



NORGES HØYESTERETT

Den 2. mai 2012 avsa Høyesterett dom i

HR-2012-00919-A, (sak nr. 2011/1916), straffesak, anke over dom,

Den offentlige påtalemyndighet (statsadvokat Tor Henning Rustan Knudsen
– til prøve)

mot

A (advokat Halldor Christen Tjøflaat – til prøve)

B (advokat Anders Brosveet)

S T E M M E G I V N I N G :

- (1) Dommer **Webster**: Saken gjelder spørsmålet om overtredelse av verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr 75 § 3-8 første jf. annet ledd, forbudet mot markedsmanipulasjon.
- (2) De to tiltalte, B og A opererte som daghandlere eller ”day tradere” i aksjer. Uavhengig av hverandre hadde de oppdaget en svakhet i programmeringen av en aksjerobot, som gjorde det mulig å manipulere kursen aksjeroboten tilbød i markedet ved en rask rekke av transaksjoner. Ved flere anledninger i perioden desember 2007 til mars 2008 var handlemønsteret til de tiltalte så påfallende at Oslo Børs’ overvåkingsystem utløste automatiske alarmer. Overvåkingsavdelingen ved børsen undersøkte saken og utarbeidet en rapport. Saken ble oversendt Finanstilsynet – den gangen Kredittilsynet – og deretter til Økokrim og Oslo politidistrikt. Statsadvokatene i Oslo tok 7. juni 2010 ut tiltalte mot B og A for overtredelse av verdipapirhandelloven § 17-3, (1) jf. § 3-8, jf. forskrift om verdipapirhandel § 3-2. Grunnlaget er i tiltalebeslutningen beskrevet som følger:

”I en periode fra november 2007 til mars 2008, fra PC på bopel i X/Y eller på annet sted med nettilgang, inngav han handelseordrer og/eller foretok han transaksjoner mot handelssystemet til Timber Hill AG (aktivert for aksjehandel ved Oslo Børs). Transaksjonene ble utført slik at kursen på verdipapiret han handlet i ble påvirket, før han reverserte posisjonen(e) og utnyttet kursbevegelsen(e).”

(3) B er tiltalt for 42 tilfeller av markedsmanipulasjon ved denne handlemåten i perioden 21. november 2007 til 31. mars 2008. A er tiltalt for 30 tilfeller i perioden 9. januar til 14. mars 2008. I de fleste av tilfellene oppnådde de tiltalte å skaffe seg fortjeneste. Totalt skaffet B en bruttogeinst på 243 000 kroner, mens As bruttogeinst ble 156 442 kroner. Det reelle nettoutbyttet er noe lavere på grunn av kurtasje til nettmegleren.

(4) Oslo tingrett avsa dom 12. oktober 2010 med følgende domsslutning:

- ”1. **B, født 07.01.1983, dømmes for overtredelse av verdipapirhandelloven § 17-3 (1) jf § 3-8 (1) jf (2) til en straff av fengsel i 120 – hundre og tyve – dager, jf straffeloven § 62. Fullbyrdelsen av straffen utsettes i medhold av straffeloven §§ 52-54 med en prøvetid på to år.**
2. **B, født 07.01.1983, dømmes til å tåle inndragning med kroner 165 000 – ett hundre og seksti fem tusen.**
3. **A, født 11.12.1970, dømmes for overtredelse av verdipapirhandelloven § 17-3 (1) jf § 3-8 (1) jf (2) til en straff av fengsel i 90 – nitti – dager, jf straffeloven § 62. Fullbyrdelsen av straffen utsettes i medhold av straffeloven §§ 52-54 med en prøvetid på to år.**
4. **A, født 11.12.1970, dømmes til å tåle inndragning med kroner 105 000 – ett hundre og fem tusen.”**

(5) B og A anket til Borgarting lagmannsrett over tingrettens bevisbedømmelse, lovanvendelse under skyldspørsmålet og saksbehandlingen. Lagmannsretten la til grunn at ankene også gjaldt inndragningen og henviste dem til behandling. Umiddelbart før ankeforhandlingene ble ankene begrenset til å gjelde lovanvendelsen, og saken ble behandlet av tre fagdommere i henhold til straffeprosessloven § 332 annet ledd.

(6) Lagmannsretten avsa dom 18. oktober 2011 med slik domsslutning:

”B, født 7. januar 1983, og A, født 11. desember 1970, frifinnes.”

(7) Påtalemyndigheten har anket over lagmannsrettens lovanvendelse til Høyesterett. Førsteamanuensis Kjell Jørgensen og investeringsdirektør Peter Warren har vært oppnevnt som sakkyndige i Høyesterett. De har utarbeidet en felles skriftlig erklæring og møtte og forklarte seg for Høyesterett. Begge var også oppnevnt som sakkyndige for lagmannsretten. Aktor har nedlagt påstand om ny fellende dom for Høyesterett, og de tiltalte ble innkalt og har fulgt ankeforhandlingene i Høyesterett.

(8) *Påtalemyndigheten* har i korthet anført at de tiltaltes handlemåte innebærer markedsmanipulering ettersom formålet med handlene var å utløse kursendring, ikke å erverve aksjene. Dette innebar å gi villedende signaler til markedet ettersom handlene ga uttrykk for en interesse for aksjene som reelt sett ikke eksisterte. Markedets kursfastsettelsesmekanisme ble dermed forstyrret ved handlemønsteret, og dette utgjør markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven § 3-8's forstand.

- (9) De tiltalte – *B og A* – har i korthet anført at de ikke har gitt falsk, uriktig eller villedende informasjon. Det er heller ikke utøvet markedsrett ved hjelp av ”finansielle muskler”, og deres handlinger faller derfor utenfor verdipapirhandelloven § 3-8 og kan dermed ikke straffes. Tvert imot var deres handlemønster gunstig for markedet fordi det bidro til å fjerne en ineffisient aktør. Tingretten har også uriktig domfelt etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 1 annet alternativ og nr. 2 til tross for at tiltalen bare omfattet § 3-8 annet ledd nr. 1 første alternativ. Dette innebærer en saksbehandlingsfeil som medfører at heller ikke Høyesterett kan domfelle etter denne bestemmelsen, jf. straffeprosessloven § 38.
- (10) *Jeg er kommet til at anken må forkastes. Jeg ser først nærmere på de faktiske forholdene før jeg drøfter de rettslige spørsmålene.*
- (11) *Nærmere om sakens faktum*
- (12) Som nevnt har de to tiltalte operert som såkalte daghandlere, det vil si at de søkte å skaffe fortjeneste på daglige kurssvingninger i aksjemarkedet. Gjennom internettmeglere foretok de flere kjøp og salg av aksjer og avsluttet børsdagen med tom aksjebeholdning. De to tiltalte kjente ikke hverandre og har handlet uavhengig av hverandre, men på samme måte.
- (13) Aksjene det ble handlet med i de tilfellene tiltalen gjelder, var Hafslund serie B, Wilh. Wilhelmsen ASA og Odfjell serie B. Aksjene var lite likvide, i den forstand at de i begrenset grad var gjenstand for omsetning ved børsen.
- (14) Som jeg har vært inne på, utløste de tiltaltes handlemåte flere ganger automatiske alarmer i Oslo Børs’ overvåkingsystem, SMARTS. Handlemønsteret ble tatt opp til diskusjon i overvåkingsavdelingen flere ganger i perioden desember 2007 til mars 2008. I februar 2008 ble en egen saksbehandler satt på saken. Den 14. mars 2008 ble aktiviteten i aksjen Odfjell serie B så omfattende og volatiliteten så stor at overvåkingsavdelingens leder besluttet å innføre børspause.
- (15) Motparten i transaksjonene som omfattes av tiltalebeslutningen, var med noen få unntak meglerhuset Timber Hill (Europe) AG – Timber Hill – som er et selskap som har spesialisert seg på automatisert handel. Timber Hills aksjerobot lå som regel inne i de aktuelle aksjene hele handelsdagen med både salgs- og kjøpsordre og fungerte som såkalt ”marked maker”. Prisen på Timber Hills salgsordre var høyere enn prisen på kjøpsordrene, og selskapets formål var å tjene penger på denne prisforskjellen – også omtalt som ”spreaden”. Timber Hills aksjerobot styrte innleggelsen av ordre og ordreendringer både med hensyn til pris og antall aksjer.
- (16) Gjennom observasjoner av ordre og handler ble de tiltalte oppmerksom på at både kjøps- og salgskursen for enkelte aksjer i selskaper med liten likviditet ble flyttet automatisk uavhengig av hvor mange aksjer som ble omsatt, og også uavhengig av om alle aksjene i den opprinnelige handelsordren ble kjøpt eller solgt. De tiltalte antok at handlene ble foretatt av en forhåndsprogrammert datamaskin, såkalt algoritmehandel. Automatikken i kursendringene hadde en svakhet som kunne utnyttes slik de tiltalte gjorde.
- (17) De tiltaltes handlemønster kan deles i tre faser: Første fase innebar at de tiltalte skaffet seg en relativt sett stor aksjepost til salgskursen som Timber Hill lå inne med i det

”uforstyrrede” markedet. Aksjeposten ble ervervet ved at tiltalte la inn en kjøpsordre som matchet Timber Hills salgsordre. Etter handelen responderte Timber Hills aksjerobot automatisk med å legge inn nye ordre med hevet salgs- og kjøpskurs. Ved slutningen av handelen fikk de tiltalte bekreftet at de handlet med Timber Hill, og handlemønsteret gikk over til andre fase som hadde til formål å drive opp Timber Hills tilbudte pris på kjøp og salg av den aktuelle aksjen. De tiltalte la inn en ny kjøpsordre på et mindre antall aksjer som møtte Timber Hills hevede salgskurs – men ikke Timber Hills tilbudte volum, dvs. det antallet aksjer Timber Hill tilbød til den aktuelle kursen. På nytt responderte Timber Hill med å slette det resterende tilgjengelige volumet til denne kursen og legge inn nye ordrer med hevet salgs- og kjøpskurs. De tiltalte kjøpte på nytt et mindre antall aksjer til denne hevede kursen. Dette mønsteret gjentok seg i flere omganger til de tiltalte hadde oppnådd å få hevet Timber Hills kjøpskurs tilstrekkelig til at de tiltalte kunne få en fortjeneste når prosessen ble reversert. Deretter startet fase tre, hvor de tiltalte solgte aksjene tilbake til Timber Hill til den nye hevede kursen. Tilbakesalget skjedde regulært ved at de tiltalte møtte Timber Hills kjøpsordre både på pris og volum. Det vil si at de tiltalte solgte det antall aksjer til den pris Timber Hill hadde lagt ut kjøpsordre for. Hvis det var nødvendig, skjedde reverseringen gjennom flere transaksjoner inntil alle aksjene var solgt tilbake. Under denne prosessen regulerte Timber Hills aksjerobot ned salgs- og kjøpskursen slik at de siste aksjene ble solgt tilbake med en lavere pris enn de første.

- (18) Også det motsatte handlemønster ble benyttet. Det vil si at de tiltalte solgte en relativt sett stor post aksjer. Det første salget ble etterfulgt av flere småsalg med den hensikt å få prisen i Timber Hills handelsordre ned. Deretter ble aksjene kjøpt tilbake til den lavere kursen.
- (19) Muligheten til å manipulere frem kursendring og hente ut gevinst gjennom kjøps- og salgsprosessen mot Timber Hills aksjerobot skyldtes først og fremst programmeringen av roboten. Det var også sentralt at aksjene var illikvide – det vil si at det ikke var mange andre kjøpere og selgere i markedet som forstyrret prisutviklingen de tiltalte tilsiktet ved sin handlemåte. I tillegg måtte hele transaksjonskjeden gjennomføres raskt – gjerne i løpet av noen få minutter – for å unngå at eventuelle andre handlende skulle bryte mønsteret.
- (20) *De rettslige spørsmålene*
- (21) Spørsmålet er om de tiltalte kan straffes for markedsmanipulering etter verdipapirhandelloven § 3-8 jf. § 17-3 første ledd. De relevante delene av § 3-8 lyder:

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

(2) Med markedsmanipulasjon menes:

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

2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd, eller

...

- (3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis.”

- (22) De norske reglene om markedsmissbruk er en følge av implementering av markedsmissbruksdirektivet, direktiv 2003/6/EF med tilhørende regelverk.
- (23) Formålet med regelverket er å kanalisere kapital på en samfunnsmessig gunstig måte. For å oppnå dette må regelverket utformes slik et det skapes tillit til markedet, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 5:

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

- (24) Markedsmanipulasjon er uheldig fordi det svekker markedsdeltakernes tillit til markedet, som igjen kan medføre at kapitalen forsvinner eller ikke blir utnyttet på best mulig måte, jf. proposisjonen side 55:

”Ved at de legitime markedsmekanismene forstyrres, vil det være stor risiko for at handler sluttet på feilaktig eller sviktende grunnlag. I så fall vil risikoen for å tape penger som følge av tilfeldigheter bli høyere (uforutsigbar risiko). Kort sagt blir konsekvensen i sin tur at aktørene vil ønske å innberegne et høyere risikotillegg (eller velge alternative markeder), noe som av ulike årsaker dermed vil svekke norske bedrifters tilgang på kapital, se nærmere NOU 1996:2 side 20 flg. På grunnlag av slike konsekvenser er det altså svært viktig at markedsaktørene har tillit til at verdipapirmarkedet fungerer på en tilfredsstillende måte.”

- (25) Ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-8 første ledd er isolert sett meget vid, men må leses i lys av annet ledd som gir en nærmere utlegning av hvordan begrepet markedsmanipulasjon skal forstås. Det er tre alternativer som er aktuelle i saken:
- 1) § 3-8 annet ledd nr. 1 første alternativ, hvoretter markedsmanipulasjon omfatter ”transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter”,
 - 2) § 3-8 annet ledd nr. 1 annet alternativ som omfatter transaksjoner eller handelsordre ”som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå”, og
 - 3) § 3-8 annet ledd nr. 2 som omfatter ”transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd”.
- (26) Forsvarerne har anført at Høyesterett ikke kan domfelle etter § 3-8 annet ledd nr. 1 annet alternativ og annet ledd nr. 2, ettersom disse hjemlene ikke var angitt i tiltalen. Den opprinnelige tiltalen omfattet bare § 3-8 annet ledd nr. 1 første alternativ. Først i replikkrunder under hovedforhandlingen i tingretten endret aktor tiltalen. Forsvarerne

fikk anledning til å uttale seg om endringen. Tingretten domfelte for både nr. 1 første og annet alternativ – noe forsvarerne mener den ikke hadde adgang til.

- (27) Etter mitt syn foreligger det ingen saksbehandlingsfeil på dette punktet. Det ble ikke gjort noen endring i faktumbeskrivelsen i tiltalen. Faktum var heller ikke omstridt for lagmannsretten. Det er bare subsumsjonen som er utvidet, og det er det adgang til etter straffeprosessloven § 38 annet ledd. Tiltalen gjelder utvilsomt samme straffbare forhold etter alle de tre straffalternativene som påtalemyndigheten har tatt opp. Og selv om man skulle mene at endringen skjedde på et for sent tidspunkt, ville det være en feil som er reparert gjennom lagmannsrettens og Høyesteretts behandling av lovanvendelsesankene.
- (28) I det følgende vil jeg derfor vurdere om de tiltaltes handlinger faller inn under ett eller flere av de tre aktuelle alternativene i § 3-8 annet ledd. Ordlyden er vid. Som jeg skal komme tilbake til følger det både av EU-retten og av de norske forarbeidene at ikke alt som faller inn under ordlyden skal anses som markedsmanipulasjon i direktivets og lovens forstand. Det er en terskel for handlinger som er lovlige. For norsk retts vedkommende er det naturlig å formulere dette som en rettsstridsreservasjon som medfører at de tiltaltes handlinger ikke skal straffes, selv om handlingene faller inn under ordlyden i § 3-8 annet ledd.
- (29) *Nærmere om § 3-8 annet ledd nr. 1 første alternativ*
- (30) Spørsmålet er om de tiltaltes handlemåte var egnet til å ”gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen” på aksjene det ble handlet i.
- (31) Bestemmelsen må ses i sammenheng med forskrift til verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd som angir en rekke momenter som ”blant annet” er relevante ved forståelsen av § 3-8 annet ledd nr. 1. Uttrykket ”blant annet” viser at listen ikke er uttømmende og heller ikke avgjørende – i den forstand at listen bare angir momenter som skal tas i betraktning. Dette fremgår enda klarer av direktiv 2003/124/EF artikkel 4, som forskriften § 3-2 første ledd er implementering av. Direktivet fastsetter at momentene som er listet opp ”ikke nødvendigvis skal betraktes som kursmanipulation i sig selv”. Hvis flere av momentene foreligger i en konkret sak, vil det trekke sterkere i retning av at det foreligger markedsmanipulasjon.
- (32) En rekke av momentene i § 3-2 første ledd dreier seg om handelsordre og transaksjoner som utgjør betydelig posisjoner. De aktuelle disposisjonenes kvantitative effekt i markedet er altså av betydning ved vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon. Bestemmelsen er imidlertid ikke begrenset til de betydelige disposisjonene. I forskriften § 3-2 første ledd bokstav c fremheves det for eksempel at det skal legges vekt på om transaksjonene innebærer reelt endret eierskap. Av særlig interesse er bokstav e, som angir at det skal legges vekt på:
- ”om eller i hvilken grad handelsordrer gis eller transaksjoner finner sted i løpet av et kort tidsrom i handelperioden og medfører en kursendring som på et senere tidspunkt reverseres...”**
- (33) Transaksjonsrekkene vår sak gjelder tok stort sett bare få minutter og medførte en kursendring som senere ble reversert. Dette trekker i retning av at de tiltaltes handlemåte innebærer markedsmanipulasjon i lovens forstand.

- (34) Axelsen, Mellommenn og markedsmissbruk, side 199 peker på at det sentrale i § 3-8 er å ramme aktivitet som uriktig gir uttrykk for en reell kjøps- eller salgsinteresse:
- ”Alternativene falske, uriktige eller villedende signaler må her kunne sies å gli noe over i hverandre, men det sentrale må være at transaksjonene eller handelsordrene gir uttrykk for en aktivitet som reelt sett ikke stemmer overens med kjøps- og salgsinteressen for de finansielle instrumentene.”**
- (35) Uttalelsen er knyttet til den tidligere § 2-8, som har samme ordlyd som dagens § 3-8. Aktor har anført at de tiltaltes handlemønster faller inn under denne beskrivelse fordi transaksjonene ga signaler om kjøps- og salgsinteresse som ikke var reell; deres hensikt var ikke å erverve aksjene, men å påvirke prisen på Timber Hills ordre.
- (36) Alle transaksjonene som er bakgrunnen for denne saken er reelle, men den primære hensikten med transaksjonene i den andre fasen i transaksjonsrekken var ikke å erverve flere aksjer, men å oppnå endret pris i Timber Hills handelsordre. I utgangspunktet er markedsmanipulasjonsreglene virkningsorienterte i den forstand at reglene fokuserer på virkningen, ikke på hensikten. Det ble antatt at hensikten ville bli vanskelig å bevise, og for at regelverket skulle bli tilstrekkelig effektivt ble reglene gjort objektive. Det kan altså foreligge markedsmanipulasjon selv om det ikke har vært hensikten å manipulere. I juridisk teori er det imidlertid argumentert for at hensikten kan være relevant for å fastslå om det foreligger markedsmanipulasjon. Jeg viser for eksempel til Ferrarini, *The European Market Abuse Directive, Common Market Law Review* 41, 2004, side 724 følgende.
- (37) Hensikten med en vesentlig del av all aksjehandel er ikke å oppnå eierposisjon i selskapet, men å utnytte kortsiktige fluktasjoner i aksjekursene. Dette kan likevel ikke innebære å gi ”falske, uriktige eller villedende signaler” gjennom handelsordre eller transaksjoner å handle aksjer med slikt formål. Det som skiller vår sak fra den ordinære kortsiktige spekulasjonen i svingninger i aksjekurser, er at de tiltaltes handlinger utløser den automatiserte kursendringen i handelsordrene Timber Hills aksjerobot legger inn. Hensikten i annen fase av handlemønsteret var ikke å erverve aksjer for å utnytte mulige svingninger – men å skape svingningen. Det er nærliggende å anse dette som et villedende signal om tilbud eller etterspørsel etter den aktuelle aksjen.
- (38) De sakkyndige har imidlertid pekt på at en rasjonell markedsaktør som ser at de tiltaltes handlemåte gjentar seg, vil forstå hva som foregår og innrettet sin opptreden deretter. Transaksjonsmønsteret, hvor de tiltalte ikke kjøpte hele det tilgjengelige volumet på den laveste prisen, men fortsatte å handle til en høyere kurs, uten å ha uttømt volumet til den lavere kursen, synliggjorde etter deres mening at hensikten var en annen enn en reell interesse i å erverve aksjene. Det kan dermed stilles spørsmål ved om de tiltalte gjennom transaksjoner eller handelsordre har gitt villedende signaler til markedet. Det må imidlertid et trenet øye til for å se at kursen de tiltalte manipulerer frem, ikke er uttrykk for en reell endring i interessen for aksjene, blant annet fordi det ikke vil være klart at det er én aktør som står bak alle transaksjonene. Det vil bare fremgå at de utføres gjennom samme megler. Også aktiviteten i seg selv kunne forledet andre markedsaktører til å tro at det var en særlig interesse for de aksjene som ble handlet av de tiltalte.
- (39) At det er snakk om reelle transaksjoner som de tiltalte kunne tape penger på – og av og til også tapte penger på – er heller ikke til hinder for at transaksjonene kan innebære markedsmanipulasjon. Jeg viser her til Rt. 2009 side 22 avsnitt 29, som omhandler

markedsmanipulasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven av 1997 § 2-6. Også Kredittilsynet bygget på at både reelle og fiktive transaksjoner og handelsordre omfattes av markedsmanipulasjonsdefinisjonen, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 58.

- (40) Jeg har etter dette kommet til at de tiltaltes handlemåte faller inn under ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 1 første alternativ.
- (41) *Nærmere om § 3-8 annet ledd nr. 1 annet alternativ*
- (42) Dette alternativet rammer transaksjoner eller handelsordre ”som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå”.
- (43) Det kan være vanskelig å fastslå hva som er en kunstig kurs i et marked som beror på så mange ulike faktorer som aksjemarkedet. Det må legges til grunn at en kurs som er et resultat av en alminnelig tilbuds- og etterspørselseffekt er en normal kurs. En kurs kan først bli unormal eller kunstig der den også er et resultat av andre faktorer. Som jeg alt har vært inne på var det ikke en normal tilbuds- og etterspørselseffekt som skapte prisendringene i de tilfellene tiltalen gjelder, men de tiltaltes utnyttelse av den automatiske responsen fra Timber Hills aksjerobot. Det er nærliggende å anse priser som fremkommer på denne måten som unormale eller kunstige i lovens forstand.
- (44) Lagmannsretten har lagt til grunn at uttrykket ”sikrer” medfører at det kunstige nivået må bli liggende en viss periode og har begrunnet dette med ordlyden. Uttrykket ”sikrer” kan kanskje trekke i retning av at det skal noe mer til enn bare å etablere den kunstige eller unormale kursen. Imidlertid følger det av EU domstolens dom 7. juli 2011 i sak C-445/09 at det ikke kan oppstilles et slik krav om at det kunstige kursnivået skal eksistere en viss tid. I saken hadde en markedsaktør klart å etablere et kunstig lavt kursnivå på 73 euro i et sekund. I løpet av dette sekundet ervervet aktøren 4 350 aksjer. Etter kort tid stabilisert aksjen seg på 80,15 euro, og i løpet av få minutter kunne markedsaktøren dermed realisere en gevinst på nesten 10 prosent. Den foreleggende domstolen ba om avklaring av om direktivets artikkel 1, nr. 2 bokstav a annet ledd, som svarer til den norske bestemmelsen i § 3-8 annet ledd nr. 1 annet alternativ, krever at den unormale eller kunstige kursen blir beholdt i et visst tidsrom. EU-domstolen besvarte dette benektende. Den fremhevet i premiss 29 at formålet bak bestemmelsen ville bli brakt i fare hvis det ble oppstilt krav om at det kunstige nivået måtte ha en viss varighet.
- (45) Forsvarerne har anført at ordet ”sikrer” innebærer en forutsetning om finansiell styrke. Det er ikke vist til rettskilder som underbygger synspunktet utover det som kan utledes av ordlyden. Også i den danske ordlyden brukes begrepet ”sikrer”, i den engelske ”secure”. Av dommen i sak C 445/09 fremgår det at den nederlandske versjonen bruker ordet ”holdes”, se premiss 6. I den svenske versjonen er ordene ”låser fast” benyttet. Jeg er enig i at ordet ”sikrer” i seg selv kan peke i retning av noe mer enn bare å etablere en kunstig kurs. Det er imidlertid usikkert hva dette skulle bestå i – og i denne saken har de tiltalte hatt tilstrekkelig styrke til å etablere en kunstig kurs og utnytte den. Dette må etter mitt syn være tilstrekkelig til at de tiltaltes handlemåte også rammes av ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 1 annet alternativ.

(46) *Nærmere om § 3-8 annet ledd nr. 2*

(47) Bestemmelsen rammer ”transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd”. Den engelske ordlyden i artikkel 1 nr. 2 bokstav a, som § 3-8 annet ledd nr. 2 bygger på, er noe mer eksemplifiserende enn den norske. Forbudet retter seg mot:

”transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance”

(48) I dansk versjon er ordlyden:

”transaksjoner eller handelsorder, hvorved der benyttes fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund”

(49) Mens den svenske ordlyden lyder:

”transaksjoner eller handelsorder där falska förespeglingar eller andra slag av vilseledande eller manipulationer utnyttjas”

(50) Den norske bestemmelsens ordlyd ble en noe annen, uten at forarbeidene tyder på at det var tilsiktet noen forskjell, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 66.

(51) Bestemmelsen er omtalt som en meget fleksibel sekkebestemmelse som skal gjøre det mulig for myndigheten å reagere på nye typer av markedsmanipulering som måtte dukke opp i praksis. Etter sin ordlyd er § 3-8 annet ledd nr. 2 så vid at nr. 1 ikke vil ha noen selvstendig betydning hvis den tas på ordet. Departementet drøfter dette i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 66:

”Sammenhengen mellom direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a og b taler etter departementets syn for at bokstav b må omfatte noe mer enn bokstav a. Bokstav a omfatter transaksjoner og ordrer som er egnet til å gi villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris, eller som holder kursen på et kunstig eller unormalt nivå. Departementet har vanskelig for å se at transaksjoner eller ordrer i seg selv kan utgjøre markedsmanipulasjon på andre måter enn dette, noe som tilsier at meningsinnholdet må være annerledes i bokstav b. Etter departementets mening må bokstav b forstås slik at det samlet sett kan utgjøre markedsmanipulasjon dersom transaksjoner er inngått eller ordrer inngitt i tilknytning til falske eller uriktige forespeilinger eller enhver annen form for villedende atferd. Vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon i slike tilfeller må nødvendigvis baseres på sammenhengen mellom transaksjonene eller ordrene, og den atferd som har funnet sted i forkant eller etterkant av disse. Oppfatningen om at dette er den riktige forståelsen forsterkes ved å se hen til første kommisjonsdirektiv art. 5, som gir veiledning ved anvendelsen av direktivet art. 1 nr. 2 bokstav b. Departementet finner det mest hensiktsmessig å foreslå en regel som ligger nærmere opp til direktivet på dette punktet.”

(52) Som departementet peker på, tyder momentlisten i direktiv 2000/124/EF på at det er transaksjoner og handelsordre sammen med annen adferd som utgjør markedsmissbruk etter § 3-8 annet ledd nr. 2. Momentlisten fra direktivet er tatt inn i verdipapirforskriften § 3-2 annet ledd:

”I vurderingen av om handelsordrer eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 2, skal blant annet følgende momenter tas i betraktning:

- a) **hvorvidt en person eller dennes nærstående har utbredt uriktige eller villedende opplysninger om et finansielt instrument før eller etter at vedkommende har inngitt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner i det finansielle instrumentet, og**
- b) **hvorvidt en person eller dennes nærstående har utarbeidet eller distribuert en investeringsanbefaling om et finansielt instrument før eller etter at vedkommende har inngitt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner, og**
- c) **investeringsanbefalingen er feilaktig, tendensiøs eller beviselig påvirket av betydelige interesser.”**

(53) Som nevnt er momentlistene i forskriften § 3-2 ikke uttømmende, og den er derfor ikke avgjørende til hinder for at lovens § 3-8 annet ledd nr. 2 forstås etter sin ordlyd. 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.

(54) I dette tilfellet har den villedende adferden bare vært knyttet til transaksjoner, og jeg kan dermed ikke se at § 3-8 annet ledd nr. 2 kommer til anvendelse.

(55) *Rettsstridsreservasjon*

(56) Det er lovfestet en spesiell rettsstridsreservasjon for forhold som faller inn under § 3-8 annet ledd nr. 1 i bestemmelsens avsluttende setning. Det heter der at transaksjoner eller handelsordre som faller inn under definisjonen likevel ikke skal anses som markedsmanipulasjon hvis

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

(57) Bestemmelsen har sin bakgrunn i direktiv 2003/6/EF artikkel 1 nr. 2 bokstav a. Aktøren må altså påvise rettmessige grunner for å handle som han har gjort – og opptreden må være i tråd med godkjent markedspraksis. Det foreligger ingen godkjenning fra Finanstilsynet for de tiltaltes handlemåte, og bestemmelsen får ikke anvendelse i vår sak. Etter det opplyste foreligger heller ikke godkjenninger i andre land i EØS-området som dekker de tiltaltes handlemåte. Godkjenningshjemmelen er i det hele lite brukt. Det er opplyst om ti slike nasjonale vedtak i EU.

(58) Bestemmelsen kan ikke anses å regulere rettsstridsreservasjonen uttømmende. Om det foreligger markedsmanipulasjon i strid med § 3-8 annet ledd nr. 1 må avgjøres etter en helhetsvurdering, jf. blant annet innledningsordene i direktiv 2003/124/EF artikkel 4.

(59) Etter norsk rett er det som nevnt naturlig å anse det for å foreligge en generell rettsstridsreservasjon som innebærer at loven ikke får anvendelse der det må legges til grunn at ordlyden rekker lenger enn det som har vært meningen å ramme som straffbart, jf. Andenæs, Alminnelig strafferett, femte utgave side 155. Slike signaler kan gis direkte i ordlyden, for eksempel ved bruk av ord som ”uredelig”. Dette var tilfelle i den norske reguleringen av markedsmissbruk før implementering av markedsmissbruksdirektivet. Verdipapirhandelloven § 2-6 første ledd fastsatte at ingen måtte ”søke uredelig å påvirke

kursen på et finansielt instrument”. I forarbeidene til loven var markedsmanipulasjon definert meget vidt som enhver aktivitet rettet mot et verdipapirmarked for kunstig å påvirke prisen på verdipapirene, jf. NOU 1996: 2, Verdipapirhandel, punkt 6.3.4.2. side 84. Det pekes likevel på at reelle transaksjoner normalt vil falle utenfor:

”De tilfeller hvor en handel gjennomføres til avtalte kurser og volum, og hvor kjøper og selger selv tar den reelle forretningsmessige risiko knyttet til handelen, skal det i utgangspunktet mye til for å anse transaksjonene som kursmanipulasjon uavhengig av om disse er foretatt til kurser som avviker fra de noterte kursene i markedet. Det kan imidlertid ikke utelukkes at dette vil være kursmanipulasjon.”

- (60) For at reelle transaksjoner skulle falle inn under lovens forbud om kursmanipulasjon, måtte de anses for uredelige, jf. NOU 1996: 2, side 204 i kommentaren til § 2-4 som ble vedtatt som § 2-6. Begrepet ”uredelig” fungerte altså som en rettsstridsreservasjon.
- (61) Da direktiv 2003/6/EF med tilhørende regelverk ble implementert i norsk rett, la departementet til grunn at direktivet hadde en noe bredere anvendelse enn de tidligere norske bestemmelsene, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 63. Direktivet hadde ikke en slik eksplisitt rettsstridsreservasjon og ordet uredelig ble ikke videreført i den nye bestemmelsen. Men av forarbeidene fremgår det at det fortsatt skulle være rom for en rettsstridsvurdering, jf. for eksempel proposisjonen side 57–58, hvor det fremgår at: ”Bestemmelsene om markedsmanipulasjon er ment å ramme rettsstridig adferd”. Noe mer utdypende er dette gjentatt i proposisjonen på side 63:
- ”Markedsmanipulasjon kjennetegnes blant annet av at det ikke er snakk om en homogen forbrytelse i samme forstand som for eksempel et alminnelig tyveri. Det lar seg ikke gjøre innenfor fornuftige rammer å angi nøyaktig den forbudte gjerning fordi den kan bestå av så mange forskjellige objektive og subjektive elementer, og variasjoner og sammensetninger av slike. Derfor er lovgiver, det være seg på fellesskapsplan eller nasjonalt plan, primært henvist til å oppstille rettslige standarder og eventuelt understandarder om hva som kjennetegner den gjerning som forbys. Det vil kunne forekomme tilfeller som klart faller innenfor standardene, og andre tilfeller som ikke så klart faller innenfor. Med tanke på de mindre klare tilfellene kan det gis anvisning på momenter som er relevante for løsningen i konkrete saker. For å skape større forutberegnelighet kan det også utarbeides eksempler på konkrete tilfeller som man ønsker å forby. Og for å unngå uheldige utslag av de rettslige standardene og de vurderinger som foretas i tilknytning til disse, kan det dessuten opereres med uttalte eller ikke-uttalte rettsstridsreservasjoner (det vil si unntak for det som likevel ikke bør rammes). Rettsstridsreservasjonene kan i sin tur få sitt innhold på samme måte som nevnt ovenfor, gjennom standarder, vurderingskriterier og eksempler.”**
- (62) Forarbeidene forutsetter at det gjelder uttalte og ikke-uttalte rettsstridsreservasjoner for å unngå ”uheldige utslag” av reglene, og at innholdet i rettsstridsreservasjonen må utvikles.
- (63) Det er få holdepunkter i forarbeidene for hvilke momenter som vil være relevante ved vurderingen. Henvisningen til at forbudet skal ramme rettsstridig adferd og at uheldige utslag skal unngås, medfører at det må oppstilles et tilleggsvilkår – ikke direkte om uredelighet, men en kvalifikasjon av tilsvarende karakter.
- (64) Heller ikke direktivene eller veiledningen om markedsmissbruksdirektivet fra The Committee of European Securities Regulators – CESR – gir særlig veiledning om hvor den nedre grensen for det ulovlige går. Det nærmeste man kommer er påpekingen i direktiv 2003/124/EF artikkel 4 om at eksemplene ikke nødvendigvis skal betraktes som kursmanipulasjon.

- (65) Daglig foregår det transaksjoner og legges inn handelsordre på Oslo børs som kan falle inn under lovens definisjon av markedsmanipulasjon – og som likevel anses legitime. For noen slike handlemåter er det gjort unntak i verdipapirhandelloven § 3-12. Men også utover dette er det en rekke eksempler på veletablert markedsadferd som faller inn under definisjonen av markedsmanipulasjon, men som ikke straffes. Ett eksempel er der hvor en markedsaktør ikke ønsker å avsløre omfanget av sin reelle interesse i en aksje og derfor bare legger inn små handelsordre for å unngå kursøkning på aksjen. Slike disposisjoner kan falle inn under begrepet markedsmanipulasjon – fordi det gis villedende signaler om den reelle etterspørselen etter den aktuelle aksjen, jf. § 3-8 annet ledd nr. 1 første alternativ. Det må imidlertid være klart at det ikke har vært lovgiverens hensikt å ramme denne typen disposisjoner – hvilket også støttes av at ingen av momentene i forskriftens § 3-2 første ledd vil ramme handlingen.
- (66) Et annet eksempel er at enkelte investorer opparbeider seg et navn i markedet med den konsekvens at andre investorer velger å investere i samme selskap som vedkommende. I enkelte tilfeller har dette slikt omfang at det fører til kursoppgang i selskapet. Hvis den velansette investor allerede fra starten har hatt som siktemål å utnytte denne kursoppgangen ved å selge seg ut av selskapet igjen, kan man si at investoren har villedet de øvrige investorene. Det kan være ulike syn på hvordan slik atferd bør bedømmes etisk sett, men forutsatt at den velansette investoren ikke driver med noen annen form for villedende adferd, er det ikke aktuelt å straffe forholdet. Dette er også forutsatt av Axelsen, Mellommenn og markedsmissbruk, side 195–196.
- (67) På denne bakgrunn har det i rettsteorien vært anført at det er grunn til å gjøre unntak for handlinger som faller inn under lovens ordlyd, men som er akseptert markedspraksis, se Berge, Børs- og verdipapirrett side 290:
- ”Det er mye som tyder på at verken europeiske eller norske tilsynsmyndigheter fullt ut har sett konsekvensene av en rent virkningsorientert tilnærming. Mye kunne vært løst ved en aktiv håndtering av unntaket for ”akseptert markedspraksis”, men den praksis som har blitt godkjent i andre EØS-land er begrenset og spesiell, og omfatter ikke denne typen åpenbart legitime handelsteknikker. Og det norske Kredittilsynet har endatil gitt uttrykk for at man ikke ser for seg at det vil bli særlig behov for norske unntak. Så her må domstolene og andre som anvender bestemmelsene ta fornuften til hjelp, og tolke bestemmelsen med den generelle reservasjon at *alminnelig aksepterte handelsteknikker* i det aktuelle marked ikke utgjør ulovlig manipulativ adferd.”**
- (68) Tilsvarende har også Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, 2005, side 314 følgende, for dansk retts vedkommende lagt til grunn at de danske lovreglene har blitt for vidtgående.
- (69) Det samlede rettskildebildet viser at det må oppstilles en rettsstridsreservasjon som medfører at man unngår uheldige utslag av de vidtrekkende reglene. Ut fra formålet med markedsmissbrukreglene mener jeg at særlig sentrale momenter i vurderingen av om handlingen er over terskelen for det ulovlige må være hvordan handlingen blir vurdert i markedet og om handlingen har påført – eller har hatt potensial til å påføre – markedet skade. Men – som jeg skal komme tilbake til – vil også andre momenter ha betydning.
- (70) Spørsmålet blir så om rettsstridsreservasjonen gjør at de tiltalte ikke skal straffes i denne saken, til tross for at deres handlinger faller inn under ordlyden i § 3-8 annet ledd.

- (71) Flere forhold trekker i retning av at vi står overfor ulovlig markedsmanipulasjon i dette tilfellet. De tiltaltes klare hensikt om å manipulere prisen, taler for at forholdet er rettsstridig. Det er heller ikke mulig å peke på et aktverdige formål med manipulasjonen – et formål som i seg selv skulle gjøre handlingene legitime. At det i forskriften § 3-2 første ledd bokstav e er særlig fremhevet at det skal legges vekt på om "... transaksjoner finner sted i løpet av et kort tidsrom ... og medfører en kursendring som på et senere tidspunkt reverseres", må også tillegges vekt ved rettsstridsvurderingen.
- (72) På den annen side har de sakkyndige – og en rekke andre markedsaktører – gitt uttrykk for at de tiltaltes handlemåte anses allment akseptert i markedet. Handlemåten er dessuten med på å fremme lovens formål ved å fjerne en ineffisiens i markedet, ved at Timber Hill sluttet med sin irrasjonelle justering av kursen ved enhver transaksjon og uavhengig av om hele volumet blir omsatt. Dette kan også formuleres som at de tiltalte ikke manipulerer, men reagerer på en ineffisiens i markedet – i tråd med markedets grunnleggende måte å fungere på. I forlengelsen av dette er det naturlig å peke på at også en del av den ordinære handelen på børsen er basert på å forutse og tilpasse seg andre aktørers handlemåte. Den fremgangsmåten de tiltalte benyttet har et slektskap med disse handlemåtene, noe som taler mot å straffesanksjonere.
- (73) Jeg viser også til at de tiltalte handlet i full åpenhet. Det ble ikke gitt uriktige opplysninger. Den kursøkningen man fikk var en konsekvens av aksjerobotens programmering – som de tiltalte riktignok benyttet seg av, men under full åpenhet. Dette er forhold som trekker i retning av at de tiltaltes handlinger ikke bør straffes.
- (74) Videre tillegger jeg det vekt at de tiltalte har vært små aktører, og at deres handlemåte har hatt lite skadepotensiale for markedet som sådan. Etter de sakkyndiges oppfatning har det forhold at de tiltalte overveiende tok ut mindre enn tilgjengelig volum, medført at andre aktører ikke har oppfattet signaler om at prisen bør være en annen enn det den var på de gitte tidspunktene. Hadde de tiltalte tatt ut alt tilgjengelig volum på beste prisnivå, kunne dette ha vært tolket av andre markedsaktører som om prisen i det øyeblikket var for lav, og at man kunne vente en prisøkning. Noe slikt villedende signal ble altså ikke gitt ved de tiltaltes handlemåte. Dette har igjen medført at de tiltaltes handlemåte ikke har påvirket prisen i markedet utover den kortvarige svingningen mens manipulasjonen foregikk. Deres handlemåte var altså lite egnet til å skade markedet.
- (75) Ved avgjørelsen av rettsstridsspørsmålet finner jeg også grunn til å se saken i sammenheng med utviklingen i børshandelen de senere årene, der store aktører har tatt i bruk datateknologi for å effektivisere sine handler på børs. Ved programmering av sine handelsroboter vil de ulike aktører forsøke å optimalisere sitt handlingsmønster for i størst mulig grad å oppnå en tilleggsgevinst ved denne tekniske effektivisering av handelen. Det vil kunne være en forretningsmessig korrekt beslutning å velge løsninger som har innebygget som en kostnad den mulighet at motparter som opptrer rasjonelt i forhold til det programmerte handlingsmønster, vil kunne oppnå gevinst som motpart i transaksjoner med vedkommende aktør. Alternativet kan ha kostnadseffekt som overstiger konsekvensene av ufullkommenheten i programmeringen. Det er ikke uten betenkeligheter å legge straffesanksjonerte begrensninger på de øvrige investorers muligheter for å tilpasse seg et forhåndsprogrammert handlingsmønster.
- (76) På denne bakgrunn har jeg under tvil kommet til at den generelle rettsstridsreservasjonen gjør at de tiltalte må frifinnes, og at anken må forkastes.

(77) Jeg stemmer for denne

D O M :

Anken forkastes.

- (78) Dommer **Tønder**: Jeg er enig med førstvoterende i at den handlemåte de tiltalte har utvist ved å utnytte en svakhet i robotens program til å etablere en kunstig kurs på aksjene for deretter å utnytte denne til å skaffe seg fortjeneste ved aksjesalg eller aksjekjøp, faller inn under ordlyden i definisjonen av markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven § 3-8 andre ledd nr. 1 første og andre alternativ. Jeg viser til hennes begrunnelse for dette, som jeg også slutter meg til. Jeg er også enig med henne i at § 3-8 andre ledd nr. 2 ikke kommer til anvendelse.
- (79) Jeg har imidlertid et annet syn enn henne på om forholdet til tross for dette kan anses som lovlig.
- (80) Som førstvoterende påpekte, inneholdt verdipapirhandelloven av 1997 § 2-6 – slik denne lød før implementeringen av direktiv 2003/6/EF – i realiteten en lovfestet rettsstridsreservasjon ved at det bare var den som ”uredelig” søkte å påvirke kursen, som ble rammet av forbudet mot kursmanipulering. I NOU 1996: 2 pkt. 6.3.4.2 drøftes ulike tilfeller av aksjehandler som har til hensikt å påvirke kursen eller der påvirkning av kurs i en kunstig retning er en sidevirkning, men som likevel vil være lovlig. I særlig grad drøftes kursstabiliserende tiltak eller tilbakekjøp i forbindelse med emisjon eller fusjon. Det framgår av redegjørelsen at det kun var den ”uredelige kursmanipulasjon” som ble rammet, og at dette ikke ville foreligge der handelen har et ”legitimt motiv”. I Ot.prp. nr. 29 (1996–1997) side 54 slutter departementet seg til utvalgets forslag ”når det gjelder angivelser av eksempler på hva som skal regnes som uredelig påvirkning av kursen på et finansielt instrument”.
- (81) Da 1997-loven ble endret i forbindelse med implementeringen av direktiv 2003/6/EF, ble forbudet mot kursmanipulering tatt inn i § 2-8 under overskriften Markedsmanipulasjon. Bestemmelsen er identisk med dagens § 3-8. Også ved denne anledning var man opptatt av at ikke enhver manipulering av kursen var å regne som ulovlig kursmanipulering, og at det var behov for en utforming av loven som ga mulighet for å holde det som det ikke var meningen å ramme, utenfor lovens rekkevidde. For det første ble de tilfellene som i særlig grad ble drøftet i forbindelse med 1997-loven – tilbakekjøp og kursstabilisering – skilt ut som egen bestemmelse i § 2-12, tilsvarende § 3-12 i dagens lov. Dessuten ble det i § 2-8 andre ledd nr. 1 tilføyd en egen bestemmelse for tilfeller der loven ikke skulle komme til anvendelse til tross for at forholdet falt inn under definisjonen av markedsmanipulasjon i andre ledd nr. 1. Denne del av andre ledd nr. 1 lyder:

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

- (82) Formuleringen er gjort etter mønster av den tilsvarende bestemmelsen i direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a og definisjonen av ”akseptert markedspraksis” i artikkelens nr. 5, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 64–69.
- (83) I proposisjonen er både lovens bestemmelse og den tilsvarende bestemmelse i direktivet omtalt som ”rettsstridsreservasjonen”. Vi står altså overfor en rettsstridsreservasjon som har fått sin utforming nedfelt i direktivets og lovens tekst.
- (84) Som det framgår av den siterte lovteksten, stilles to kumulative vilkår for at handlingen skal falle inn under rettsstridsreservasjonen: For det første må gjerningspersonen godtgjøre at transaksjonene eller ordrene har en legitim begrunnelse. For det andre må disse være i samsvar med akseptert markedspraksis, det vil ifølge direktivet si at praksis må være akseptert av ”competent authority”, som i lovteksten er angitt å være Kredittilsynet – i gjeldende lovtekst Finanstilsynet – i samsvar med retningslinjene i tredje kommisjonsdirektiv, jf. direktivet artikkel 1 nr. 5.
- (85) Det er på det rene at Finantilsynet ikke har akseptert forhold som det de tiltalte har utøvd som akseptert markedspraksis, og denne bestemmelsen kommer derfor ikke til anvendelse.
- (86) Førstvoterende legger til grunn at det gjelder en rettsstridsreservasjon ut over den som er lovregulert i § 3-8 andre ledd nr. 1, jf. direktivet artikkel 1 nr. 2 bokstav a, jf. artikkel 1 nr. 5. Jeg er enig i at de forutsetninger som er kommet til uttrykk i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 63 – som førstvoterende viser til – peker i en slik retning. Jeg viser også til det hun uttaler om en generell rettsstridsreservasjon i norsk strafferett, jf. Andenæs, Alminnelig strafferett, femte utgave side 155. Hvor langt en slik ulovfestet rettsstridsreservasjon rekker ved siden av den lovfestede, er det imidlertid vanskelig å angi nærmere. Jeg finner imidlertid i denne forbindelse grunn til å bemerke følgende:
- (87) Det norske regelverket er gitt for å gjennomføre EØS-regler som svarer til direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk og dets utfyllende rettsakter. Tankegangen er å innføre et felles regelverk for bekjempelse av markedsmissbruk ved verdipapirhandel i hele EØS-området. Dette er igjen et tiltak i arbeidet med å etablere et integrert europeisk finansmarked. Betydningen av et slikt felles regelverk er sterkt poengtert i direktivets preambel. Det er i dette lys man må se vilkåret i lovens rettsstridsreservasjon om at det kun er praksis som er akseptert av Finanstilsynet som tilfredsstillende kravet til ”akseptert markedspraksis”, jf. direktivet artikkel 1 nr. 5. Finanstilsynets håndhevelse skal skje i samsvar med retningslinjer nedfelt i tredje kommisjonsdirektiv, 2004/72/EF, som skal sikre at også praktiseringen skal skje etter felles retningslinjer innen EØS-området, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 55–57 og direktivets artikkel 1 if.
- (88) At også det norske regelverket skal praktiseres i tråd med det felles regelverket, er framholdt i proposisjonen på side 63, hvor det heter:

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

- (89) Jeg vil på denne bakgrunn framheve at en rettsstridsreservasjon ut over den som er nedfelt i direktivet og lovfestet i § 3-8 andre ledd nr. 1, må praktiseres med dette som bakgrunn.
- (90) Etter mitt syn vil det være naturlig i hovedsak å knytte vurderingen som gjelder rettsstridsreservasjonen til det typetilfellet det aktuelle spørsmålet gjelder.
- (91) Jeg tar utgangspunkt i det kriteriet som er oppstilt i den lovfestede rettsstridsreservasjonen, nemlig om de tiltalte har godtgjort at deres handlemåte har en begrunnelse som ”er å regne som legitim”. Dette vilkåret må også her være av sentral betydning. Som jeg tidligere har nevnt, ble det i NOU 1996: 2 redegjort for ulike tilfeller av aksjehandler som har til hensikt å påvirke kursen eller der påvirkning av kurs i en kunstig retning er en sidevirkning, men som likevel vil være lovlig etter den tidligere lovteksten. Det som særpreger de handlingene som ble omtalt som lovlige, er at de har et formål ut over det å utnytte en kurspåvirkning til å skaffe seg fortjeneste. Det er ikke tilfelle i saken her. Når de tiltalte har skapt en kunstig kurs ved å ”gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen” eller ”sikret at kursen ... ligger på et unormalt eller kunstig nivå”, så er det utelukkende for å utnytte den kunstige kursen til å skaffe seg fortjeneste. Jeg kan vanskelig se at dette kan betraktes som en ”legitim” begrunnelse for den kursmanipulering som her har funnet sted. Det forhold at handlemåten fullt ut samsvarer med verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav e, som angir momenter som skal tas i betraktning ved vurderingen av om en markedsmanipulasjon er legitim, forsterker min konklusjon.
- (92) De tiltalte har anført at deres virksomhet har bidratt til å avsløre en svakhet i robotens program, noe som må betraktes som en positiv effekt som bør tillegges vekt i rettsstridsvurderingen. Dette synspunktet kan ikke føre fram. Det de tiltalte har gjort, er ikke bare å avdekke en svakhet i robotens program, men å utnytte denne over tid ved en rekke transaksjoner, inntil de selv ble avslørt. Den adekvate handlemåte må være å ta kontakt med Finanstilsynet både for å orientere om svakheten, og for eventuelt å få avklart om en fortsatt utnyttelse av denne ville være i samsvar med akseptert markedspraksis, en handlemåte loven kan synes å forutsette. Det har de tiltalte ikke gjort.
- (93) Det har vært anført at feilen ligger hos roboten, og at de tiltalte ikke har gjort noe annet enn å utnytte en dårlig aktør, noe som ikke er ulovlig. Etter min mening holder ikke sammenligningen. En aktør vil vanligvis raskt forstå at en slik måte å handle aksjer på som er programmert for roboten, ikke kan opprettholdes fordi den kontinuerlig vil resultere i tap. Vår sak gjelder en programfeil som ikke lar seg korrigere som følge av irrasjonelle disposisjoner uten at dette blir oppdaget av de som har ansvaret for roboten. Av den grunn kunne de tiltalte holde fram med sin handlemåte i flere måneder. Konsekvensen var at de hver gang de handlet på denne måten skapte kunstige kurser i markedet for de aktuelle aksjene. Det er således den kontinuerlige feilkursingen i markedet som er det sentrale i saken, og ikke at dette lot seg gjøre på grunn av en mangelfull programmering.
- (94) Jeg kan heller ikke se at det kan få avgjørende betydning at det ikke er påvist at noen andre enn Timber Hill er påført tap ved de tiltaltes handlemåte. Hvorvidt noen har lidt et aktuelt tap, vil også være vanskelig å fastslå. Jeg nevner imidlertid at lederen av derivatavdelingen i DnB NOR Markets flere ganger kontaktet børsen, og at kurssvingninger i en av de aktuelle aksjene påvirket kurssvingningene på DnBs derivater.

- (95) At det er to forholdsvis små aksjehandlere som har drevet denne aksjeomsetningen, og at de enkelte transaksjoner gjelder relativt små beløp, kan etter mitt skjønn ikke her ha betydning. Det å utnytte en aksjerobots mangelfulle program til å skape kunstige kurser i markedet for så å utnytte dette til å skaffe seg fortjeneste, er et typetilfelle som ikke fortjener rettsordenes godkjenning. De tiltalte har handlet ervervsmessig – for den ene gjelder tiltalen 42 tilfeller og for den andre 30 tilfeller. Det kan for ervervsmessig omsetning av et slikt omfang ikke opereres med en volummessig grense for det rettsstridige.
- (96) Førstvoterende har vist til at de tiltalte ikke tok ut alt tilgjengelig volum på beste prisnivå. Jeg kan – slik denne saken ligger an – ikke se at dette kan anføres til støtte for at deres handlemåte var rettmessig i forhold til forbudet. Jeg viser til det jeg tidligere har anført i forhold til rettsstridsreservasjonen og til førstvoterendes argumentasjon – som jeg er enig i – for at forholdet dekkes av bestemmelsens ordlyd. Det er etter mitt syn for øvrig også tvilsomt om det i denne saken er spesielt treffende å framheve at de tiltalte har handlet under "full åpenhet".
- (97) Jeg finner det vanskelig å legge særlig vekt på at fagmiljøet innen meglerbransjen skal være tilbøyelig til å akseptere de tiltaltes handlemåte. Det kan framstå som noe uklart i hvilken utstrekning det er selve typetilfellet man da har vurdert, eller om det er skadevirkningene av de konkrete transaksjoner. Under enhver omstendighet kan dette i seg selv ikke være avgjørende så lenge denne praksis ikke aksepteres av Finanstilsynet.
- (98) Jeg er etter dette kommet til at de tiltalte har gjort seg skyldig i straffbar overtredelse av verdipapirhandelloven § 3-8, jf. § 17-3, og at påtalemyndighetens anke må tas til følge. Da jeg etter konferansen vet at jeg er i mindretall, finner jeg ikke grunn til å utforme forslag til domsslutning.
- (99) Dommer **Endresen:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende, dommer Webster.
- (100) Dommer **Falkanger:** Likeså.
- (101) Dommer **Tjomsland:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med annenvoterende, dommer Tønder.
- (102) Etter stemmegivningen avsa Høyesterett denne

D O M :

Anken forkastes.

Riktig utskrift bekreftes: