser til en sannsynlighetsvurdering i det hele tatt. Finansdepartementet har altså ikke forsøkt å implementere verken en mildere eller strengere sannsynlighetsterskel i norsk rett, men implementert «likely»-vilkåret med en ordlyd som henviser til en vurdering av en annen karakter enn MAD krever. Hva gjelder harmoniseringsspørsmålet, kan det fremheves at MAD har som formål å harmonisere reguleringen av markedsmissbruk i EU/EØS.³⁰⁹ Dette taler for at definisjonen av markedsmanipulasjon i MAD krever totalharmonisering.

Etter dette er det klart at «egnet til»-vilkåret må harmoniseres med «likely» i henhold til presumsjonsprinsippet og plikten til EØS-konform tolkning.³¹⁰ Derfor må «egnet til» tolkes innskrenkende slik at det foretas en vurdering av sannsynlighetsgraden for markedsmanipulasjon i den konkrete saken, og ikke om atferden var egnet til å utgjøre markedsmanipulasjon.³¹¹ Om det kan opereres med en annen sannsynlighetsgrad i nasjonal rett enn MAD oppstiller er uklart, og heller ikke ment å gjøres i norsk rett.

«Egnet til» er en uheldig implementering av «likely»-vilkåret. Slik Wasenden (2007) påpeker «(...) er det norske begrepet «egnet til» nærmest grepet ut av luften, og det er noe uklart hva som ligger i dette».³¹² Har den uheldige implementeringen fått noen konsekvenser i norsk rettspraksis?

I HR-2019-1447-U (Funcom) tilsluttet Høyesteretts ankeutvalg seg til lagmannsrettens forståelse av «egnet til»-vilkåret:

³⁰⁸ Jf. for eksempel sak C-52/00 *Kommisjonen mot Frankrike* premiss 13-16.

³⁰⁹ MADs fortale premiss 11.

³¹⁰ Uskyldspresumsjonen trekker også i denne retning. Se punkt 15.3 nedenfor.

³¹¹ Wasenden (2007) s. 442, Berge (2014) s. 308 og Michaelsen (Rettsdata) er også av den oppfatning at «egnet til» må harmoniseres med «likely».

³¹² Wasenden (2007) s. 442.

«Lagmannsretten har i sin dom gjort rede for hva som ligger i «egnet til»-vilkåret

«et krav om at opplysningene kan gi uriktige oppfatninger eller forventninger om forhold som har kurspåvirkningspotensiale, det vil si som den fornuftige investor sannsynligvis vil benytte som en del av sitt beslutningsgrunnlag. Det kreves ikke at kursen faktisk blir påvirket.»

Dette er uttrykk for riktig lovforståelse (...).³¹³ (Min utheving)

Som nevnt ovenfor er det ikke holdepunkter for at det gjelder en fornuftig investor-test for markedsmanipulasjon.³¹⁴ Tilslutningen til begrepet «sannsynligvis» kan likevel tas til inntekt for at Høyesteretts ankeutvalg innfortolker en sannsynlighetsvurdering i «egnet til»-vilkåret.

Det samme gjelder lagmannsrettens dom i LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G).

Lagmannsretten synes med fokuset på handlingenes «sannsynlige effekt» i markedet å legge til grunn en sannsynlighetsvurdering.³¹⁵ I Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) foretar ikke Høyesterett noen eksplisitt tolkning av «egnet til»-vilkåret.

Konklusjonen er at det ikke vil inntre noen materielle endringer i norsk rett med inkorporeringen av MAR for hvilken sannsynlighetsgrad som kreves for markedsmanipulasjon. Inkorporeringen av MAR vil likevel være positiv for forutberegneligheten ettersom det vil fremgå direkte av forordningsteksten i MAR art. 12 at det skal foretas en sannsynlighetsvurdering og ikke en egnethetsvurdering.

Bemerkelsesverdig er at formuleringen «egnet til» er videreført i den offisielle norske oversettelsen av MAR.³¹⁶ Alle språkversjoner er sidestilte ved tolkningen av EØS-rett, slik at «egnet til» vil være én av de gyldige versjonene av MAR art. 12 i EØS-retten.³¹⁷ Reglene i MAR tolkes autonomt på bakgrunn av alle tilgjengelige oversettelser. Flere oversettelser trekker i retning av at det gjelder en sannsynlighetsterskel for hvorvidt atferd utgjør markedsmanipulasjon. Selv om den norske oversettelsen blir en sidestilt oversettelse av MAR i EØS-retten, vil den norske oversettelsen vanskelig kunne rukke ved sannsynlighetskravet

³¹³ HR-2019-1447-U premiss 25-26.

³¹⁴ Se punkt 9.2.2 ovenfor.

³¹⁵ LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G) punkt 5.2.

³¹⁶ EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende nr. 102, norsk offisiell oversettelse av MAR art. 12.

³¹⁷ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 16.

som gjennomgående følger av andre oversettelser. Den norske oversettelsen er uheldig for forutberegneligheten i definisjonen av markedsmanipulasjon.

I forbindelse med inkorporeringen av MAR i norsk rett sendte Verdipapirfondenes forening og Verdipapirforetakenes forbund inn høringsmerknad med forslag om å heller innta begrepet «sannsynlig at» i den norske versjonen av MAR.³¹⁸ Finansdepartementet påpekte generelt at alle språkversjonene i EØS er sidestilte uten å knytte noen nærmere kommentarer til innholdet i «egnet til». Etter å ha blitt gjort oppmerksom på forskjellen i ordlyd både i forbindelse med implementeringen av MAD og nå også MAR, velger altså Finansdepartementet ubegrunnet å opprettholde «egnet til» som den norske oversettelsen av «likely to». Finansdepartementets tilbakevendende taushet rundt ordlyden «egnet til» er kritikkverdig. Tausheten kan skape tvil blant norske markedsaktører om myndighetenes motiv ved gjennomføringen av MAR, herunder om myndighetene ønsker å operere med et mer skjønnsmessig og påtalevennlig markedsmanipulasjonsforbud enn MAD og MAR forplikter til.

14 Akseptert markedspraksis

14.1 Innledning

Etter MAR art. 12 nr. 1 (a) andre ledd jf. MAR art. 13 gjelder det et unntak for ikke-verbal markedsmanipulasjon som anses som akseptert markedspraksis.³¹⁹ Dersom vilkårene i MAR art. 13 er oppfylt skal altså tilfellet ikke falle inn under MAR art. 12 nr. 1 (a), selv om det omfattes av ordlyden. Det gjelder to vilkår etter ordlyden i MAR art. 12 nr. 1 (a) andre ledd og MAR art. 13 nr. 1: Atferden må ha skjedd på grunn av (i) «legitimate reasons» og (ii) «conform with an accepted market practice». Nærmere regler for hvordan nasjonalstatene etablerer akseptert markedspraksis følger av MAR art. 13.

I vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 er unntaksbestemmelsen inkorporert med vilkår om at transaksjoner/handelsordrer må være «legitim» og «i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle området».

Først behandles vilkåret om akseptert markedspraksis, deretter vilkåret om legitime grunner.

³¹⁸ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 62. Verdipapirforetakenes forening høringsuttalelse MAR s. 3. Verdipapirforetakenes forbund høringsuttalelse MAR s. 1.

³¹⁹ Jf. MAR art. 12 nr. 1 (a) (i) og (ii).

14.2 «Accepted market practices»

Vedrørende vilkåret om akseptert markedspraksis er det en viss forskjell i ordlyd mellom verdipapirhandelloven og MAD/MAR. Etter vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1 kreves det at Finanstilsynet *har* akseptert markedspraksisen, mens atferden etter MAD og MAR må «conform» med akseptert markedspraksis. Det fremgår altså ikke tydelig av ordlyden i MAD eller MAR om markedspraksisen må være etablert av myndighetene på forhånd, eller om det er tilstrekkelig at det i ettertid identifiseres at en slik markedspraksis eksisterer.

I Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) ble unntaket for akseptert markedspraksis drøftet. Både flertallet og mindretallet kom til at unntaket ikke kunne anvendes, ettersom Finanstilsynet på tidspunktet ikke hadde godkjent noen markedspraksis.³²⁰ I denne sammenheng er det interessant at EFTA-domstolen i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* uttaler at det kan oppstå markedspraksis på et område, som på et senere tidspunkt kan bli akseptert av nasjonale kompetente myndigheter.³²¹ Altså kan nasjonale myndigheter – som Finanstilsynet – godta atferd som akseptert markedspraksis etter tidspunktet for transaksjonen/handelsordren.

Etter min oppfatning innebærer dette at Høyesterett i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) kunne forespurt Finanstilsynet om de tiltaltes atferd kunne omfattes av en godkjent markedspraksis. Altså slik at Finanstilsynet på dette tidspunkt kunne beslutte om atferden skulle anses som akseptert markedspraksis. Denne forståelsen gjør unntaket mer praktisk å anvende. Etter min oppfatning er Høyesteretts raske vurdering av unntaket for akseptert markedspraksis i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) derfor noe utilstrekkelig.³²²

Et annet spørsmål er hvorvidt det kreves en positiv avgjørelse fra de kompetente nasjonale myndighetene om hva som anses som akseptert markedspraksis, eller om markedspraksis kan anses som akseptert for eksempel ut fra myndighetenes opptreden.

Brosveet (Lovdata) hevder at EFTA-domstolen i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* på avsnitt 84 legger til grunn at det *ikke* kreves en positiv avgjørelse fra de nasjonale myndighetene, og at det dermed er en «viktig forskjell» på ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-8 og MAD art. 1 nr. 2 (a) andre ledd.³²³ I avsnittet fra EFTA-domstolen, viser domstolen imidlertid til *deler*

³²⁰ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 57 og 85.

³²¹ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 85.

³²² Se Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 57 og 85.

³²³ Brosveet (Lovdata).

av ordlyden i MAD art. 1 nr. 5, uten noen nærmere drøftelser.³²⁴ EFTA-domstolen utelater den delen av ordlyden i MAD art. 1 nr. 5 om at den aksepterte markedspraksisen må være etablert «(...) in accordance with guidelines adopted by the Commission in accordance with the procedure laid down in Article 17(2)».

Prosedyren i MAD art. 17 andre ledd videre til rådsbeslutning 1999/468/EC art. 5, 7 og 8, som inneholder nærmere regler om hvordan en akseptert markedspraksis formelt skal etableres. I tillegg inneholder kommisjonsdirektiv 2004/72/EC art. 2 nærmere bestemmelser om hva medlemsstatene skal sørge for at de kompetente myndighetene tar i betraktning ved avgjørelsen av etablering av akseptert markedspraksis. Regelverket legger opp til at det skal foretas en grundig analyse av den aksepterte markedspraksisen, med samarbeid på tvers av nasjonalstatene.³²⁵ I kommisjonsdirektiv 2004/72/EC art. 2 nr. 2, som EFTA-domstolen også viser til, fremgår det at nasjonalstatene skal sikre at nye former for markedspraksis ikke anses uakseptable «simply because they have not been previously accepted».

Ordlyden og sammenhengen i regelverket om etableringen av en akseptert markedspraksis tilsier at det må foreligge en positiv avgjørelse fra de kompetente myndighetene i nasjonalstaten. Dette er også lagt til grunn av Høyesterett.³²⁶

Konklusjonen er at det kreves en positiv avgjørelse fra nasjonale kompetente myndigheter (Finanstilsynet i Norge), for at vilkåret «accepted market practices» skal være oppfylt.

Den formelle fremgangsmåten for å etablere en akseptert markedspraksis fremstår som noe mer omstendelig etter MAR art. 13 enn etter MAD. Noen materielle endringer kan likevel ikke identifiseres.³²⁷ Inkorporeringen av MAR i norsk rett vil derfor kun føre til en mer omstendelig fremgangsmåte for å opprette en akseptert markedspraksis.

Ordningen med fastsettelse av akseptert markedspraksis er lite benyttet i praksis. Akseptert markedspraksis er kun i kraft for likviditetskontrakter i Spania, Portugal, Italia og Frankrike. Altså er det kun i kraft fire aksepterte markedspraksiser, i relasjon til samme type atferd. I Norden er det ingen myndigheter som har benyttet seg av ordningen.³²⁸

³²⁴ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 84.

³²⁵ Se kommisjonsdirektiv 2004/72/EC art. 2, og fortalens avsnitt 4.

³²⁶ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 57.

³²⁷ Bergbörsson (2018) s. 262.

³²⁸ ESMA Report AMP (2019). I Portugal var det ingen som benyttet seg av den aksepterte markedspraksisen på datoen for rapporten.

Etter ESMA's oppfatning kan dette skyldes at det er andre regulatoriske verktøy som kan benyttes for å øke likviditet og at noen myndigheter derfor ikke ønsker å fastsette en akseptert markedspraksis som kan betraktes som manipulerende i markedet.³²⁹ Reglene om akseptert markedspraksis var også først foreslått å utelates fra MAR av Kommisjonen, ettersom de hindret en fullstendig harmonisert regulering.³³⁰ Likevel ble ordningen videreført med MAR.

14.3 «Legitimate reasons»

For at unntaket om akseptert markedspraksis skal komme til anvendelse er det ikke tilstrekkelig at atferden anses som «accepted market practice». Atferden må også være gjort av «legitimate reasons».³³¹

Slik EFTA-domstolen påpeker i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* defineres ikke «legitimate reasons» nærmere i MAD. Dette gjelder også for MAR. Uttalelsene om «legitimate reasons» i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* er dermed relevant for tolkningen av begrepet både etter MAD og MAR.

EFTA-domstolen uttaler at i motsetning til det objektive vilkåret om akseptert markedspraksis, retter vilkåret om «legitimate reasons» seg mot grunner spesifikke for den enkelte investor, og herunder motivet for transaksjonen eller handelsordren.³³² Altså må atferden være legitim etter investorens subjektive motiv med atferden.

EFTA-domstolen uttaler at drøftelsen må baseres på investorens atferd som helhet, herunder også påfølgende atferd etter en transaksjon.³³³ Videre påpekes det at MAD gir indikasjoner for vurderingen, ved at formålet med direktivet oppstiller retningslinjer.³³⁴ Rettsgodebeskyttelsen om markedsintegritet og tillit trekkes her frem.³³⁵

Uttalelsene trekker i retning av at vilkåret om «legitimate reasons» foreskriver en vurdering av investorens subjektive motiv med transaksjonen/handelsordren/atferden sett opp mot formålet med MAD/MAR. Altså må grunnen for atferden være i tråd med formålet om markedsintegritet og tillit for å oppfylle vilkåret om «legitimate reasons». Denne løsningen

³²⁹ ESMA Report AMP (2019) punkt 5.1 avsnitt 68 jf. ESMA Report AMP (2018) punkt 5.

³³⁰ Commission Impact Assessment (2011) punkt 3.2.4, 6.1.3 og 7.4.2.

³³¹ MAR art. 12 nr. 1 (a) andre ledd og art. 13, MAD art. 1 nr. 2 (a) andre ledd og vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1.

³³² Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 87.

³³³ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 88.

³³⁴ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 89-90.

³³⁵ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 90.

fremstår som fornuftig og i tråd med både ordlyden og rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.

Det foreligger ingen motstridende kilder i tolkningen av «legitimate reasons» jf. MAD/MAR og «begrunnelsen er å regne som legitim» jf. verdipapirhandelloven. Vilkåret har etter dette samme innhold og norsk rett vil ikke endres ved inkorporeringen av MAR på dette punkt.

14.4 Oppsummering, konklusjon og refleksjoner

For at unntaket om akseptert markedspraksis skal komme til anvendelse, må både vilkåret om (i) akseptert markedspraksis og om (ii) legitime grunner være oppfylt.³³⁶

Vilkåret om akseptert markedspraksis krever en positiv avgjørelse av nasjonale kompetente myndigheter (Finanstilsynet i Norge), som treffes etter nærmere prosedyrer. Markedspraksis kan oppstå og aksepteres på et senere tidspunkt av de nasjonale myndighetene. Prosedyren for å etablere atferd som akseptert markedspraksis er noe endret og mer omfattende etter MAR. Dermed vil norsk rett endres noe ved inkorporeringen av MAR for hvordan Finanstilsynet skal gå frem for å etablere noe som akseptert markedspraksis.

Vilkåret om legitime grunner inneholder et krav om at investorens subjektive motiv med atferden må være i overensstemmelse med rettsgodebeskyttelsen om markedsintegritet og tillit. Innholdet i dette vilkåret vil ikke endres ved inkorporeringen av MAR.

Det kan bemerkes at den lovfestede rettsstridsreservasjonen er lite benyttet i praksis, og kanskje unødvendig. Særlig etter EFTA-domstolens formålsoverrettede innskrenkende tolkning av markedsmanipulasjonsforbudet i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*.³³⁷ Fordi handlinger som ikke truer rettsgodebeskyttelsen om markedsintegritet og tillit ikke omfattes av definisjonen av markedsmanipulasjon i utgangspunktet, fremstår unntaksbestemmelsen som noe overflødig. Vurderingstemaet i vilkåret om «legitimate reasons» er rettet mot rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet, på lik linje med vurderingstemaet av selve definisjonen.

I tillegg gjelder unntaksbestemmelsen kun for ikke-verbal markedsmanipulasjon.³³⁸ Dette kan gi inntrykk av at unntak kun kan gjøres for ikke-verbal markedsmanipulasjon, dersom atferd i

³³⁶ MAD art. 1 nr. 2 (a) andre ledd, MAR art. 12 nr. 1 (a) andre ledd, MAR art. 13 og vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1.

³³⁷ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 40.

³³⁸ MAR art. 12 nr. 1 (a), MAD art. 1 nr. 2 (a) og vphl. § 3-8 andre ledd nr. 1.

et konkret tilfelle ikke er i strid med rettsgodebeskyttelsen. Situasjonen er uheldig for forutberegneligheten. Etter mitt syn burde en slik unntaksbestemmelse heller rette seg mot handlinger som ikke truer rettsgodebeskyttelsen, for hele definisjonen.

15 Strafferettslige grunnprinsipper og tolkning av markedsmanipulasjonsforbudet

15.1 Innledning

Forbudet mot markedsmanipulasjon vil kunne sanksjoneres både administrativt og strafferettslig etter inkorporeringen av MAR.³³⁹ Strafferettslige og menneskerettslige inngrepshjemler aktualiserer strafferettslige og menneskerettslige grunnprinsipper. Slike prinsipper kan derfor være relevant for tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon. Aktuelle prinsipper er legalitetsprinsippet, uskyldspresumsjonen og kravet til materiell rettsstrid. Hvilken betydning kan menneskerettslige og strafferettslige grunnprinsipper få for tolkningen av MAR art. 12?

I denne sammenheng oppstår spørsmålet om forholdet mellom straffe- og menneskerettslige grunnprinsipper og plikten til EØS-konform tolkning. Vil slike grunnprinsipper utgjøre en skranke for EØS-konform tolking av forbudet mot markedsmanipulasjon?

Videre vil handlingsnormen for markedsmanipulasjon vil være nedfelt i samme bestemmelse både i administrative saker og straffesaker: MAR art. 12. Fører dette til at tolkningen av MAR art. 12 kan variere etter hvilket sanksjonsspor saken følger?

Først drøftes forholdet mellom kravet til EØS-konform tolkning og strafferettslige grunnprinsipper. Deretter analyseres betydningen av strafferettslige og menneskerettslige grunnprinsipper for tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet. Til slutt drøftes problemstillingen med varierende tolkning etter hvilket sanksjonsspor en sak følger.

15.2 Strafferettslige grunnprinsipper og EØS-konform tolkningsplikt

Som tidligere nevnt, etablerte EFTA-domstolen i sak E-1/07 følgende et krav om EØS-konform tolkning.³⁴⁰ EFTA-domstolen formulerer dette slik:

³³⁹ Se lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10-12, ny vphl. § 21-1 og ny vphl. § 21-15 første ledd.

³⁴⁰ Se punkt 9.3.3 ovenfor.

*«(...) national courts are bound to interpret national law, and in particular legislative provisions specifically adopted to transpose EEA rules into national law, **as far as possible** in conformity with EEA law. Consequently, they must apply the **interpretative methods recognised by national law as far as possible** in order to achieve the result sought by the relevant EEA rule.» (min utheving)³⁴¹*

Dette er fulgt opp i flere andre saker for EFTA-domstolen.³⁴² Her oppstilles det en plikt for medlemsstatene til å tolke nasjonale rettskilder EØS-konformt.

Etter praksis fra EU-domstolen gjelder den EU-konforme tolkningsplikten uavhengig av nasjonal sanksjoneringsform.³⁴³ Det er ikke holdepunkter i EFTA-domstolens uttalelser som tilsier at noe annet skulle gjelde for tolkningen av EØS-rettslige kilder. Prinsippet om homogenitet i EØS-avtalen tilsier at også EØS-rettsakter skal tolkes uavhengig av nasjonal sanksjonsform.³⁴⁴ Tolkningsplikten gjelder altså både for administrative saker og straffesaker.

I henhold til EFTA-domstolens uttalelse ovenfor plikter statene å benytte nasjonale tolkningsprinsipper «*as far as possible*» for å oppnå EØS-konformitet.³⁴⁵ Uttalelsen «*as far as possible*» indikerer at det er adgang til å fravike et EØS-konformt resultat, hvis resultatet er uforenlig med nasjonale rettskildeprinsipper. Strafferettslige og menneskerettslige grunnprinsipper, som for eksempel legalitetsprinsippet og kravet til materiell rettsstrid, kan klart anses som nasjonale rettskildeprinsipper. Uttalelsen tilsier at et EØS-konformt tolkningsresultat kan fravikes, dersom tolkningsresultatet er i strid med strafferettslige grunnprinsipper.

I tillegg fremstår det som om det gjelder begrensninger etter selve EØS-retten for inngrep i «grunnleggende rettigheter». EFTA-domstolen påpeker i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* at hovedsaken gjelder straffesanksjonerte bestemmelser som gjennomfører forbudet mot markedsmanipulasjon etter MAD. Deretter uttales det at:

*«EFTA-domstolen har konsekvent lagt til grunn at bestemmelsene i EØS-avtalen skal tolkes i lys av av grunnleggende rettigheter, herunder prinsippene om uskyldspresumpsjon (se sak E-2/03 *Ásgeirsson*, Sml. 2003 s. 185, avsnitt 23; og*

³⁴¹ Sak E-1/07 premiss 39.

³⁴² Sak E-28/13, sak E-6/13, sak E-7/13 og sak E-15/12.

³⁴³ Sak C-384/02 (Grøngaard og Bang) avsnitt 28 og sak C-60/02 (Rolex) avsnitt 56.

³⁴⁴ EØS-avtalen art. 1, EØS-avtalens fortale avsnitt 4.

³⁴⁵ Sak E-1/07 premiss 39.

sak E- 4/11 *Clauder*, Sml. 2011 s. 216, avsnitt 49), og grunnleggende EØS-rettslige prinsipper, herunder prinsippet forutberegnelighet (se forente saker E-10/11 og E-11/11 *Hurtigruten ASA*, Sml. 2012 s. 758, avsnitt 280–281). Den anmodende domstol **må ta disse grunnleggende EØS-rettslige prinsipper i betraktning ved vurdering av det strafferettslige ansvar i saken som verserer for den**». (mine uthevninger)³⁴⁶

EFTA-domstolen fastslår altså at EØS-avtalen skal tolkes i lys av «grunnleggende rettigheter» og «grunnleggende EØS-rettslige prinsipper», og at de nasjonale domstolene må ta disse prinsippene i betraktning ved vurderingen av straffansvar. Uskyldspresumsjonen og prinsippet om forutberegnelighet trekkes frem.

I sak E-2/03 *Ásgeirsson* uttaler EFTA-domstolen:

*«The provisions of the European Convention of Human Rights and the judgments of the European Court of Human Rights are important sources for determining the scope of these rights.»*³⁴⁷

EMK og avgjørelser fra EMD er altså viktige kilder for å kartlegge rekkevidden av «grunnleggende rettigheter». Uttalelsen er fulgt opp i flere saker for EFTA-domstolen.³⁴⁸

Konklusjonen blir at strafferettslige og menneskerettslige grunnprinsipper gjelder for tolkningen av EØS-rett. Et EØS-konformt tolkningsresultat må altså fravikes, dersom det er i strid med strafferettslige og menneskerettslige grunnprinsipper. Begrensningen følger både av «as far as possible»-reservasjonen for den EØS-konformitet, og av kravet til «grunnleggende rettigheter». Kravet til EØS-konformitet kan derfor anses å være et selvstendig grunnlag for anvendelsen av menneskerettslige og strafferettslige grunnprinsipper.

³⁴⁶ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 41.

³⁴⁷ Sak E-2/03 *Ásgeirsson* premiss 23.

³⁴⁸ Sak E-15/10 *Posten mot ESA* premiss 85, sak E-12/10 *ESA mot Island* premiss 60, sak E- 4/11 *Clauder* premiss 49, sak E-14/15 *Holship* premiss 123, sak E-28/15 *Yankuba Jabbi mot Norge* premiss 81 og sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 41.

15.3 Legalitetsprinsippet, uskyldspresumsjonen, kravet til materiell rettsstrid og MAR art. 12

Legalitetsprinsippet er forankret i Grl. §§ 96, 97, 113 og EMK art. 7 og oppstiller et hjemmelskrav, presisjonskrav og et analogiforbud.³⁴⁹ Forutberegnelighet, frihet, maktfordeling og forhindring av myndighetsmisbruk er noen av de mest sentrale formålene legalitetsprinsippet skal ivareta.³⁵⁰ Presisjonskravet, eller klarhetskravet, er mest aktuelt for denne analysen.

Etter Grl. § 96 andre ledd og EMK art. 6 andre ledd har enhver rett til å bli ansett som uskyldig inntil det motsatte er bevist. Uskyldspresumsjonen innebærer at påtalemyndigheten har bevisbyrden i straffesaker, og at den straffbare handlingen må bevises ut over enhver rimelig tvil.³⁵¹

Kravet til materiell rettsstrid, eller den alminnelige rettsstridsreservasjonen, er i essensen et krav til innskrenkende tolkning av straffebud, proporsjonalt til skadegraden av gjerningspersonens handling for rettsgodebeskyttelsen bak straffebudet.³⁵²

Etter analysen ovenfor er det klart at legalitetsprinsippet, uskyldspresumsjonen og kravet til materiell rettsstrid gjelder ved tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet. I henhold til fvl. § 43 andre ledd er administrative sanksjoner straff etter EMK. Legalitetsprinsippet og uskyldspresumsjonen vil derfor gjelde for tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet uansett hvilket sanksjonsspor saken følger. Etter Grl. § 113 gjelder det også et legalitetsprinsipp for administrative sanksjoner. At MAR må tolkes på bakgrunn av disse grunnleggende prinsippene følger også av fortalen til MAR, hvor det presiseres at EUs charter om grunnleggende rettigheter gjelder for tolkningen av MAR.³⁵³

Hvilken betydning får disse grunnleggende prinsippene for tolkningen av MAR art. 12? Analysen tar utgangspunkt i presisjonskravet. I tillegg gjøres det noen bemerkninger om uskyldspresumsjonen og kravet til materiell rettsstrid.

³⁴⁹ Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 61 flg. I Rt. 2014 s. 238 premiss 18 er det lagt til grunn at innholdet i presisjonskravet er det samme etter Grunnloven og EMK.

³⁵⁰ Rt. 2014 s. 1105 (Acta) premiss 26, Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 62-65. Aall (2018) s. 116-117.

³⁵¹ Se Aall (2018) s. 481 flg.

³⁵² Se punkt 9.3.3 ovenfor.

³⁵³ MARs fortale avsnitt 77. Se Charter of Fundamental Rights of the European Union art. 48 og 49.

Det sentrale i presisjonskravet under legalitetsprinsippet er forutberegnelighet om hva som er straffbar atferd, etter straffebudets ordlyd og eventuelt domstolenes tolkning av ordlyden.³⁵⁴ EMD omtaler selv presisjonskravet som et krav om «foreseeability», altså forutberegnelighet.³⁵⁵

Analysen av markedsmanipulasjonsdefinisjonen ovenfor viste at det kan stilles spørsmålsteget ved forutberegneligheten i beskrivelsen av hvilken atferd som utgjør markedsmanipulasjon. Regelverket er både vagt og detaljert. Presisjonskravet gjelder imidlertid ikke absolutt, og en viss grad av vaghet må aksepteres for at bestemmelser skal holde tritt med samfunnsutviklingen.³⁵⁶ At forbudet mot markedsmanipulasjon skal være i stand til å følge utviklingen av nye manipulative teknikker er også fremhevet i fortalen til MAR.³⁵⁷

Vage straffebud har i seg selv sjeldent ført til krenkelse av presisjonskravet.³⁵⁸ Det interessante for markedsmanipulasjonsforbudet er at presisjonskravet gir føringer for *tolkningen* av vage straffebud.

I Rt. 2005 s. 1628 drøftet Høyesterett forbudet mot utgivelse av pornografi som inneholdt «kjønnslige skildringer som virker støtende» jf. strl.1902 § 204.³⁵⁹ Høyesterett uttalte:

*«Anvendelse av rettslige standarder som grunnlag for straffereaksjoner er ikke uproblematisk på bakgrunn av de hensyn som ligger til grunn for lovkravet i Grunnloven § 96. Jeg er enig med lagmannsretten i at **denne type straffebestemmelser må tolkes med varsomhet**, og at det gjelder enn mer når det som her er spørsmål om en standard som viser til en bestemt oppfatning av seksualitet og moral.»*³⁶⁰ (min utheving)

Vage straffebestemmelser må altså tolkes varsomt for å ikke komme i konflikt med legalitetsprinsippet krav til presisjon. Definisjonen av markedsmanipulasjon i MAR art. 12 inneholder vage vilkår. Hvor varsom må man være i tolkningen av MAR art. 12?

³⁵⁴ Jf. for eksempel EMDs storkammerdom 12. februar 2008 *Kafkaris v. Cyprus* premiss 140 og EMDs storkammerdom 15. november 1996 *Cantoni v. France* premiss 29, HR-2016-1458-A premiss 8 og HR-2018-1781-A premiss 23.

³⁵⁵ Jf. for eksempel EMDs storkammerdom 12. februar 2008 *Kafkaris v. Cyprus* avsnitt 140 og EMDs storkammerdom 15. november 1996 *Cantoni v. France* avsnitt 29

³⁵⁶ Jf. for eksempel EMDs storkammerdom 12. februar 2008 *Kafkaris v. Cyprus* avsnitt 141.

³⁵⁷ MARs fortale avsnitt 38

³⁵⁸ Aldri i norsk rett. Se Aall (2018) s. 136-139, med noen eksempler fra EMD.

³⁵⁹ Lov 22. mai 1902 nr. 10, Almindelig borgerlig Straffelov (strl.1902) § 204.

³⁶⁰ Rt. 2005 s. 1628 (Aktuell Rapport) premiss 16.

Dette spørsmålet kan ikke besvares kategorisk. Det er imidlertid flere argumenter som taler for varsomhet i tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon. Ordlyden i kjerneelementene er som nevnt vag. I tillegg er det sparsommelig med rettspraksis som presiserer innholdet i kjernevilkårene. Eksempellisten og indikasjonslistene for markedsmanipulasjon bidrar til veiledning i konkrete tilfeller, men inneholder ikke generell veiledning for innholdet i vilkår som «false or misleading». Disse momentene trekker i retning av varsomhet i tolkningen.

Et annet viktig argument som tilsier varsomhet i tolkningen, er rettsgodebeskyttelsen. Rettsgodebeskyttelsen retter seg ikke mot vern av individers integritet, men integriteten og tilliten i markedet. Dette er utenfor kjernen for hva strafferetten skal beskytte, og trekker i retning av at forbudet mot markedsmanipulasjon tolkes varsomt i straffesaker.³⁶¹ I tillegg er det vanskelig å slå fast hvilke sanksjoner som ivaretar rettsgodebeskyttelsen for hvilke manipulative handlinger. Tatt i betraktning denne usikkerheten, burde det utvises stor grad av varsomhet i tolkningen dersom handlingen ikke klart truer markedsintegritet og tillitt.

Etter dette er det klart at vilkårene for markedsmanipulasjon er av en slik karakter at presisjonskravet etter Grl. § 96 og EMK art. 7 krever høy grad av varsomhet ved tolkningen.

Presisjonskravet har klare likhetstrekk med kravet til materiell rettsstrid.³⁶² Hvis handlingen ikke klart truer rettsgodebeskyttelsen bak et straffebed, bør det etter den alminnelige rettsstridsreservasjonen utvises varsomhet i tolkningen av straffebestemmelsen. Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) er et eksempel på bruk av den alminnelige rettsstridsreservasjonen i en markedsmanipulasjonssak. Selv om de tiltalte hadde manipulasjonshensikt, og det ikke kunne identifiseres et aktverdig formål med handlingene, kom rettsstridsreservasjonen til anvendelse.³⁶³ En sentral del av begrunnelsen var at de tiltaltes handlinger bidro til å *fjerne* ineffisiens i markedet.³⁶⁴ Et effisient marked er en sentral del av rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.

Uskyldspresumsjonen sikrer legalitetsprinsippet ved å oppstille strenge krav til bevis og bevisbyrde for å dømme noen for overtredelse av et straffebed. Slik Wasenden (2007) påpeker kan uskyldspresumsjonen få betydning for tolkningen av forbudet mot

³⁶¹ Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 45-48.

³⁶² Se punkt 9.3.3 ovenfor om kravet til materiell rettsstrid og den alminnelige rettsstridsreservasjonen.

³⁶³ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 70-76.

³⁶⁴ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 72.

markedsmanipulasjon.³⁶⁵ Hvis vilkårene for markedsmanipulasjon tolkes for skjønnsmessige, kan beviskravet og påtalemyndighetens bevisbyrde i realiteten senkes. Slik kan uskyldspresumsjonen uthules. Derfor må vilkårene for markedsmanipulasjon tolkes på bakgrunn av uskyldspresumsjonen. Etter min oppfatning bør særlig det norske «egnet til»-vilkåret tolkes med grunnlag i uskyldspresumsjonen. «Egnet til»-vilkåret henviser til en hypotetisk vurdering av om atferden er egnet til å utgjøre markedsmanipulasjon, avledet fra den konkrete saken.³⁶⁶ Dersom vilkåret skulle legges til grunn etter sin ordlyd ville bevistemaet til påtalemyndigheten vært betraktelig senket, sammenlignet med bevistemaet tilknyttet «likely»-vilkåret. I tillegg til plikten til EØS-konform tolkning, tilsier dermed også uskyldspresumsjonen at «egnet til» må harmoneres med ordlyden «likely». Det kan også problematiseres om en rent effektorientert definisjon av markedsmanipulasjon, slik bestemmelsen i MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) tilsynelatende er, støter mot uskyldspresumsjonen.³⁶⁷

Legalitetsprinsippet, uskyldspresumsjonen og kravet til materiell rettsstrid setter altså begrensninger for tolkningen av MAR art. 12.

15.4 Varierende tolkning av MAR art. 12 etter sanksjonssporet?

Som nevnt ovenfor gjelder legalitetsprinsippet og uskyldspresumsjonen både i straffesaker og administrative saker. Prøvingsintensiteten av presisjonskravet øker imidlertid i takt med hvor inngripende sanksjonen er.³⁶⁸ I administrative saker vil derfor presisjonskravet ikke slå til med samme styrke som i straffesaker. Dette kan svekke forutberegneligheten i MAR art. 12.

Hvorvidt Høyesterett ville tolket definisjonen av markedsmanipulasjon i Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) mer intenst dersom saken gjaldt overtredelsesgebyr, kan ikke utelukkes. Denne betraktningen er illustrerende for hvordan intensiteten i tolkningen kan variere etter sanksjonssporet, og proporsjonaliteten av hvor stridende handlingene er mot rettsgodebeskyttelsen.

Ventoruzzo og Mock (2017) bemerker problemet med «so-called divided interpretation» for tolkningen av MAR i forskjellige kontekster, herunder administrativ, strafferettslig og sivilrettslig (erstatningsrettslig) kontekst, og bemerker at dette under MAR «remain an

³⁶⁵ Wasenden (2007) s. 449.

³⁶⁶ Se punkt 13.3 ovenfor.

³⁶⁷ Se punkt 11.2.4 og 11.3 ovenfor.

³⁶⁸ Aall (2018) s. 121.

unsolved problem».³⁶⁹ Den formålsoverrettede tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon i rettspraksis bidrar likevel til forutberegnelighet for lignende tolkning uavhengig av sanksjonsspor. Veil (2017) anser det ikke å være høy risiko for «dual interpretation» som kan gå ut over forutberegneligheten.³⁷⁰

16 Skyldkravet for markedsmanipulasjon

16.1 Innledning: Objektiv foretakssanksjon?

Etter gjeldende vphl. § 21-3 første ledd gjelder det et skyldkrav om forsett eller uaktsomhet for markedsmanipulasjon. For fysiske personer videreføres skyldkravet etter inkorporeringen av MAR, både for administrative saker og straffesaker.³⁷¹ Overtredelsesgebyr mot foretak skal reguleres av forvaltningsloven § 46 første ledd etter inkorporeringen av MAR.³⁷²

I henhold til fvl. § 46 første ledd kan foretakssanksjoner ilegges «selv om ingen enkeltperson har utvist skyld». Altså kan overtredelsesgebyr mot foretak ilegges på objektivt grunnlag. Likevel følger det av forarbeidene at skyldkrav som oppstilles i særlovgivningen gjelder foran det objektive ansvaret etter fvl. § 46 første ledd.³⁷³ Formuleringen er hentet fra strl. § 27 om foretaksstraff. Hvorvidt foretaksstraff kan ilegges på objektivt grunnlag er en komplisert problemstilling som ikke vil analyseres her.³⁷⁴ Det er imidlertid klart at foretaksstraff er aktuelt for overtredelse av markedsmanipulasjonsforbudet.

Dersom definisjonen av markedsmanipulasjon etter MAR art. 12 i seg selv oppstiller et skyldkrav, vil dette skyldkravet derfor også gjelde for overtredelsesgebyr mot foretak.

For både verbal markedsmanipulasjon og referanseindeksmanipulasjon gjelder det et eksplisitt skyldkrav ved at manipulatorene «**knew, or ought to have known**, that the information was false or misleading» (min utheving).³⁷⁵

Imidlertid oppstilles det ikke eksplisitte skyldkrav i den ikke-verbale definisjonen i MAR art. 12 nr. 1 (a) og i MAR art. 12 nr. 1 (b). I sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* har EFTA-

³⁶⁹ Ventrizzo og Mock (2017) s. 8-9.

³⁷⁰ Veil (2017) s. 91. Synspunktet gjelder generelt for tolkningen av kapitalmarkedsrett.

³⁷¹ Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10-12, ny vphl. §§ 21-15 første ledd og 21-1 første ledd jf. 21-9 første ledd.

³⁷² Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven – fvl.). Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10-11, ny vphl. §§ 21-1 første ledd jf. 21-9 andre ledd.

³⁷³ Prop. 62 L (2015–2016) s. 199.

³⁷⁴ Se nærmere om foretaksstraff og skyldkravet i Grønning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 751-754 og

³⁷⁵ MAR art. 12 nr. 1 (c) og (d).

domstolen nå også uttalt at ordlyden «false or misleading» etter MAD *ikke* oppstiller et skyldkrav.³⁷⁶ Oppstiller MAR art. 12 kun et skyldkrav for deler av definisjonen?

Først drøftes ordlyden og sammenhengen i forordningsteksten. Så analyseres EFTA-domstolens konklusjon i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*. Deretter trekkes det frem andre argumenter, hovedsakelig rettsgodeorienterte. Til slutt gjøres det en oppsummering hvor konsekvensene for norsk rett kommenteres.

16.2 Oppstiller MAR art. 12 et generelt skyldkrav?

Kjernevilkårene for de delene av definisjonen som *ikke* oppstiller eksplisitte skyldkrav er «**false or misleading signals**» etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(i), «secures the price (...) at an **abnormal or artificial level**» etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) og «behaviour which affects (...) the price (...) which employs a fictitious device or any other form of **deception or contrivance**» etter MAR art. 12 nr. 1 (b) (mine uthevninger).³⁷⁷

For manipulasjon ved «deception or contrivance», trekker ordlyden klart i retning av at det gjelder et skyldkrav. Dette kan utledes av de subjektive begrepene «deception or contrivance». I den svenske og danske oversettelsen uttrykkes det subjektive tydelig: «**där falska förespeglingar eller andra slag av vilseledande eller manipulationer utnyttjas**» og «der benyttes **fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund**».

At ordlyden oppstiller subjektive krav støttes også av indikatorlisten. Blant indikatorer er om manipulatoren har spredt villedende informasjon, eller utarbeidet feilaktige/partiske investeringsanbefalinger (*scalping*)³⁷⁸, før eller etter gjennomføringen av handelsordre eller transaksjoner.³⁷⁹ Etter min oppfatning gir disse indikatorene uttrykk for en manipulasjonshensikt med handelsordrene eller transaksjonene.³⁸⁰ Moloney (2014) hevder at indikatorene ikke er «dependent on intention», men gir likevel uttrykk for tvil ved å uttale at «manipulative intent is implied in the nature of the signals».³⁸¹

Ordlydens subjektive karakter kan etter min oppfatning vanskelig fravikes. Derfor legges det til grunn at det gjelder subjektive krav etter MAR art. 12 nr. 1 (b).

³⁷⁶ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* premiss 57, om MAD art. 1 nr. 2 første strekpunkt.

³⁷⁷ MAR art. 12 nr. 1 (a) og (b).

³⁷⁸ Lehmann og Kumpan (2019) s. 749.

³⁷⁹ MAR Vedlegg I B (a) og (b).

³⁸⁰ Lehmann og Kumpan (2019) s. 748-749 er også av denne oppfatning.

³⁸¹ Moloney (2014) s. 742.

Ordlyden «false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument» er imidlertid uklar hva gjelder et skyldkrav. I den danske og svenske oversettelsen er ordlyden: «urigtige eller villedende signaler» og «falska eller vilseledande signaler». Ordlyden har assosiasjoner til løgn og bedragerske handlinger, men det er uklart om disse skal vurderes ut fra manipulatorens oppfatning, eller ut fra informasjonens karakter og innvirkning i markedet. Å tale om manipulasjon, uten at manipulatoren er klar over at vedkommende villeder andre, fremstår etter min oppfatning som kunstig. Et forbud mot slik atferd ligner mer på et forbud mot «feil» oppførsel, enn et forbud mot manipulerende atferd.

Forordningsteksten i MAR art. 12 nr. 1 (a)(i) er altså uklar hva gjelder et skyldkrav. Etter min oppfatning trekker likevel ordlyden i retning av et skyldkrav.

Ordlyden «secures the price (...) at an abnormal or artificial level» jf. MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) er rent effektorientert. Det kan ikke utledes et skyldkrav ut fra ordlyden.

Foreløpig kan det konkluderes med at forordningsteksten i MAR art. 12 nr. 1 (b) oppstiller et skyldkrav, mens spørsmålet er uklart for MAR art. 12 nr. 1 (a)(i) og (ii). Er det noen andre kilder som tilsier at det gjelder et skyldkrav for hele definisjonen?

Slik drøftelsen ovenfor viser, har ikke MAR art. 12 nr. 1 (b) om «deception or contrivance»-manipulasjon selvstendig objektivt innhold ved siden av MAR art. 12 nr. 1 (a)(i).³⁸² Dersom det ikke oppstilles subjektive krav også for MAR art. 12 nr. 1 (a), ville MAR art. 12 nr. 1 (b) ikke bare vært uten selvstendig innhold, men også oppstilt et *tilleggsvilkår*, i form av et skyldkrav. Sammenhengen i regelverket tilsier derfor at også resten av definisjonen inneholder et skyldkrav.

Sammenhengen i regelverket tilsier også at det eksplisitte skyldkravet i MAR art. 12 nr. 1 (c), som retter seg mot både «artificial» kurssikring og «false or misleading»-vilkåret, bør innfortolkes i de likelydende vilkårene gjennom hele definisjonen. Det samme gjelder det eksplisitte skyldkravet i MAR art. 12 nr. 1 (d) om referanseindeksmanipulasjon, som retter seg både mot vilkåret «false or misleading» og «manipulates».³⁸³ Dette trekker i retning av et skyldkrav også for MAR art. 12 nr. 1 (a)(i) og (ii).

³⁸² Se punkt 12.3 ovenfor.

³⁸³ Se punkt 11.2.4 ovenfor.

I litteraturen argumenteres det for at forordningsteksten i MAR og sammenhengen i regelverket innebærer at det gjelder et skyldkrav for hele definisjonen av markedsmanipulasjon.³⁸⁴ Andre er derimot av den oppfatning at definisjonen er rent objektiv.³⁸⁵ I sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* har nå også EFTA-domstolen tatt standpunktet om at vilkåret «false or misleading signals» ikke oppstiller krav til subjektiv skyld. Hva baserer EFTA-domstolen konklusjonen på?

16.3 Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*: En objektiv definisjon

Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* gjaldt som nevnt en obligasjonsmegler og en fondsforvalter som ble tiltalt for å ha manipulert kursen i børsnoterte selskapsobligasjoner.³⁸⁶ EFTA-domstolen svarer på betydningen av subjektive element for tolkningen av vilkåret «false or misleading» etter MAD.³⁸⁷ Etersom definisjonen av markedsmanipulasjon i MAR art. 12 er en videreføring av definisjonen etter MAD art. 1 nr. 2, er EFTA-domstolens uttalelser også betydningsfull for tolkningen av MAR.

EFTA-domstolen uttaler:

*«I denne sammenheng peker EFTA-domstolen på at direktivet artikkel 1 nr. 2 harmoniserer de elementer som er nødvendige for å fastslå om markedsmanipulering har funnet sted, herunder de som er angitt i artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt. Ved en bokstavtolkning av ordlyden – «transaksjoner» som «gir» «uriktige» eller «villedende» «signaler» – er det klart at det ikke kreves noe subjektivt faktor for å komme til at en transaksjon eller handelsordre utgjør markedsmanipulering. Dermed er det ikke noen subjektivt faktor, og heller ingen «reell interesse», blant de elementer som inngår i definisjonen av markedsmanipulering i artikkel 1 nr. 2 bokstav a første strekpunkt.»*³⁸⁸ (mine uthevninger)

EFTA-domstolen kommer følgelig til at det etter ordlyden «klart» ikke gjelder subjektive faktorer.

³⁸⁴ Bergþórsson (2018) s. 93 flg. og s. 276-279 og Lau Hansen (2018) s. 208.

³⁸⁵ Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen) premiss 36, Berge (2014) s. 307, Venteruzzo og Mock (2017) s. 41 om «The «Missing» Intent Requirement for Market Manipulation», Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 602 og Lehmann og Kumpan (2019) s. 735 som gir uttrykk for tvil.

³⁸⁶ Se nærmere om saksforholdet i punkt 2.

³⁸⁷ MAD art. 1 nr. 2 (a) første strekpunkt.

³⁸⁸ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 57.

Etter drøftelsen av ordlyden ovenfor, er ordlyden uklar hva gjelder skyldkrav. Derfor kan det gjøres innvendinger mot EFTA-domstolens uttalelse om at det er «klart» at ordlyden utelukker subjektive element. Etter min oppfatning trekker EFTA-domstolen en for kategorisk konklusjon ut av ordlyden.

EFTA-domstolen argumenterer også med at definisjonen harmoniserer vilkårene for markedsmanipulasjon i medlemsstatene. At definisjonen harmoniserer vilkårene for markedsmanipulasjon i EØS utelukker ikke subjektive element i vilkårene. Riktignok kan det være problematisk å definere grader av skyld i en harmonisert regulering, ettersom medlemsstatene kan ha en ulik forståelse av begreper som uaktsomhet og forsett.³⁸⁹ Men å harmonisere et krav til et visst subjektivt element synes ikke å være problematisk. Nettopp dette er gjort med eksplisitte skyldkrav i bestemmelsene om verbal markedsmanipulasjon og referanseindeksmanipulasjon i MAR.³⁹⁰ MAD II harmoniserer også et krav til «intent».³⁹¹ I denne sammenheng kan det bemerkes at en harmonisert regulering av markedsmissbruk er et av hovedformålene bak MAR.³⁹²

EFTA-domstolen viser også til eksemplene på markedsmanipulasjon i MAD art. 1 nr. 2 siste ledd og kommisjonsdirektiv 2003/124/EC art. 4 som støtte for synspunktet sitt om at definisjonen er rent objektiv.³⁹³ Herunder trekker EFTA-domstolen frem eksempelet om *marking the close*-manipulasjon, som et eksempel som uttrykker en *subjektiv* strategi.³⁹⁴ EFTA-domstolen konkluderer likevel med at eksempelet ikke alene er tilstrekkelig til å fastslå at definisjonen inneholder subjektive elementer.³⁹⁵

Flere andre eksempler kan imidlertid også anses å være indikatorer på en subjektiv strategi om å villedde andre. Blant annet eksempelet om *pump and dump* og *trash and cash*: «the extent to which orders to trade given or transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change which is subsequently reversed»³⁹⁶. Slik *pump and dump* eller *trash and cash*-manipulasjon indikerer at manipulatoren subjektivt har hatt en manipulerende strategi (påvirke kursen til å enten stige

³⁸⁹ Bergþórsson (2018) s. 279-281.

³⁹⁰ MAR art. 12 nr. 1 (c)

³⁹¹ MAD II art. 5 nr. 1.

³⁹² MARs fortale avsnitt 3, 4 og 5.

³⁹³ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 59.

³⁹⁴ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 59.

³⁹⁵ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 59.

³⁹⁶ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC art. 4 bokstav e.

eller falle), for egen vinning. Men med EFTA-domstolens kategoriske ordlydsfortolkning i bunn, er det ikke uventet at eksemplene ikke blir tillagt særlig vekt.

EFTA-domstolens klare konklusjon er altså at «false or misleading»-vilkåret ikke oppstiller subjektive krav til manipulatoren. Selv om EFTA-domstolens drøftelse etter min oppfatning har noen svakheter, har EFTA-domstolens uttalelser og høy rettskildemessig vekt. Særlig ettersom det ikke foreligger annen rettspraksis om «false or misleading»-vilkåret på EU-nivå. Konklusjonen er derfor at «false or misleading»-vilkåret etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(i) ikke oppstiller et skyldkrav. Ettersom ordlyden i bestemmelsen om kurssikring jf. MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii) er mer objektiv enn «false or misleading»-vilkåret, kan det samme legges til grunn for MAR art. 12 nr. 1 (a)(ii).

Etter min oppfatning kan det problematiseres om det er noen legitime grunner for at kun deler av definisjonen skal oppstille skyldkrav. For verbal markedsmanipulasjon fremgår det klart av fortalen at kun spredning av villedende opplysninger hvor manipulatoren utviser skyld, er skadelig.³⁹⁷ Fortalen gir dermed en god forklaring på hvorfor det gjelder et skyldkrav: Det er kun verbal markedsmanipulasjon gjort med skyld som truer rettsgodebeskyttelsen. Betyr dette at ikke-verbal markedsmanipulasjon gjort uten skyld i større grad truer rettsgodebeskyttelsen?

Rettsgodebeskyttelsen bak forbudet mot markedsmanipulasjon er blant annet sikring av effisiens og tillitten til markedet.³⁹⁸ Hvorvidt ikke-verbal markedsmanipulasjon begått uten skyld skader effisiens og tillitten til markedet er usikkert. Det kan ikke uten videre legges til grunn at markedsdeltakerne forventer et marked hvor villedende transaksjoner sanksjoneres etter rent objektive kriterier. Etter min oppfatning vil en slik forståelse av «false or misleading» derimot kunne medføre risiko for at markedsdeltakere trekker seg ut av markedet. Dette av frykt for at egen atferd, gjennom for eksempel transaksjoner, kan bli tolket som villedende etter objektive kriterier, selv om markedsdeltakeren ikke hadde til hensikt å villedde. Behovet for å *hindre* en tolkning av forbudet mot markedsmanipulasjon som kan «avskrekke markedsdeltakere fra å engasjere seg i normal markedsaktivitet og transaksjoner i finansielle instrumenter», fremheves også av EFTA-domstolen.³⁹⁹

³⁹⁷ MARs fortale avsnitt 47.

³⁹⁸ Se punkt 3 ovenfor.

³⁹⁹ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 54.

Det er kritikkverdig at EFTA-domstolen ikke drøfter forholdet mellom rettsgodebeskyttelsen og skyldkravet nærmere, i tillegg til sammenhengen i definisjonen av markedsmanipulasjon.

16.4 Betydningen av subjektive element

Selv om EFTA-domstolen konkluderer med at definisjonen av markedsmanipulasjon ikke krever skyld hos manipulatoren, betyr ikke dette at subjektive element er uten betydning for tolkningen av definisjonen. EFTA-domstolen kommer til at subjektive element kan benyttes som *momenter* i den objektive vurderingen.⁴⁰⁰ I tillegg presiserer EFTA-domstolen at selv om det foreligger forsett om manipulasjon, er dette ikke tilstrekkelig til å oppfylle vilkåret «false or misleading».⁴⁰¹

De objektive vilkårene for markedsmanipulasjon etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(i) og (ii) må altså være oppfylt, uavhengig av om vedkommende har forsett om å manipulere. Slike subjektive moment, kan likevel benyttes i vurderingen av om de objektive vilkårene er oppfylt.

I forbindelse med et blogginnlegg om sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* kommer Jesper Lau Hansen med en interessant betraktning.⁴⁰² Han hevder at selv om en objektiv forståelse av definisjonen ble ansett å være i favør av påtalemyndigheten, kan en slik forståelse gjøre det vanskeligere for påtalemyndigheten å bevise brudd på markedsmanipulasjonsforbudet. Nemlig fordi det må bevises at handlingene har en vesentlig skadelig effekt i markedet, uavhengig av manipulasjonshensikt.

Det kan tenkes tilfeller hvor en person handler med hensikt om å manipulere, som kan bevises gjennom for eksempel telefonsamtaler eller meldinger. Likevel må det altså bevises at handlingene har en skadelig effekt i markedet. Hvorvidt handlinger har en skadelig effekt i markedet kan være vanskelig å bevise, slik tilfellet var i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G*, som gjaldt forhandlingsbaserte transaksjoner av nokså illikvide selskapsobligasjoner.⁴⁰³ Det er ikke klare grenser for hvilken atferd som er skadelig for effisiens og tillitt til kapitalmarkedene. EFTA-domstolens tolkning av markedsmanipulasjonsforbudet kan dermed anses å styrke rettssikkerheten dersom påtalemyndigheten hevder det foreligger manipulasjonshensikt, mens det samtidig er uklart om atferden har hatt manipulerende

⁴⁰⁰ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 58 og 60-61.

⁴⁰¹ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 58 og 60-61.

⁴⁰² Jesper Lau Hansen, «*EFTA Court rules on market manipulation after MAD – emphasis on effect-doctrine*», Oxford Business Law Blog, 28. februar 2020. Se hyperkobling i kildeliste under «avisartikler og blogginnlegg».

⁴⁰³ Se sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 65.

effekt.⁴⁰⁴ I denne sammenheng er det viktig å merke seg at rettsgodebeskyttelsen bak forbudet mot markedsmanipulasjon retter seg mot sikring av velfungerende markedsmekanismer, og ikke forhindring av atferd begått med klanderverdige eller økonomisk irrasjonelle motiver.⁴⁰⁵

16.5 Oppsummering, konklusjoner og konsekvenser for norsk rett

På bakgrunn av sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* er konklusjonen at MAR art. 12 nr 1 (a)(i) og (ii) *ikke* oppstiller skyldkrav for markedsmanipulasjon. Subjektive element kan likevel benyttes i den konkrete vurderingen av om de objektive vilkårene for markedsmanipulasjon er oppfylt. Tilstedeværelsen av manipulasjonsforsett er derimot ikke tilstrekkelig i seg selv for å oppfylle vilkårene for markedsmanipulasjon. De objektive vilkårene må alltid være oppfylt.

I gjeldende norsk rett gjelder det et skyldkrav for markedsmanipulasjon, som vil videreføres med inkorporeringen av MAR. Skyldkravet vil gjelde både for administrative saker og straffesaker.⁴⁰⁶ For overtredelsesgebyr mot juridiske personer vil imidlertid skyldkravet reguleres av fvl. § 46. Fvl. § 46 oppstiller et objektivt ansvar. Dersom det gjelder et skyldkrav etter særloven, vil likevel dette skyldkravet gå foran. I henhold til analysen ovenfor vil derfor overtredelsesgebyr kunne ilegges foretak på objektivt grunnlag etter MAR art. 12 nr. 1 (a)(i) og (ii), men ikke etter MAR art. 12 nr. 1 (b). MAR art. 12 nr. 1 (c) og (d) oppstiller eksplisitte skyldkrav, som også vil gå foran det objektive skyldkravet etter fvl. § 46 første ledd.

17 Forsøk

I motsetning til MAD rammes forsøk på markedsmanipulasjon direkte etter MAR art. 15.⁴⁰⁷ Derfor vil det ikke være nødvendig å vise til strl. § 16 for å dømme for forsøk på markedsmanipulasjon.⁴⁰⁸ Forsøk vil derfor også kunne medføre overtredelsesgebyr.

Slik det påpekes i fortalen til MAR, er det viktig å skille mellom forsøk og «likely»-vilkåret.⁴⁰⁹ Definisjonen av markedsmanipulasjon retter seg med «likely» allerede mot atferd

⁴⁰⁴ Forsøk på markedsmanipulasjon rammes likevel jf. MAR art. 15. Se punkt 17 nedenfor.

⁴⁰⁵ MAR art. 1 og MARs fortale avsnitt 1 og 2. Se LB-2019-2429-2 (*Økokrim mot F og G*) punkt 5.2 hvor lagmannsretten uttaler at: «De profesjonelle aktørene som opererer i obligasjonsmarkedet, vet at et salg kan ha mange grunner og tar dette i betraktning når de bedømmer hvilken vekt de vil legge på kursen ved en tidligere transaksjon.»

⁴⁰⁶ Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10-12, ny vphl. §§ 21-15 og 21-1 jf. 21-9.

⁴⁰⁷ MAR art. 15, sml. MAD art. 5.

⁴⁰⁸ Jf. Fogtdal (2017) s. 189 om den tilsvarende situasjonen i dansk rett.

⁴⁰⁹ MARs fortale avsnitt 41.

som faktisk ikke blir manipulerende, så lenge dette var «likely». Hva skiller så forsøk på markedsmanipulasjon mot «likely» manipulasjon?

I henhold til fortalen til MAR vil forsøk på markedsmanipulasjon kunne være situasjoner hvor handlingen er påbegynt men ikke fullendt, for eksempel på grunn av sviktende teknologi eller en instruks om å handle som ikke oppfølges.⁴¹⁰ Bergþórsson (2018) trekker også situasjonen hvor handlingen ikke fikk en villedende effekt i markedet, men hvor forsøkspersonen hadde forsett om å manipulere.⁴¹¹ Etter dette er det klart at enkelte situasjoner kan anses som forsøk på markedsmanipulasjon, selv om «likely»-kravet ikke er oppfylt.

Forsøk på markedsmanipulasjon er allerede for straffbart i norsk rett.⁴¹² Inkorporeringen av MAR i norsk rett vil ikke føre til endringer i reguleringen av forsøk på markedsmanipulasjon, annet enn at forsøk også vil kunne lede til administrative sanksjoner.⁴¹³

18 Medvirkning

18.1 Innledning

I henhold til MAR art. 15 er det forbudt å «**engage in** or attempt to engage in market manipulation» (min utheving). På dansk er ordlyden: «Det er forbudt personer at **deltage** eller at forsøge at deltage i markedsmanipulation» (min utheving). Den svenske oversettelsen er: «En person får inte **ägna sig** eller försöka ägna sig åt marknadsmanipulation» (min utheving).

Forordningsteksten tilsier at medvirkning til markedsmanipulasjon er omfattet av MAR art. 15. På lik linje med forsøk på markedsmanipulasjon, vil det derfor kunne være unødvendig å henvise til medvirkningsbestemmelsen i strl. § 15 ved medvirkningsstraff for markedsmanipulasjon.⁴¹⁴ Igjen vil dette innebære at også administrative sanksjoner kan ilegges for medvirkning til markedsmanipulasjon.

⁴¹⁰ MARs fortale avsnitt 41.

⁴¹¹ Bergþórsson (2018) s. 258.

⁴¹² Strl. § 16 jf. vphl. § 21-3.

⁴¹³ MAR art. 15 jf. ny vphl. § 21-1, se lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10.

⁴¹⁴ Slik Fogtdal (2017) s. 189 også hevder om dansk rett.

En særlig problemstilling som har vært gjenstand for debatt i dansk rett, er hvorvidt *verdipapirhandlers lojale utførelse av kundenes handelsordrer* kan anses som medvirkning til markedsmisbruk.⁴¹⁵

18.2 Profesjonelle mellommenn og medvirkningsansvar

Med «verdipapirhandlere» menes de mellommenn som utfører handelsordrene til kunder, typisk ansatte i en bank eller meglerhus. Det er klart at verdipapirhandleren kan pådra seg medvirkningsansvar ved å tilskynde seg markedsmanipulatorens handling. For eksempel ved å oppfordre til en *pump and dump*-strategi. Diskusjonen går ut på hvorvidt slike mellommenn kan pådra seg medvirkningsansvar ved å «passivt» utføre ordrer, selv om verdipapirhandleren hadde mistanke om at kundens ordre innebar markedsmisbruk. Uenigheten knytter seg til om verdipapirhandleren i tilfellene av mistanke *kun* har en rapporteringsplikt etter MAR art. 16, eller om vedkommende også kan pådra seg medvirkningsansvar.⁴¹⁶

Etter MAR art. 16 nr. 1 plikter profesjonelle verdipapirhandlere å rapportere ordrer og transaksjoner som kan omfattes av forbudene mot innsiddehandel og markedsmanipulasjon til myndighetene. Forordningsteksten tilsier at ren utførelse av handelsordre som innebærer markedsmanipulasjon, uten noen ytterligere tilskyndelse, er ment å rapporteres til myndighetene. Etter min oppfatning trekker derfor forordningsteksten i retning av at «passiv» utførelse av kunders handelsordrer *ikke* fører til medvirkningsansvar, selv om verdipapirhandleren ved at kunden har manipulasjonshensikt.

Lau Hansen (2019) påpeker at dersom verdipapirhandlere kan pådra seg medvirkningsansvar, ville regelen i MAR art. 16 krenket vernet mot selvinkriminering etter EMK art. 6.⁴¹⁷ Dersom ren utførelse av handelsordrer kan føre til medvirkningsansvar, ville profesjonelle mellommenn som gjennomførte slike ordrer altså være forpliktet til å informere om sin egen medvirkningshandling i henhold til MAR art. 16. Dette trekker videre i retning av at ren utførelse av kunders handelsordrer ikke omfattes av ordlyden «*engage in market manipulation*».

⁴¹⁵ Fogtdal (2017) s. 117 flg., Lau Hansen (2018) s. 208-209, Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 572 og 612, Jesper Lau Hansen, «Værdipapirhandlers ansvar for medvirken til markedsmisbrug», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 3 2019, s. 1--14 og Finanstilsynets vejledning nr. 9727.

⁴¹⁶ Finanstilsynet i Danmark hevder i Finanstilsynets vejledning nr. 9727 at verdipapirhandleren kan pådra seg medvirkningsansvar. Fogtdal (2017) s. 124 synes også å være av denne oppfatning. Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 612 og Lau Hansen (2019) konkluderer klart med at lojal utførelse av kundeordrer ikke kan føre til medvirkningsansvar.

⁴¹⁷ Lau Hansen (2019) s. 9 og s. 12.

Vedrørende forbudet mot innsidehandel tilsier videre MAR art. 9 nr. 2 og fortalen til MAR at en verdipapirhandler kan gjennomføre en ordre selv om kunden har intern viten.⁴¹⁸ Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) hevder at bestemmelsen må tolkes analogt for markedsmanipulasjon, slik at ren utførelse av kundeordrer ikke kan føre til medvirkningsansvar.⁴¹⁹ Fogtdal (2017) tolker imidlertid ikke bestemmelsen så vidt, og konkluderer med at en verdipapirhandler som er kjent med kundens manipulasjonsforsett, vil være skyldig i medvirkning til markedsmanipulasjon, med mindre handlingen direkte faller innenfor MAR art. 9 nr. 2 eller omfattes av den alminnelige rettsstridsreservasjonen.⁴²⁰ Fogtdal (2017) omtaler situasjonen som «et valg mellom pest eller kolera», ved at verdipapirhandleren må velge å gjøre seg skyldig i medvirkning til markedsmissbruk eller risikere å miste kunder.⁴²¹

Etter min oppfatning fremstår det som om ordlyden «engage in market manipulation» etter MAR art. 15, tolket i samsvar med rapporteringsplikten i MAR art. 16, ikke omfatter ren utførelse av mistenkelige transaksjoner. Rettstilstanden er likevel uklar.

Hvorvidt slik atferd ville kvalifisert som medvirkning etter alminnelig norsk strafferett er også uklart. I litteraturen oppstilles et årsakskrav og et rettsstridskrav som generelle krav for medvirkningshandlinger.⁴²² Å gjennomføre en kundes/manipulators handelsordre kan anses som en form for fysisk medvirkning knyttet til gjerningssubjektet, ved at manipulatoren blir satt bedre i stand til å gjennomføre det straffbare.⁴²³

Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) trekker her frem betydningen av rettsstridsvurderinger: «En mor som stadig leverer mat på gutterommet, kan ikke straffes for medvirkning til datainnbrudd (§ 204) selv om hun forstår at ungdommen driver med «hacking»».⁴²⁴

Verdipapirhandleres gjennomføring av kundeordrer kan etter min oppfatning anses som en «nøytral» handling på verdipapirmarkedet. Ofte vil handelen skje automatisk gjennom handelsplattformer på internett, slik at de profesjonelle mellommenn ikke vil få innsikt i hensikten med handelen. Slik Lau Hansen (2019) argumenterer for, bør ikke situasjonen være

⁴¹⁸ MARs fortale avsnitt 30. Se Lau Hansen (2019) s. 12 og Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 612.

⁴¹⁹ Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) s. 612.

⁴²⁰ Fogtdal (2017) s. 123-124. Rettsstridsreservasjonen omtales som «materiel atypisitet» i dansk rett.

⁴²¹ Fogtdal (2017) s. 124.

⁴²² Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 329-335.

⁴²³ Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 341-342.

⁴²⁴ Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 342.

annerledes dersom manipulatorene gjennomfører ordren ved direkte kontakt med en megler.⁴²⁵ Dersom megleren ikke ønsker å gjennomføre ordren av mistanke om markedsmissbruk, vil manipulatorene enkelt kunne gjennomføre ordren på en internettplattform istedenfor.⁴²⁶ Til hvilken grad meglere vil kunne forhindre manipulerende atferd er derfor tvilsomt. Etter min oppfatning vil forutberegneligheten og effektiviteten i reguleringen av markedsmanipulasjon styrkes dersom fokuset legges på å avdekke hvilke transaksjoner og handelsordrer som var villedende, noe rapporteringsplikten i MAR art. 16 bidrar til.

Etter dette er det uklart om profesjonelle aktørers rene utførelse av handelsordrer fra kunder kan medføre medvirkningsansvar for markedsmanipulasjon. Flere argumenter trekker likevel i retning av at det ikke bør gjelde et medvirkningsansvar i slike tilfeller.

18.3 Endringer med inkorporeringen av MAR i norsk rett?

Medvirkning til markedsmanipulasjon er straffbart i gjeldende norsk rett.⁴²⁷ Etter vphl. § 3-11 gjelder det en rapporteringsplikt for profesjonelle som gjennomfører transaksjoner hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Hvorvidt profesjonelle mellommenn som lojalt utfører kundeordrer kan pådra seg medvirkningsansvar for markedsmanipulasjon, er dermed uavklart også etter gjeldende norsk rett.

19 Avsluttende refleksjoner om del 2

MAR skal forhindre regulatoriske forskjeller, sikre forutberegnelighet og bidra til et mindre komplekst regelverk for markedsdeltakere.⁴²⁸ Forutberegnelighet er også – slik EFTA-domstolen påpeker i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* – et grunnleggende EØS-rettslig prinsipp.⁴²⁹ Analysen av definisjonen av markedsmanipulasjon har likevel vist at forutberegneligheten er diskutabel på flere punkter. Definisjonene av markedsmanipulasjon inneholder flere vide og vage uttrykk, og overlapper hverandre i stor grad.

Etter min oppfatning vil en tydeliggjøring av innholdet i kjernevilkårene være hensiktsmessig for å oppnå målene om forutberegnelighet og en mindre kompleks regulering. Om definisjonen kun skal tolkes effekt-orientert, eller hvorvidt det også stilles krav til informasjonens manipulerende karakter, er viktige spørsmål som enkelt kunne vært avklart i

⁴²⁵ Lau Hansen (2019) s. 13.

⁴²⁶ For alle finansielle instrumenter som handles over auksjonsplattformer, som for eksempel børsnoterte aksjer.

⁴²⁷ Strl. § 15 jf. vphl. § 21-3.

⁴²⁸ MARs fortale avsnitt 4.

⁴²⁹ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 41

definisjonen. Det samme gjelder hvorvidt kun deler av definisjonen skal oppstille et skyldkrav. Forholdet mellom de ulike delene av definisjonen burde også klargjøres.

Etter mitt syn vil reguleringen kunne fremstå som kompleks for markedsdeltakere. Særlig ettersom omfanget av rettspraksis på EU/EØS-nivå er sparsommelig. EFTA-domstolens avgjørelse i sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* representerer likevel en positiv utvikling på viktige punkter. Rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet settes i fokus av EFTA-domstolen. Dette er positivt for forutberegneligheten. Markedsdeltakerne vil sannsynligvis forstå formålet med markedsmisbruksreglene, og kunne stole på at handlinger som ikke truer formålet med markedsmisbruksreglene, ikke skal sanksjoneres.

At brudd på markedsmanipulasjonsforbudet vil kunne sanksjoneres både administrativt og strafferettslig etter inkorporeringen av MAR, kan også øke kompleksiteten i regelverket. Som drøftelsen ovenfor viser, kan strafferettslige og menneskerettslige prinsipper oppstille begrensninger for tolkningen av MAR art. 12. Herunder kan to ulike sanksjonsformer føre til en varierende tolkningsintensitet av de vage kjernevilkårene.

Hvordan vil det sikres forutberegnelighet om hvilken atferd som fører til hvilken sanksjon? Det nye sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon med inkorporeringen av MAR vil analyseres i del 3.

Del 3: Det nye sanksjonssystemet

20 Introduksjon

20.1 Innledning

Med inkorporeringen av MAR inntreter et nytt sanksjonssystem for brudd på markedsmanipulasjonsforbudet. Etter den gjeldende verdipapirhandelloven sanksjoneres markedsmanipulasjon kun med straff og administrativ inndragning (vinningsavståelse).⁴³⁰ Nytt med MAR er at det i tillegg innføres administrative sanksjoner (overtredelsesgebyr).⁴³¹

⁴³⁰ Vphl. §§ 21-3 og 21-2. Vinningsavståelse har ikke blitt benyttet som sanksjonsform mot markedsmanipulasjon på selvstendig grunnlag, jf. Internettkilde: Finanstilsynets nettsider.

⁴³¹ Lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10, ny vphl. § 21-1.

Ettersom markedsmanipulasjon kan ha svært varierende alvorlighetsgrad, er det positivt at et mer fleksibelt sanksjonssystem nå innføres. Likevel kan det stilles spørsmål ved om det nye sanksjonssystemet gjennomføres hensiktsmessig.

Som en introduksjon til analysen av det kommende sanksjonssystemet, vil jeg først presentere de konstitusjonelle rammene for sanksjonering av atferd og Justisdepartementets prinsipper for kriminalisering og bruk av administrative sanksjoner. Legitimiteten til det gjeldende sanksjonssystemet behandles deretter raskt. Så presenteres EMDs dom *Grande Stevens v. Italy*, hvor EMD behandler retten til en rettferdig rettergang og vernet mot dobbeltforfølgning etter EMK i forbindelse med det italienske forbudet mot markedsmanipulasjon.⁴³²

20.2 Konstitusjonelle rammer for sanksjoner

Straff er definert som et onde staten tilføyer en lovovertreder i den hensikt at det skal føles som et onde.⁴³³ En administrativ sanksjon er en negativ reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan, som rettes mot en lovovertreder og som regnes som straff etter EMK.⁴³⁴ Vinningsavståelse er ikke en administrativ sanksjon men et administrativt tiltak.

Det er flere konstitusjonelle og menneskerettslige skranker for både strafferettslige og administrative sanksjoner. Legalitetsprinsippet etter Grl. § 96, Grl. § 113 og EMK art. 7 – som er drøftet ovenfor for tolkningen av markedsmanipulasjonsforbudet – retter seg også mot myndighetenes adgang til å utforme inngrepshjemler.

Straff og administrative sanksjoner er også inngrep i retten til privatliv jf. Grl. § 102 og EMK art. 8. Ethvert inngrep i retten til privatliv må ha hjemmel, vareta et legitimt formål og være nødvendig.⁴³⁵ Som nevnt ovenfor har det legitime formålet betydning både for hvor inngripende sanksjoner lovgiveren kan oppstille, og for tolkningen av inngrepshjemmelen.⁴³⁶ Forbudet mot markedsmanipulasjon må derfor vareta rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet. I tillegg er nødvendighetsvurderingen en vurdering av inngrepets proporsjonalitet. Sanksjonen må være en proporsjonal reaksjon på alvorlighetsgraden av forbrytelsen.⁴³⁷

⁴³² EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy*.

⁴³³ Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) s. 77.

⁴³⁴ Fvl. § 43 andre ledd.

⁴³⁵ Jf. for eksempel EMDs dom av 31. juli 2000 *A.D.T v. The United Kingdom*, avsnitt 29.

⁴³⁶ Se punkt 3.1 ovenfor.

⁴³⁷ Grønning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 86-87.

Etter sak E-2/10 (Kolbeinsson) pålegges også EØS-statene å sanksjonere på en adekvat, proporsjonal og avskrekkende måte.⁴³⁸ Det gjelder altså et krav til proporsjonalitet i sanksjonssystemet også etter EØS-retten. Prinsippet om proporsjonalitet fremheves også i fortalen til MAR.⁴³⁹ Ved utformingen av sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon må det altså sikres proporsjonalitet mellom overtredelsens alvorlighetsgrad og sanksjonen.

I saken *Grande Stevens v. Italy* behandlet EMD retten til en rettferdig rettergang, uskyldspresumsjonen og vernet mot dobbeltforfølgning etter EMK i forbindelse med det italienske forbudet mot markedsmanipulasjon.⁴⁴⁰ EMD kommer med interessante prinsipielle betraktninger, særlig for to-sporede sanksjonssystem. Saken presenteres nedenfor.

Justisdepartementet har utarbeidet prinsipper for både kriminalisering og bruk av administrative sanksjoner.⁴⁴¹ De grunnleggende prinsippene for inngrep i borgeres frihet fremstår her som sentral. Det er viktig med en gjennomgang av de viktigste prinsippene for kriminalisering og bruk av administrative sanksjoner, som en målestokk for hvorvidt sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon er legitimt.

20.3 Prinsippene for kriminalisering og administrative sanksjoner

Prinsippene for kriminalisering og bruk av administrative sanksjoner følger av forarbeidene til straffeloven og forvaltningsloven.⁴⁴² I forarbeidene til straffeloven er det oppstilt tre prinsipper som bør ligge til grunn for kriminalisering: Skadefølgeprinsippet, subsidiaritetsprinsippet og hensiktsmessighetsprinsippet. Flere av prinsippene gjelder også for administrative sanksjoner.

Skadefølgeprinsippet innebærer at det må foreligge fare for skade på et beskyttelsesverdig retts gode. Subsidiaritetsprinsippet er et prinsipp om at straff kun skal benyttes dersom andre midler ikke finnes eller ikke vil være tilstrekkelig for å hindre lovbrudd.

Hensiktsmessighetsprinsippet går ut på at atferd kun bør kriminaliseres dersom nyttevirkningene av kriminalisering er klart større enn skadevirkningene.

⁴³⁸ Sak E-2/10 *Kolbeinsson* avsnitt 47.

⁴³⁹ MARs fortale avsnitt 86.

⁴⁴⁰ EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy*.

⁴⁴¹ Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) kap. 5 og pkt. 7.5.1 om kriminalisering, Prop. 62 L (2015–2016) kap. 4 om administrative sanksjoner.

⁴⁴² Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) og Prop. 62 L (2015–2016).

Subsidiaritetsprinsippet er et felles prinsipp for kriminalisering og administrative sanksjoner. Her er forholdsmessighetsbetraktninger om hvilken reaksjonsform som er egnet til å ivareta formålet fremtredende.⁴⁴³ Muligheten for et helhetlig og fleksibelt sanksjonssystem med begrenset bruk av straff trekkes frem.⁴⁴⁴

I henhold til forarbeidene bør tre forutsetninger foreligge før det er aktuelt å kriminalisere overtredelse av offentligrettslig reguleringslovgivning: «(1) tilstrekkelig etterlevelse av regelen kan ikke oppnås ved andre sanksjoner, (2) regelen må beskytte en viktig interesse og (3) det må dreie seg om en alvorlig eller gjentatt overtredelse».⁴⁴⁵ At straff reserveres for alvorlige overtredelser omtales som *kvalifikasjonskravet*. I tillegg uttales det i forarbeidene til straffeloven at dersom skadefølgen av en handling er usikker, bør ikke handlingen kriminaliseres «for sikkerhets skyld».⁴⁴⁶

I henhold til disse prinsippene bør sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon utformes proporsjonalt etter hvilken sanksjonsform som best ivaretar rettsgodebeskyttelsen. Begrenset bruk av straff er i tillegg et mål, og straff bør reserveres for alvorlige tilfeller med klar skadelig effekt. Kun alvorlige tilfeller av markedsmanipulasjon, som faktisk har en skadelig effekt, bør derfor kriminaliseres i henhold til disse prinsippene.

20.4 Det gjeldende sanksjonssystemet

MAD art. 14 nr. 1 oppstiller forpliktelser for å sanksjonere brudd på MAD:

«Without prejudice to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.»

Ordlyden tilsier at medlemsstatene må innføre administrative tiltak eller sanksjoner av effektiv, proporsjonal og avskrekkende karakter, og at medlemsstatene står fritt hva gjelder

⁴⁴³ Prop. 62 L (2015–2016) s. 53.

⁴⁴⁴ Prop. 62 L (2015–2016) s. 43.

⁴⁴⁵ Ot.prp.nr.90 (2003–2004) pkt. 7.5.3.2

⁴⁴⁶ Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) s. 92.

strafferettslige sanksjoner. Hvorvidt en stat kan operere utelukkende med strafferettslige sanksjoner er noe uklart etter ordlyden.

I gjeldende verdipapirhandellov er forpliktelsen implementert ved at markedsmanipulasjon sanksjoneres med med straff og administrativ inndragning (vinningsavståelse).

Vinningsavståelse kan anses som et administrativt tiltak, slik at kravene etter MAD art. 14 nr. 1 tilsynelatende er gjennomført korrekt i norsk rett.

Likevel kan det stilles spørsmål ved om det gjeldende sanksjonssystemet er «effective, proportionate and dissuasive». Vinningsavståelse har aldri blitt benyttet som sanksjonsmiddel på selvstendig grunnlag.⁴⁴⁷ Dermed sanksjoneres markedsmanipulasjon etter vphl. § 3-8 i realiteten kun med straff, eventuelt i samspill med vinningsavståelse.

Ren strafferettslig håndheving av forbudet mot markedsmanipulasjon fremstår som lite effektivt og proporsjonalt, og er betenkelig etter kriminaliseringsprinsippene.

Markedsmanipulasjon kan være skadelig for markedet i varierende alvorlighetsgrad. Dette gjenspeiles av forholdet mellom MAD II og MAR. MAD II krever strafferettslig sanksjonering av «serious» markedsmanipulasjon begått med forsett, hvor markedet faktisk påvirkes av atferden, altså uten et «likely»-krav.⁴⁴⁸ Forbudet etter MAR oppstiller ikke et krav om «serious» manipulasjon eller forsett, og stiller kun krav til «likely» manipulasjon. Brudd på markedsmanipulasjonsforbudet etter MAR er ment å sanksjoneres administrativt. MAR art. 30 nr. 1 andre ledd forplikter faktisk medlemsstatene å innføre administrative sanksjoner for markedsmanipulasjon, med mindre medlemsstaten allerede hadde strafferettslige sanksjoner for markedsmanipulasjon før 3. juli 2016.

Det er også av denne grunn at Finansdepartementet med inkorporeringen av MAR nå ønsker å innføre administrative sanksjoner.⁴⁴⁹ Innføringen av overtredelsesgebyr er positivt for proporsjonalitet og effektivitet. I tillegg fører dette til en mer harmonisert sanksjonering av markedsmanipulasjon innen EØS.

Det kan konkluderes med at det gjeldende sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon er betenkelig i henhold til kriminaliseringsprinsippene i norsk rett og proporsjonalitetsprinsippet som kommer til uttrykk i MAD art. 14 nr. 1. Innføringen av administrative sanksjoner for

⁴⁴⁷ jf. ingen treff på Finanstilsynets hjemmesider, se Internettkilder.

⁴⁴⁸ MAD II art. 5 nr. 1 og MAD IIs fortale avsnitt 10. MAR art. 12.

⁴⁴⁹ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 113.

markedsmanipulasjon er positivt, og vil bidra til å styrke sanksjonssystemets proporsjonalitet og effektivitet.

20.5 *Grande Stevens v. Italy*: EMK og to-sporede sanksjonssystem

I saken *Grande Stevens v. Italy* behandlet EMD retten til en rettferdig rettergang, uskyldspresumsjonen og vernet mot dobbeltforfølgning etter EMK i forbindelse med det italienske forbudet mot markedsmanipulasjon.⁴⁵⁰

Grande Stevens v. Italy handler om det italienske selskapet IFIL Investments (IFIL) sitt forsøk på å beholde posisjonen som kontrollerende aksjonær i den italienske børsnoterte bilprodusenten FIAT.⁴⁵¹ I 2002 inngikk FIAT en konvertibel låneavtale med flere banker. Avtalen innebar at dersom FIAT ikke tilbakebetalte lånet innen 20. september 2005, ville det utestående beløpet konverteres til FIAT-aksjer. IFILs eierandel i FIAT ville da synke fra rundt 30% i til rundt 22%. For å beholde posisjonen i FIAT reforhandlet dermed IFIL en eksisterende «equity swap»-avtale med Merill Lynch, slik at Merill Lynch skulle levere FIAT aksjer til IFIL dersom aksjekursen nådde et visst nivå. Forhandlingene mellom IFIL og Merill Lynch begynte i starten av august 2005.

På bakgrunn av store kursendringer i FIATs aksjekurs, oppfordret det italienske finanstilsynet CONSOB den 23. august IFIL om å utstede en pressemelding om eventuelle engasjement i forbindelse med utløpsdatoen på FIATs konvertible lån. IFIL utstedte i august 2005 en pressemelding om at ingen initiativer var tatt i den forbindelse. I september 2005 ble FIATs lån konvertert til aksjer, samtidig som IFIL beholdt posisjonen med over 30% av aksjene, på grunn av den reforhandlede avtalen med Merill Lynch. CONSOB utstedte i februar 2006 flere overtredelsesgebyr for brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon i forbindelse med pressemeldingen. Blant annet mot advokaten Grande Stevens som hadde opptrådt som juridisk rådgiver for IFIL. Senere ble de involverte også strafferettslig tiltalt for markedsmanipulasjon, og stilt for retten i november 2008. Grande Stevens og flere klaget saken inn for EMD. EMD drøfter både EMK art. 6 og EMK TP 7 art. 4 i *Grande Stevens v. Italy*.

⁴⁵⁰ EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy*.

⁴⁵¹ Faktum er gjengitt fra EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy*. avsnitt 6 flg.

EMD anså overtredelsesgebyrene som straff etter EMK, selv om disse ikke var angitt som strafferettslige i italiensk rett.⁴⁵² Vedrørende retten til en rettferdig rettergang etter EMK art. 6 kom EMD videre til at det italienske finanstilsynet CONSOB ikke tilfredstilte kravene til uavhengighet mellom den etterforskende enheten og enheten som ila overtredelsesgebyr.⁴⁵³ EMD uttalte likevel at dette ikke utgjør et brudd på EMK dersom saken kan påankes til en rettsinstans med full prøvingsrett.⁴⁵⁴ Videre ble det konstatert brudd på EMK TP 7 art. 4 fordi Italiensk påtalemyndighet iverksatte en straffesak om markedsmanipulasjon for samme forhold som de tiltalte allerede hadde blitt ilagt administrative sanksjoner for.⁴⁵⁵

I all hovedsak vil det kommende norske sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon være i tråd med EMK, ettersom overtredelsesgebyr anses som straff etter fvl. § 43 andre ledd. Hvorvidt Finanstilsynet etablerer et skille mellom etterforskning og utstedelse av overtredelsesgebyr, er derfor ikke en problemstilling som kommer på spissen. Etter fvl. § 50 vil overtredelsesgebyr uansett være gjenstand for full prøvingsrett i domstolene. Avgjørelsen av hvilke markedsmanipulasjonssaker som skal følge hvilket sanksjonsspor, skal gjøres etter interne retningslinjer mellom Finanstilsynet og Økokrim. Som jeg kommer tilbake til, kan dette være uheldig for vernet mot dobbel straffeforfølgning.

21 Er det nye sanksjonssystemet hensiktsmessig?

21.1 Innledning

Forbudet mot markedsmanipulasjon vil kunne sanksjoneres både administrativt og strafferettslig etter inkorporeringen av MAR.⁴⁵⁶ Ovenfor ble det konkludert med at det gjeldende sanksjonssystemet med utelukkende strafferettslige sanksjoner er betenkelig i lys av kriminaliseringsprinsippene. Derfor er det positivt at Finansdepartementet nå går inn for et mer proporsjonalt sanksjonssystem med innføring av overtredelsesgebyr.

Det nye sanksjonssystemet har likevel flere problematiske sider. Først drøftes det om sanksjonssystemet er i tråd med kriminaliseringsprinsippene. Deretter analyseres

⁴⁵² EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy* avsnitt 94-101 og 222.

⁴⁵³ EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy*. avsnitt 132-137.

⁴⁵⁴ EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy*. avsnitt 138-140.

⁴⁵⁵ EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy*. Se avsnittene 219-229.

⁴⁵⁶ Se lovvedtak 90 (2018–2019) s. 10-12, ny vphl. § 21-1 og ny vphl. § 21-15 første ledd.

forutberegneligheten i avgjørelsen av hvilket sanksjonsspor en sak skal følge. Til slutt presenteres en harmonisert løsning på problemstillingene som reises.

21.2 Kriminaliseringsprinsippene: Straff som normalreaksjon?

Sentralt i prinsippene for kriminalisering og sanksjonering av atferd, er at bruken av straff bør begrenses og reserveres til alvorlige overtredelser. Vil det nye sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon basere seg på disse prinsippene?

I forarbeidene til inkorporeringen av MAR i verdipapirhandelloven henviser Finansdepartementet på generelt grunnlag til prinsippene for kriminalisering og bruk av administrative sanksjoner.⁴⁵⁷ Finansdepartementet uttaler at straffereaksjoner kan være aktuelt for sjeldne og alvorlige tilfeller av overtredelse av reglene om rapportering og dokumentasjon, men at for andre tilfeller vil straffefølgning være «(...)den normale, eventuelt eneste, sanksjonen for overtredelser, eksempelvis overtredelser som innebærer markedsmissbruk».⁴⁵⁸ Videre uttaler Finansdepartementet om markedsmissbruk at «(...)det ved mindre alvorlige overtredelser som et utgangspunkt bør kunne reageres med et overtredelsesgebyr».⁴⁵⁹ Finansdepartementet går tilsynelatende inn for at straff skal være normalreaksjonen for brudd på markedsmanipulasjonsforbudet.

Hvorfor straff skal være normalreaksjonen gjøres det ingen nærmere analyse om. Begrunnelsen synes å være at markedsmissbruk «har stort skadepotensiale både for de samfunnsmessige funksjoner verdipapirmarkedet skal ivareta og for den enkelte som rammes».⁴⁶⁰ Selv om markedsmissbruk har stort skadepotensiale, er det ingen automatikk i at straff som normalreaksjon skaper det mest effektive og proporsjonale sanksjonssystemet. Veil (2017) påpeker at «The question of the effectiveness of criminal and administrative sanctions has as yet hardly been examined».⁴⁶¹

Prinsippene for kriminalisering og bruk av administrative sanksjoner foreskriver en proporsjonalitetsvurdering av hvordan formålet med regelverket best mulig oppnås. Begrenset bruk av straff, til alvorlige overtredelser, er også et mål. Ettersom det ikke eksisterer noe tydelig empirisk grunnlag for hvilken sanksjonsform som mest effektivt sikrer

⁴⁵⁷ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 136 med henvisning til Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) og i Prop. 62 L (2015–2016).

⁴⁵⁸ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 111.

⁴⁵⁹ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 137.

⁴⁶⁰ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 136-137.

⁴⁶¹ Veil (2017) s. 179. Uttalelsen gjelder generelt for kapitalmarkedsrett.

rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet, burde myndighetene utvise varsomhet med bruken av straff. Derfor er det kritikkverdig at Finansdepartementet nærmest ubegrunnet går inn for straff som normalreaksjon.

Finansdepartementets vektlegging av «den enkelte som rammes» kan ha hatt betydning for standpunktet om straff som normalreaksjon. Enkeltindividers frihet er en sentral interesse som beskyttes av strafferetten.⁴⁶² Som tidligere nevnt, er imidlertid ikke beskyttelse av enkeltpersoner en sentral del av rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.⁴⁶³ Rettsgodebeskyttelsen retter seg mot effisiens og velfungerende markedsmekanismer.

Dersom straff videreføres som normalreaksjonen for brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon, kan de positive sidene innføringen av overtredelsesgebyr har for proporsjonalitet og effektivitet uthules. Straff bør ikke gjelde som normalreaksjonen på markedsmanipulasjon uten at det kan dokumenteres mer effektiv beskyttelse av rettsgodebeskyttelsen, enn dersom overtredelsesgebyr benyttes som normalreaksjon.

Systemet i EU legger opp til overtredelsesgebyr som normalreaksjonen for markedsmanipulasjon. MAD II art. 5 krever kun kriminalisering av «serious» markedsmanipulasjon, som har en faktisk skadelig effekt og er begått med forsett. Risikoen for at straff anvendes uproporsjonalt på grunn av vage uttrykk i MAD II er fremhevet i litteraturen.⁴⁶⁴ Denne risikoen er betraktelig større i norsk rett, hvor avgjørelsen av sanksjonsspor vil følge av interne retningslinjer mellom Finanstilsynet og Økokrim.

21.3 Interne retningslinjer for valget av sanksjonsspor

Hvilke saker som skal følge straffesporet, og hvilke som skal sanksjoneres administrativt skal ikke lovfestes, men avgjøres internt mellom Økokrim og Finanstilsynet. Finansdepartementet uttaler at:

«Når lovens straffehjemmel omfatter både alvorlige og mindre alvorlige lovbrudd, vil området for det straffbare kunne avgrenses ved at det gis instruksjoner internt i forvaltningen og internt i påtalemyndigheten om hva som skal behandles som henholdsvis saker om administrative sanksjoner og straffesaker.»

⁴⁶² Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) s. 45-48, punkt 2.6.2

⁴⁶³ Se punkt 3.5 ovenfor.

⁴⁶⁴ Mancano (2019) s. 83-86.

*Departementet legger til grunn at målsetningen om at straff bare bør anvendes ved alvorlige overtredelser, også nås ved bruk av instruksjer, selv om en ikke dermed reduserer området for det straffbare i loven».*⁴⁶⁵

Denne løsningen er basert på vurderingen av gjennomføringen av kvalifikasjonskravet i forarbeidene til forvaltningsloven.⁴⁶⁶ Justisdepartementet oppstiller her tre ulike tilnærminger for lovgivningsteknikk for hvordan grensen for det straffbare bør angis.

Det første alternativet er at lovens ordlyd begrenser straffbarheten ved at kun «vesentlige» eller «alvorlige» overtredelser medfører straff. Det andre alternativet er å presisere handlingsnormen så klart at de fleste overtredelsene vil være mindre alvorlige, slik at de fleste overtredelsene møtes med administrative sanksjoner. Det tredje alternativet er at kvalifikasjonskravet gjennomføres gjennom påtalemyndighetens praksis, slik at straffetrusselen gjelder for alle overtredelser og at grensen for straffbar overtredelse trekkes gjennom interne instruksjoner i påtalemyndigheten og forvaltningen om hvorvidt saker skal behandles administrativt eller strafferettslig.⁴⁶⁷

Det tredje alternativet er tilsynelatende slik håndhevingen av forbudet mot markedsmanipulasjon blir etter inkorporeringen av MAR. I forarbeidene til forvaltningsloven uttales det at alternativ 1 prinsipielt er det beste, men at dersom det blir vanskelig å angi terskelen for straffbarhet «vil alternativ 2 måtte legges til grunn».⁴⁶⁸ Justisdepartementet drøfter hva som vil gi mest forutberegnelighet og effektivitet av alternativ 1 og 2 relativt inngående. Om det tredje alternativet uttales det simpelthen at kvalifikasjonskravet «kan (...) nås ved bruk av instruksjer».⁴⁶⁹ Dette siste alternativet fremstår samlet sett ikke som det mest optimale for å styrke forutberegneligheten og effektiviteten. Alternativet ble også uttrykkelig kritisert i NOU 2003: 15 Fra bot til bedring:

*«Utvalget er av den oppfatning at instruksregulering normalt verken vil være en tilstrekkelig eller hensiktsmessig måte å gjennomføre kvalifikasjonskravet på».*⁴⁷⁰

Hvorfor gikk Finansdepartementet inn for denne løsningen?

⁴⁶⁵ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 139-140.

⁴⁶⁶ Prop. 62 L (2015–2016) pkt. 7.4.5

⁴⁶⁷ Prop. 62 L (2015–2016) s. 58.

⁴⁶⁸ Prop. 62 L (2015–2016) s. 58-59.

⁴⁶⁹ Prop. 62 L (2015–2016) s. 58.

⁴⁷⁰ NOU 2003: 15 Fra bot til bedring s. 154.

Finansdepartementet eneste begrunnelse er at samarbeidsforholdet mellom Finanstilsynet og Økokrim er godt nok til å utarbeide nødvendige retningslinjer for grensen mellom straff og administrative sanksjoner.⁴⁷¹ Derfor er det bemerkelsesverdig at Økokrim selv i en høringsuttalelse fremhever at det ville vært ønskelig med nærmere retningslinjer for hvorvidt en sak skal sanksjoneres administrativt eller med straff.⁴⁷² Til dette svarer Finansdepartementet at det er et godt samarbeid mellom Økokrim og Finanstilsynet.

Interne retningslinjer for hvilket sanksjonsspor en markedsmanipulasjonssak skal følge er negativt for forutberegneligheten i sanksjonssystemet. Hva innholdet i de interne retningslinjene mellom Økokrim og Finanstilsynet vil være, og om disse vil bli offentlig kjent er uklart. I henhold til drøftelsen ovenfor vil sannsynligvis retningslinjene utarbeides slik at straff skal være normalreaksjonen. Likevel fremhever Finansdepartementet på generelt grunnlag at prinsippene for kriminalisering og for bruk av administrative sanksjoner kan gi veiledning.⁴⁷³ Disse prinsippene taler for at straff ikke bør være normalreaksjonen. Finansdepartementets inkonsekvente uttalelser svekker forutberegneligheten om hvilke markedsmanipulasjonssaker som skal følge hvilket sanksjonsspor.

Interne retningslinjer har også problematiske sider mot EMK TP 7 art. 4. I *Grande Stevens v. Italy* felte EMD Italia for brudd på vernet mot dobbeltforfølgning etter EMK TP 7 art. 4 i forbindelse med en markedsmanipulasjonssak.⁴⁷⁴ Problemet var at påtalemyndigheten iverksatte en straffesak om markedsmanipulasjon for handlinger som allerede var avgjort i en sak om overtredelsesgebyr.⁴⁷⁵ På bakgrunn av *Grande Stevens v. Italy* hevder Ventruruzzo (2015) at «(...)solely relying on the coordination of administrative agencies and prosecutors might be problematic and not sufficient to fully respect the Convention».⁴⁷⁶

Finansdepartementet hevder at interne retningslinjer mellom Finanstilsynet og Økokrim for å bestemme sanksjonsspor gir gode forutsetninger for hindring av dobbeltforfølgning, på grunn av det gode samarbeidet mellom organisasjonene. Det er positivt at Finansdepartementet er

⁴⁷¹ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 139-140.

⁴⁷² Prop. 96 LS (2018–2019) s. 139-140.

⁴⁷³ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 139-140.

⁴⁷⁴ EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy* avsnitt 219-229.

⁴⁷⁵ EMDs dom av 4. mars 2014 *Grande Stevens et al v. Italy* avsnitt 219-229.

⁴⁷⁶ Marco Ventruruzzo, «When Market Abuse Rules Violate Human Rights: *Grande Stevens v. Italy* and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US», *European Business Organization Law Review*, 2015 s. 145-165, på s. 162.

oppmerksom på problemet om dobbeltforfølgning, og retningslinjene for valget av sanksjonsspor vil sannsynligvis utarbeides med fokus på vernet mot dobbeltforfølgning.

Selv om Finanstilsynet og Økokrim har et godt samarbeid, vil vernet mot dobbeltforfølgning sikres med større forutberegnelighet dersom avgjørelsen av sanksjonsspor følger av lovtekst. Ventrizzo (2015) fremhever at det er «preferable» med en klar distinksjon i lovtekst mellom hvilke saker som skal føre til straff og hvilke som skal føre til administrative sanksjoner.

Begrunnelsen til Finansdepartementet for gjennomføringen av kvalifikasjonskravet i sanksjonssystemet med interne retningslinjer mellom Finanstilsynet og Økokrim fremstår som mangelfull. Drøftelser av konsekvensene instruksregulering kan få for sanksjonssystemets forutberegnelighet og effektivitet er fraværende. Etter min oppfatning bør avgjørelsen av hvilket sanksjonsspor en markedsmanipulasjonssak skal følge, bestemmes i lovtekst. Det er også viktig å bemerke at en løsning hvor valget av sanksjonsspor følger av lovtekst er mer harmonisert med sanksjonssystemet i EU.

21.4 MAR + MAD II: En harmonisert løsning?

Et naturlig alternativ til det kommende sanksjonssystemet, er å harmonisere sanksjonssystemet med løsningen i EU. Sanksjonssystemet i EU er et godt eksempel på at avgjørelsen av sanksjonsspor kan utformes gjennom lovtekst. MAR art. 12 angir hvilke markedsmanipulasjonssaker som skal sanksjoneres administrativt. MAD II art. 5 krever kriminalisering av «serious» markedsmanipulasjon, som får en faktisk effekt i markedene og er begått med «intent».

I fortalen til MAD II er det formulert nærmere kriterier for hva som er «serious» markedsmanipulasjon:

*«(...) market manipulation should be deemed to be serious in cases such as those where the impact on the integrity of the market, the actual or potential profit derived or loss avoided, the level of damage caused to the market, the level of alteration of the value of the financial instrument or spot commodity contract, or the amount of funds originally used is **high** or where the manipulation is committed by a person employed or working in the financial sector or in a supervisory or regulatory authority»(min utheving)⁴⁷⁷*

⁴⁷⁷ MAD IIs fortale avsnitt 12.

I fortalen til MAD II er det også en lignende formulering for hvilke tilfeller av innsidehandel som er «serious». Vedrørende forbudet mot innsidehandel for «serious cases» etter MAD II, påpeker Kinander (2018) at selv om det benyttes vage uttrykk, kan det utledes mer konkret hva som menes med alvorlige saker.⁴⁷⁸ Kinander uttaler: «(...) nemlig høyprofilert og alvorlig bedragerisk atferd som er *faktisk* skadelig for markedene («impact»), og som involverer store volumer og store pengesummer».⁴⁷⁹

Dette gjelder også for markedsmanipulasjon. Fortalen til MAD II og ordlyden i definisjonen av markedsmanipulasjon etter MAD II, tilsier at det må være tale om en faktisk effekt i markedene, som involverer store summer eller som er foretatt av ansatte i finanssektoren eller reguleringsmyndighetene.⁴⁸⁰

Altså er det mulig å fastsette gjennom lovtekst hvilken alvorlighetsgrad som kreves for at en markedsmanipulasjonssak skal følge straffespolet, eller det administrative sporet. Etter min oppfatning bør det utformes én handlingsnorm for markedsmanipulasjon som skal sanksjoneres administrativt (MAR art. 12) og én gjerningsbeskrivelse for straffbar markedsmanipulasjon (inspirert av MAD II art. 5). En slik løsning ville sikret forutberegneligheten i sanksjonssystemet. At presisjonsgraden av kriteriene i MAD II er kritisert i litteraturen for å skape *for liten* grad av forutberegnelighet, setter også graden av forutberegnelighet i det norske sanksjonssystemet i perspektiv.⁴⁸¹

Målsetningen i MAR om et harmonisert sanksjonssystem i EU/EØS tilsier at det norske sanksjonssystemet for markedsmanipulasjon burde harmoniseres med MAR og MAD II.⁴⁸² Når det gjelder forbudet mot innsidehandel fremmer Bergo (2018) og Kinander (2018) målsetningen om å operere med et harmonisert sanksjonssystem.⁴⁸³

Annet enn å avfeie MAD II som ikke EØS-relevant, er det fravær av uttalelser fra Finansdepartementet om hvorfor et mer harmonisert sanksjonssystem ikke velges.⁴⁸⁴ Slik Kinander (2018) påpeker, står Norge fritt til å innføre et lignende system som MAR + MAD

⁴⁷⁸ Morten Kinander, «Reform av norsk markedsmissbruksrett – En tapt mulighet?» *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 3 2018, s. 23–35 (Kinander (2018)) på s. 31.

⁴⁷⁹ Kinander (2018) s. 31.

⁴⁸⁰ MAD IIs fortale avsnitt 12 og MAD II art. 5

⁴⁸¹ Mancano (2019) s. 84-85.

⁴⁸² Se MARs fortale avsnitt 3, 4, 5, 70 og 71. Se MAD IIs fortale avsnitt

⁴⁸³ Knut Bergo, «Sanksjonering av markedsmissbruk – tid for reformer» *Lov og Rett*, nr. 6 2018, s. 323–324, på s. 324 og Kinander (2018) s. 33-34.

⁴⁸⁴ Prop. 96 LS (2018–2019) s. 100 og 132.

II, selv om MAD II ikke tas inn i EØS-avtalen.⁴⁸⁵ På grunn av Finansdepartementets taushet er det uklart om løsningen med et mer harmonisert sanksjonssystem er direkte oversett, eller om departementet mener det er gode argumenter mot en slik løsning.

Selv om det er positivt at overtredelsesgebyr muliggjøres med det kommende sanksjonssystemet, er det risiko for regulatoriske forskjeller mellom Norge og resten av EØS i valget av sanksjonsspor. MAR har nettopp som formål å motvirke regulatorisk vilkårlighet i det integrerte markedet i EU/EØS.⁴⁸⁶ I EU-statene vil MAD II art. 5 og MAR art. 12 avgjøre hvilke saker som skal følge straffesporet og det administrative sporet. Systemet med interne retningslinjer for valg av sanksjonsspor fører både til risiko for særnorske kriterier for valget av sanksjonsspor, og risiko for en særnorsk terskel for hvilken alvorlighetsgrad av markedsmanipulasjon som fører til hvilken sanksjon. Finansdepartementet virker å være av den oppfatning at straff skal være normalreaksjonen. Etter MAD II kreves det derimot kun kriminalisering av «serious» markedsmanipulasjon begått med forsett. Viktigheten av minst mulig særregulering i Norge, for å ikke få en konkurransemessig ulempe, ble fremhevet i høringen for gjennomføringen av MAR.⁴⁸⁷

Reguleringsmyndighetene hadde muligheten til å enkelt kopiere et proporsjonalt og effektivt sanksjonssystem fra EU, med høy grad av forutberegnelighet. Isteden valgte myndighetene ubegrunnet å la muligheten glippe. Dermed gjennomføres sanksjonssystemet på en særnorsk måte, med flere uheldige konsekvenser. Fremgangsmåten kan skape tvil blant markedsaktører om norske myndigheters motiv for håndhevingen av MAR, herunder om myndighetene ønsker å operere med et mer påtalevennlig markedsmanipulasjonsforbud enn resten av EØS. Dette kan skape risiko for at særlig internasjonale markedsaktører avskrekkes fra å engasjere seg i norske kapitalmarkeder. Å forhindre at markedsdeltakere avskrekkes fra å engasjere seg i markedene er en sentral del av rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.⁴⁸⁸

⁴⁸⁵ Kinander (2018) s. 35.

⁴⁸⁶ MARs fortale avsnitt 4.

⁴⁸⁷ Norske Finansanalytikerens Forenings høringssvar s. 1.

⁴⁸⁸ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G avsnitt 54.

Del 5: Avslutning

22 Avslutning

Inkorporeringen av MAR i norsk rett vil føre til flere endringer i forbudet mot markedsmanipulasjon. De største endringene er det nye inngangskriteriet «any other behaviour» og det nye sanksjonssystemet med mulighet for administrative sanksjoner.

Forbudet mot markedsmanipulasjon er komplekst. Det er tale om én EU/EØS-rettslig handlingsnorm som nå kan sanksjoneres både administrativt og strafferettslig. Regelverket utløser både offentligrettslige, strafferettslige, EØS-rettslige og menneskerettslige spørsmål. For markedsdeltakerne vil det være krevende å sette seg godt inn i reglene. Derfor er det viktig at ordlyden i reguleringen bidrar til forutberegnelighet, og at sanksjonssystemet fungerer proporsjonalt.

Analysen har likevel vist at forutberegneligheten i definisjonen av markedsmanipulasjon er diskutabel på flere punkter. Definisjon inneholder flere vide og vage uttrykk, og de ulike alternativene overlapper hverandre i stor grad. Etter min oppfatning vil det nye inngangskriteriet «any other behaviour» svekke forutberegneligheten ytterligere.

På bakgrunn av disse problemstillingene, er det positivt at EFTA-domstolen foretar en formålsoverordnet tolkning av markedsmanipulasjonsforbudet i den nylig avsatte sak E-5/19 Økokrim mot F og G.⁴⁸⁹ Markedsdeltakerne vil ofte være godt egnet til å forstå hvilke manipulerende handlinger som kan svekke formålene bak forbudet mot markedsmanipulasjon. Dette bidrar til forutberegnelighet i tolkningen av definisjonen av markedsmanipulasjon.

I gjeldende rett sanksjoneres markedsmanipulasjon med straff. Med inkorporeringen av MAR vil det innføres et nytt sanksjonssystem for overtredelse av markedsmanipulasjonsforbudet, med mulighet for administrative sanksjoner (overtredelsesgebyr). Markedsmanipulasjon kan ha svært varierende alvorlighetsgrad. Derfor er det nye sanksjonssystemet positivt, med mulighet for en mer proporsjonal håndheving av forbudet mot markedsmanipulasjon enn i gjeldende rett.

⁴⁸⁹ Sak E-5/19 Økokrim mot F og G premiss 40, 49, 54, 67, 69 og 96.

Likevel er det flere problematiske sider også med det nye sanksjonssystemet.

Finansdepartementet går tilsynelatende inn for at straff skal fortsette som normalreaksjonen for markedsmanipulasjon. Hvilken alvorlighetsgrad som skal føre til hvilken sanksjon, og kriteriene for vurderingen, skal følge av interne retningslinjer utarbeidet av Finanstilsynet og Økokrim. Etter mitt syn er løsningen uheldig for forutberegneligheten i sanksjonssystemet. Løsningen fører også til risiko for at sanksjoner som ikke er proporsjonal etter alvorlighetsgraden av overtredelsen av markedsmanipulasjonsforbudet, benyttes som normalreaksjon. Et naturlig alternativ ville vært å harmonisere sanksjonssystemet med EU, hvor MAR regulerer markedsmanipulasjon som skal sanksjoneres administrativt, mens MAD II forplikter statene å kriminalisere «serious» tilfeller av markedsmanipulasjon.

Et særnorsk sanksjonssystem med større bruk av straff vil etter min oppfatning skape risiko for at internasjonale markedsaktører avskrekkes fra å delta i norske kapitalmarkeder. Å forhindre at markedsdeltakere avskrekkes fra å engasjere seg i markedene er nettopp en sentral del av rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet.⁴⁹⁰

Det viktig at forvalterne av regelverket, særlig Finanstilsynet, Økokrim og domstolene, fokuserer på rettsgodebeskyttelsen bak markedsmanipulasjonsforbudet. Både for tolkningen av definisjonen av markedsmanipulasjon, utformingen av det nye sanksjonssystemet, og bruken av sanksjoner i konkrete saker. Formålet er ikke å sanksjonere atferd som røkter ved rettferdighetssansen, eller som rammer enkeltpersoner. Formålet bak forbudet mot markedsmanipulasjon er å sikre velfungerende markedsmekanismer.

⁴⁹⁰ Sak E-5/19 *Økokrim mot F og G* avsnitt 54.

Kildeliste

Norsk Lover

Grunnloven (Grl.)	Lov 17.mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov.
Strl.1902 (Straffeloven).	Lov 22. mai 1902 Almindelig borgerlig Straffelov
Forvaltningsloven (fvl.)	Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven).
Vphl.1985	Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel.
EØS-loven	Lov 21. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v.
Besl.O.nr.61 (1995-1996)	Besl.O.nr.61 (1995-1996) Endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v.
Vphl.1997	Lov 14. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel.
Menneskerettsloven	Lov 21. mai 1999 nr. 30 om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett (menneskerettsloven).
Straffeloven (strl.)	Lov 20 mai 2005 nr. 52 om straff (straffeloven).
Verdipapirhandelloven (vphl.)	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).
Lovvedtak 90 (2018–2019)	Lovvedtak 90 (2018–2019) Lov om endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner).

Norske forarbeider

Ot.prp. nr. 79 (1991–1992)	Ot.prp. nr. 79 (1991–1992) Om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS), mv.
NOU 2003: 15 Fra bot til bedring	NOU 2003: 15 Fra bot til bedring: Et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff.
Ot.prp. nr. 90 (2003–2004)	Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) Om lov om straff (straffeloven).
Ot.prp. nr. 12 (2004–2005)	Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.).
Ot.prp. nr. 34 (2006–2007)	Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).
Ot.prp. nr. 8 (2007–2008)	Ot.prp. nr. 8 (2007–2008) Om lov om endringer i straffeloven 20. mai 2005 nr. 28 mv. (skjerpene og formildende omstendigheter, folkemord, rikets selvstendighet, terrorhandlinger, ro, orden og sikkerhet, og offentlig myndighet).
Prop. 62 L (2015–2016)	Prop.62 L (2015–2016) Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.)
NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff	NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff: Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff.
NOU 2018: 5 Kapital i omstillingens tid	NOU 2018:5 Kapital i omstillingens tid: Næringslivets til kapital.

Prop. 96 LS (2018–2019)

Prop. 96 LS (2018–2019) Endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmissbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltagelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129 av 10. april 2019.

Rettspraksis fra Høyesterett

Rt. 2000 s. 646.

Rt. 2005 s. 1628 (Aktuell Rapport).

Rt. 2008 s. 1491.

Rt. 2009 s. 22 (Fondsforvalter).

Rt. 2010 s. 1445 (Krigsforbryter).

Rt. 2012 s. 686 (Robotdommen).

HR-2013-817-U.

Rt. 2014 s. 238.

Rt. 2014 s. 1105 (Acta).

HR-2016-1458-A.

HR-2016-1982-A.

HR-2016-2554-P (Holship).

HR-2018-1781-A.

HR-2018-1907-A.

HR-2019-1447-U (Funcom).

HR-2020-1054-U (Økokrim mot F og G).

Norsk underrettspraksis

LB-2011-43998.

LG-2013-52571-2 (Acta).

TOSLO-2017-104565 (Crew Gold/Severstal).

LB-2017-153037-3 (Funcom).

TOSLO-2018-73541 (Økokrim mot F og G).

LB-2019-2429-2 (Økokrim mot F og G).

Folkerettslige traktater

Den europeiske menneskerettskonvensjon (EMK)	Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, Roma, 4. november 1950.
VCLT	Vienna Convention on the Law of Treaties, 23. mai 1969.
TEU	Treaty on European Union (Maastricht-traktaten), 7. februar 1992.
EØS-avtalen	Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS-avtalen), 1. januar 1994.
ODA	Avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkningsorgan og en Domstol (ODA), 1. januar 1994.
Charter of Fundamental Rights of the European Union	Charter of Fundamental Rights of the European Union, 7. desember 2000.
TEUF	Treaty on the Functioning of the European Union (Lisboa-traktaten), 13. desember 2007.

EU/EØS-rettsakter

Direktiv 89/592/EEC (IDD)	Council Directive 1989/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.
Direktiv 2003/6/EC (MAD)	Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).
Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC	Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation.
Direktiv 2004/39/EC (MiFID)	Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.
Direktiv 2004/109/EC (Rapporteringsdirektivet)	Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.
Direktiv 2004/25/EC (Direktivet om overtakelsestilbud)	Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids.
Direktiv 2005/60/EC (Tredje hvitvaskingsdirektiv)	Directive 2005/60/EC of the European Parliament and of the Council of 26 October 2005 on the prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering and terrorist financing.

Forordning EU/1095/2010 (ESMA-forordningen)	Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.
Forordning EU/236/2012 (Shortsalgforordningen)	Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps.
Forordning EU/648/2012 (EMIR)	Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.
Forordning EU/596/2014 (MAR)	Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.
Direktiv 2014/57/EU (MAD II)	Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive).
Direktiv 2014/65/EU (MiFiD II)	Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.
Forordning EU/600/2014 (MiFIR)	Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

Kommisjonsforordning
EU/2016/522

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions EU/2016/522.

Forordning EU/2017/1129
(Prospektforordningen)

Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.

Rettspraksis fra EU-domstolen tilgjengelig på <https://eur-lex.europa.eu/>

Sak C-283/81 *CILFIT*

Dom av 6. oktober 1982, *Srl CILFIT and Lanificio di Gavardo SpA v Ministry of Health*, C-283/81, EU:C:1982:335.

Sak C-52/00 *Kommisjonen mot Frankrike*

Dom av 25. april 2002 [C5], *Commission of the European Communities v French Republic*, C-52/00, EU:C:2002:252.

Sak C-391/04 *Georgakis*

Dom av 10. mai 2007 [C3], *Ypourgos Oikonomikon and Proïstamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis*, C-391/04, EU:C:2007:272.

Sak C-45/08 *Spector*

Dom av 23. desember 2009 [C3], *Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, C-45/08, EU:C:2009:806.

- Sak C-445/09 *IMC Securities* Dom av 7. juli 2011 [C2], *IMC Securities BV v Stichting Autoriteit Financiële Markten*, C-445/09, EU:C:2011:459.
- Sak C-384/02 Grøngaard og Bang Dom av 22. november 2005 [GC], *Criminal proceedings against Knud Grøngaard and Allan Bang*, C-384/02, EU:C:2005:708.
- Sak C-60/02 (Rolex) Dom av 7. januar 2004 [C5], *Criminal proceedings against X*, C-60/02, EU:C:2004:10.

EU-forarbeider, Lamfalussy nivå 3-veiledning, generaladvokatuttalelser, rapporter fra ESMA

- Segrè-rapporten (1966) The development of a European Capital Market, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission. November 1966.
- Commission Recommendation (1977) Commission Recommendation 77/534/EEC of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities.
Tilgjengelig på:
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31977H0534>.
- FSAP (1999) Commission Communication of 11 May 1999 entitled "Implementing the framework for financial markets: action plan" [COM(1999) 232 final - Not published in the Official Journal]. Tilgjengelig på: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM%3A124210>
- FESCO-rapporten (2000) Market Abuse – FESCO's response to the call for views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services COM(1999)232. Fesco/00-0961. 29. juni 2000. Tilgjengelig på:

- https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/99_096l.pdf.
- Lamfalussy-rapporten (2001) The Committee of Wise Men, Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15.02.2001. Tilgjengelig på: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf.
- CESR/04-505b Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive Market Abuse Directive. CESR/04-505b. 11. mai 2005. Tilgjengelig på: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf
- Generaladvokat Mengozzi uttalelse (2006) OPINION OF ADVOCATE GENERAL MENGOZZI delivered on 26 October 2006 Case C-391/04 Ipourgos Ikonomikon Proistamenos DOI Amfissas v Charilaos Georgakis. Tilgjengelig på: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1587236773811&uri=CELEX:62004CC0391>
- Commission Call for Evidence (2009) Commission Call for Evidence on review of Market Abuse Directive. 20. april 2009. Se: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_09_600.
- De Larosièrè- rapporten (2009) The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report. 25. februar 2009. Tilgjengelig på: https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf.
- Forslag til MAR (2011) Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse).

COM/2011/0651 final - 2011/0295 (COD). 20. oktober 2011. Tilgjengelig på: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1588690461203&uri=CELEX:52011PC0651>.

Commission Impact Assessment (2011)

Commission Staff Working Paper Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation {COM(2011) 651 final} {SEC(2011) 1218 final}. 20. oktober 2011. Tilgjengelig på: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1217&from=EN>.

ESMA Report AMP (2018)

Report To the Commission on the application of accepted market practices. 18. desember 2018. Tilgjengelig på: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1184_report_application_amps.pdf.

ESMA Report AMP (2019)

Report To the Commission on the application of accepted market practices. 13. desember 2019. Tilgjengelig på: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_report_on_application_of_amp_2019.pdf.

Rettspraksis fra EFTA-domstolen tilgjengelig på

<https://eftacourt.int/cases/>

Sak E-2/03 *Ásgeirsson*

Sak E-2/03 *Ákærvaldið (The Public Prosecutor) v Ásgeir Logi Ásgeirsson, Axel Pétur Ásgeirsson and Helgi Már Reynisson*. EFTA Ct. Rep. 2003 s. 185. 12. desember 2003.

Sak E-1/07	Sak E-5/19 <i>Criminal proceedings against A.</i> EFTA Ct. Rep. 2007 s. 245. 3. oktober 2007.
Sak E-12/10 <i>ESA mot Island</i>	Sak E-12/10 <i>EFTA Surveillance Authority v The Republic of Iceland.</i> EFTA Ct. Rep. 2011 s. 117. 28. juni 2011.
Sak E-15/10 <i>Posten mot ESA</i>	Sak E-15/10 <i>Posten Norge AS v EFTA Surveillance Authority.</i> EFTA Ct. Rep. 2012 s. 246. 18. april 2012.
Sak E- 4/11 <i>Clauder</i>	Sak E-4/11 <i>Arnulf Clauder.</i> EFTA Ct. Rep. 2011 s. 216. 26. juli 2011.
Sak E-15/12	Sak E-15/12 <i>Jan Anfinn Wahl v the Icelandic State.</i> EFTA Ct. Rep. 2013 s. 534. 22. juli 2013.
Sak E-6/13	Sak E-6/13 <i>Metacom AG v Rechtsanwälte Zipper & Collegen.</i> EFTA Ct. Rep. 2013 s. 856. 27. november 2013.
Sak E-7/13	Sak E-7/13 <i>Creditinfo Lánstraust hf. v Þjóðskrá Íslands og íslenska ríkið.</i> EFTA Ct. Rep. 2013 s. 970. 16. desember 2013.
Sak E-28/13	Sak E-28/13 <i>LBI hf. v Merrill Lynch Int Ltd.</i> EFTA Ct. Rep. 2014 s. 970. 17. oktober 2014.
Sak E-14/15 <i>Holship</i>	Sak E-14/15 <i>Holship Norge AS v Norsk Transportarbeiderforbund.</i> EFTA Ct. Rep. 2016 s. 240. 19. april 2016.
Sak E-28/15 <i>Yankuba Jabbi mot Norge</i>	Sak E-28/15 <i>Yankuba Jabbi v The Norwegian Government, represented by the Immigration Appeals Board.</i> EFTA Ct. Rep. 2016 s. 575. 26. juli 2016.
Sak E-5/19 <i>Økokrim mot F og G</i>	Sak E-5/19 <i>Criminal proceedings against F and G.</i> 4. februar 2020. (ennå ikke i EFTA Ct. Rep.)

Beslutninger fra EØS-komiteen og EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende

EØS-komiteens beslutning. 259/2019	DECISION OF THE EEA JOINT COMMITTEE No 259/2019 of 25 October 2019 amending Annex IX (Financial services) to the EEA Agreement. Tilgjengelig på: https://www.efta.int/sites/default/files/documents/legal-texts/eea/other-legal-documents/adopted-joint-committee-decisions/2019%20-%20English/259-2019.pdf .
EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende nr. 102	EØS-tillegget til Den europeiske unions tidende, nr. 102 26. årgang, 19. desember 2019. Norsk offisiell oversettelse av MAR.

Rettspraksis fra EMD tilgjengelig på <https://hudoc.echr.coe.int/>

<i>Sunday Times v. the United Kingdom</i>	<i>The Sunday Times v. the United Kingdom</i> [P], no. 6538/74, 26. april 1979.
<i>Dudgeon v. the United Kingdom</i>	<i>Dudgeon v. the United Kingdom</i> [P], no. 7525/76, 22. oktober 1981.
<i>Norris v. Ireland</i>	<i>Norris v. Ireland</i> [P], no. 10581/83, 26. oktober 1988.
<i>Cantoni v. France</i>	<i>Cantoni v. France</i> [J], no. 17862/91, 11. november 1996.
<i>A.D.T v. the United Kingdom</i>	<i>A.D.T v. the United Kingdom</i> [J], no. 35765/97, 31. juli 2000.
<i>Kafkaris v. Cyprus</i>	Case of <i>Kafkaris v. Cyprus</i> [GC], no. 21906/04. 12. februar 2008.
<i>Akçam v. Turkey</i>	Case of <i>Altuğ Taner Akçam v. Turkey</i> [J], no. 27520/07. 25. oktober 2011.

<i>Stübing v. Germany</i>	Case of <i>Stübing v. Germany</i> [J], no. 43547/08, 12. april 2012.
<i>Grande Stevens v. Italy</i>	Case of Grande Stevens et al v. Italy [J], no. 18640/10, 4. mars 2014.

Utenlandsk lovgivning, rettspraksis og tolkningsuttalelser/veiledninger

An Act to Restrain the Number and Ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers (1697)	An Act to Restrain the Number and Ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers, 1697, 8 & 9 Will. 3, c. 32.
Rex v. de Berenger (1814)	Rex v de Berenger (1814) 105 ER 536, 3 Maule & S 67
Securities Exchange Act of 1934	Securities Exchange Act of 1934 Pub.L. 73–291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. §78 a et seq. Tilgjengelig på: https://uscode.house.gov/browse/prelim@title15/chapter2B&edition=prelim .
Finanstilsynets vejledning nr. 9727	Finanstilsynets vejledning nr. 9727 af 14. august 2019. Tilgjengelig på: https://www.retsinformation.dk/eli/retsinfo/2019/9727 .

Høringsuttalelser

Finans Norge høringsuttalelse om MAR	Hørings svar fra Finans Norge. Norsk gjennomføring av markedsmisbruksforordningen (MAR) – høring. 31. oktober 2017. Tilgjengelig på: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-nou-2017-14--gjennomforing-av-markedsmisbruksforordningen--sanksjoner-og-strauff/id2564356/?uid=d47eb873-3a36-4c4f-80e8-0b4c6163add1 (lest 11. mai 2020).
Verdipapirforetakenes forbund MAR	Verdipapirforetakenes forbund høringsuttalelse høringsuttalelse MAR. Tilgjengelig på: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-nou-2017-14--gjennomforing-av

[-markedsmisbruksforordningen--sanksjoner-og-strauff/id2564356/?uid=ec8880c0-db98-47e9-98ee-b0c6f19b75a7](https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-nou-2017-14--gjennomforing-av-markedsmisbruksforordningen--sanksjoner-og-strauff/id2564356/?uid=ec8880c0-db98-47e9-98ee-b0c6f19b75a7)

Verdipapirforetakenes forening høringsuttalelse MAR. Tilgjengelig:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-nou-2017-14--gjennomforing-av-markedsmisbruksforordningen--sanksjoner-og-strauff/id2564356/?uid=78255482-541a-427d-b197-6e92e9c9aa20>

Norske Finansanalytikerens Forening høringsuttalelse MAR. Tilgjengelig:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-nou-2017-14--gjennomforing-av-markedsmisbruksforordningen--sanksjoner-og-strauff/id2564356/?uid=fd520305-cb97-4e2a-a610-c0442d650ba7>

Litteratur

- Fama (1970) Fama, Eugene F., «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *The Journal of Finance*, 1970 s. 383-417.
- Akerlof (1970) Akerlof, Georg A. «The Market for “Lemons”»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 1970 s. 488-500.
- Lau Hansen (2003) Lau Hansen, Jesper «The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation» *International Journal of Disclosure and Governance*, 2003 s. 82-96.
- Andenæs (2004) Johs. Andenæs, Magnus Matningsdal og Georg Fredrik Rieber-Mohn, *Alminnelig strafferett*, 5. utgave, Universitetsforlaget 2004.
- Avgouleas (2005) Avgouleas, Emiliós, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*, Oxford University Press 2005.
- Axelsen (2007) Axelsen, Niels Kristian, *Mellommenn og markedsmisbruk: om den strafferettslige regulering av*

mellommenn i verdipapirhandel og de reelle handlingsmønstre - en analyse i skjæringspunktet mellom rettsdogmatikk og kriminologi, Oslo 2007.

- Wasenden (2007) Wasenden, Odd-Harald B., *Energimarkedsrett. Om informasjonsplikt og markedsatferd i det finansielle kraftmarkedet*, Cappelen Akademisk Forlag 2007.
- Knuts (2010) Mårten Knuts, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*, Suomalainen Lakimiesyhdistys 2010.
- Rui (2011) Rui, Jon Petter, *Hvitvasking: fenomenet, regelverket, nye strategier*, Universitetsforlaget 2011.
- Sejersted mfl. (2011) Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad og Olav Kolstad, *EØS-rett* 3. utg., Universitetsforlaget 2011.
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, Fagbokforlaget 2011.
- Bergo (2014) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utg., Cappelen Damm Akademisk 2014.
- Baumbach (2014) Baumbach, Trine, *Strafferet og menneskeret*, Karnov Group 2014.
- Moloney (2014) Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. utg., Oxford University Press 2014.
- Stordrange (2014) Stordrange, Caroline Bang, «Kan brudd på utsteders løpende informasjonsplikt innebære markedsmanipulasjon?», *Lov og Rett*, 2014 s. 290-313.
- Fredriksen og Mathisen (2015) Fredriksen, Halvard Haukeland og Gjermund Mathisen, «EØS-rettslige innspill i straffefeltet: Litt om EØS-

- avtalens betydning for norsk strafferett», *Tidsskrift for strafferett*, nr. 4, 2015, s. 469-487.
- Ventoruzzo (2015) Ventoruzzo, Marco «When Market Abuse Rules Violate Human Rights: Grande Stevens v. Italy and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US», *European Business Organization Law Review*, 2015 s. 145-165.
- Frøberg (2016) Frøberg, Thomas, *Alminnelig strafferett i et nøtteskall*, 1. utgave, Gyldendal Juridisk 2016.
- Baudenbacher (2017) Baudenbacher, Carl (red.), *The Fundamental Principles of EEA Law: EEA-ities*, Springer 2017.
- Smith (2017) Smith, Eivind, *Konstitusjonelt demokrati: Statsforfatningsretten i prinsipielt og komparativt lys*, 4. utg., Fagbokforlaget 2017.
- Ventoruzzo og Mock (2017) Ventoruzzo, Marco og Sebastian Mock (red.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* Oxford University Press 2017.
- Veil (2017) Veil, Rüdiger (red.), *European Capital Markets Law*, 2. utg., Hart Publishing 2017.
- Lau Hansen (2018) Lau Hansen, Jesper, *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten*, 2. utg., Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2018.
- Bergþórsson (2018) Bergþórsson, Andri Fannar, *What Is Market Manipulation?: An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context*, BRILL 2018.
- Skoghøy (2018) Skoghøy, Jens Edvin A., *Rett og rettsanvendelse*, Universitetsforlaget 2018.

- Aall (2018) Aall, Jørgen, *Rettsstat og menneskerettigheter*, 5. utg., Fagbokforlaget 2018.
- Bergo (2018) Bergo, Knut, «Sanksjonering av markedsmissbruk – tid for reformer» *Lov og Rett*, nr. 6 2018, s. 323--324.
- Kinander (2018) Kinander, Morten, «Reform av norsk markedsmissbruksrett – En tapt mulighet?» *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 3 2018, s. 23- 35.
- Andersen, Clausen og Lau Hansen (2019) Andersen, Paul Krüger, Nis Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, *Børsretten*, 6. utg., Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2019.
- Gröning, Husabø og Jacobsen (2019) Gröning, Linda, Erling Johannes Husabø og Jørn Jacobsen, *Frihet, forbrytelse og straff: en systematisk fremstilling av norsk strafferett*, 2. utg., Fagbokforlaget 2019.
- Lehmann og Kumpan (2019) Lehmann, Matthias og Christoph Kumpan (red.), *European Financial Services Law: Article-by-Article Commentary*, Nomos/Hart 2019.
- Lau Hansen (2019) Lau Hansen, Jesper, «Værdipapirhandleres ansvar for medvirken til markedsmissbruk», *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 3 2019, s. 1--14.
- Mancano (2019) Mancano, Leandro, *The European Union and Deprivation of Liberty: A Legislative and Judicial Analysis from the Perspective of the Individual*, Hart 2019
- Stordrange (2019) Stordrange, Caroline Bang, *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar: behov og potensial for effektivisering?*, Gyldendal 2019.

Michaelsen (Rettsdata)

Michaelsen, André, *Norsk Lovkommentar: Verdipapirhandelloven*, note 70-71, www.reettsdata.no, (lest 6. mai 2020).

Brosveet (Lovdata)

Brosveet, Anders, *Merknad på LovdataPro til vphl. § 3-8 skrevet 25. februar 2020*, <https://lovdata.no/pro/>, (lest 6. mai 2020).

Avisartikler og blogginnlegg

Reuters (2013)

Reuters, «Timeline: How the Libor scandal unfolded», 6. februar 2013. Tilgjengelig på: <https://www.reuters.com/article/us-libor-rbs-scandal/timeline-how-the-libor-scandal-unfolded-idUSBRE9150TB20130206> (lest 6. mai 2020).

Wall Street Journal 1 (2017)

Maria Armental, «Citigroup, Deutsche, HSBC Agree to \$132 Million Settlement in Libor Scandal», Wall Street Journal, 13. oktober 2017. Tilgjengelig på: <https://www.wsj.com/articles/citigroup-deutsche-hsbc-agree-to-132-million-settlement-in-libor-scandal-1507874502> (lest 6. mai 2020).

Wall Street Journal 2 (2017)

Maria Armental, «Citigroup, Deutsche, HSBC Agree to \$132 Million Settlement in Libor Scandal», Wall Street Journal, 13. oktober 2017. Tilgjengelig på: <https://www.wsj.com/articles/dortmund-bomb-suspect-bought-stock-options-on-soccer-attack-1492758515> (lest 6. mai 2020).

Dagens Næringsliv 1 (2020)

Agnete Klevstrand og Jonas Christensen, «Økokrim-tiltaler om markedsmanipulasjon endte med frifinnelse for andre gang», Dagens Næringsliv, 3. mars 2020. Tilgjengelig på: <https://www.dn.no/markedsmanipulasjon-endte-med-frifinnelse-for-andre-gang/2-1-766108> (lest 6. mai 2020).

Dagens Næringsliv 2 (2020)

Mikkel Toft Gimse og Pål Sverre Hernæs, «Innlegg: Må få slutt på Økokrims ukultur», Dagens Næringsliv, 27. mai 2020. Tilgjengelig på:
<https://www.dn.no/innlegg/jus/finans/okokrim/innlegg-ma-fa-slutt-pa-okokrims-ukultur/2-1-815185> (lest 1. juni 2020).

Lau Hansen (Oxford Business Law Blog)

Lau Hansen, Jesper, «EFTA Court rules on market manipulation after MAD – emphasis on effect-doctrine», Oxford Business Law Blog, 28. februar 2020. Tilgjengelig på: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/02/efta-court-rules-market-manipulation-after-mad-emphasis-effect> (lest 29. mai 2020).

Internettkilder

OSEBX

Oslo Børs.no, beskrivelse av hovedindeksen OSEBX. Tilgjengelig på:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview> (lest 1. april 2020).

Cambridge English Dictionary:
«inter alia»

«Definition of inter alia from the Cambridge Advanced Learner's Dictionary & Thesaurus © Cambridge University Press». Tilgjengelig på:
<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/inter-alia> (lest 6. mai 2020).

Cambridge English Dictionary:
«misleading»

«Definition of misleading from the Cambridge Advanced Learner's Dictionary & Thesaurus © Cambridge University Press». Tilgjengelig på:
<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/misleading> (lest 6. mai 2020).

Bokmålsordboka: «villede»

Universitetet i Bergen og Språkrådet © 2020 oppslagsord «villede». Tilgjengelig på:
<https://ordbok.uib.no/perl/ordbok.cgi?OPP=villed&ant>

[bokmaal=5&ant_nynorsk=5&begge=+&ordbok=begge](#)

(lest 6. mai 2020).

Finansinspektionens nettside

Finansinspektionens oversikt over sanksjoner ikrafttredne sanksjoner for «marknadsmisbruk».

Tilgjengelig på:

<https://www.fi.se/sv/publicerat/sanktioner/marknadsmisbruk/?catid=18&catid=62&catid=67&catid=83&page=2>.

(lest 9. mai 2020).

Finanstilsynets nettside

Ingen treff i markedsmanipulasjonssaker ved søk på «vinningsavståelse» på Finanstilsynets nettsider. Det fremgår heller ikke av annen informasjon på nettsiden at vinningsavståelse har blitt benyttet som reaksjon på markedsmanipulasjon på selvstendig grunnlag. Se:

<https://www.finanstilsynet.no/sok/?q=vinningsavstaelse&sortbydate=false> (lest 11. mai 2020).

Status på ikrafttredelse av MAR

<https://www.efta.int/eea-lex/32014R0596> (lest 15. mai 2020).

