

”Kursstabilisering og markedsmanipulering”

Kandidatnummer: 254

Veileder: Arne Tjaum

Leveringsfrist: 05.12.2005

(* regelverk for spesialoppgave på:

<http://www.jus.uio.no/studier/regelverk/utf-forskr-vedlegg-i.html>

regelverk for masteroppgave på:

<http://www.jus.uio.no/studier/regelverk/master/eksamensforskrift/kap6.html>)

Til sammen 17.990 ord

06.12.2005

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>KURSSTABILISERING OG MARKEDSMANIPULERING</u>	<u>1</u>
1.1	Avhandlingens tema	1
1.2	En kort fremstilling av ”kursstabiliseringsinstituttet”	3
1.3	De overordnede problemstillinger	7
1.4	Presisering og avgrensninger	9
1.4.1	Forordning (EF) nr. 2273/2003	9
1.4.2	Saklig virkeområde for avhandlingen	9
1.4.3	”Emisjoner”	11
1.4.6	”Emisjonskursen”	13
1.5	Terminologi	15
1.6	Hensyn bak bestemmelsene	17
1.6.1	Markedsmanipulasjon	17
1.6.2	Vphl. § 1-1 relativitet, jf. ”Likviditetshensynet”	17
1.6.3	Sentrale overlappende hensyn	18
1.6.4	Rekkevidden av likviditetshensynet	20
1.6.5	Forutberegnelighetshensynet og den ulovfestede ”rettsstridsreservasjon”	22
1.6.6	”Beskyttelseshensynet”	23
1.7	Kursstabilisering	25
1.7.1	Hensyn for kursstabilisering	25
1.7.2	Hensyn mot kursstabilisering	27
1.8	Nærmere om ”greenhoe opsjoner”, samt legale hensyn	28
1.9	Kort om ”Market Abuse Directive” utvikling, jf. Direktiv 2003/6/EF, ”MAD”	31
<u>2</u>	<u>MARKEDSMANIPULASJON, JF. VPHL. § 2-8</u>	<u>33</u>

2.1	Innledning	33
2.2	”Ordlyden i vphl. § 2-8, nr. 1”	36
2.2.1	”Transaksjon eller handelsordre”	36
2.2.2	”som gir eller er egnet til å gi”	36
2.2.3	”tilbud, etterspørsel eller pris”	37
2.2.4	”unormalt eller kunstig kursnivå”	38
2.3	Unntaket i vphl. § 2-8, nr. 1	39
2.3.1	”Begrunnelse... legitim”	40
2.3.2	”og i samsvar... med akseptert markedspraksis”	40
2.3.3	Kort om forskriftshjemmelen til ”akseptert markedspraksis”	41
2.3.4	Rettstridsreservasjonen	42
2.4	”Akseptert markedspraksis”	42
3	<u>KURSSTABILISERING</u>	45
3.1	Innledning	45
3.2	Rekkevidden av vphl. § 2-12	46
3.3	Hva kan kursstabilisering foretas i?	49
3.3.1	”Relevant securities”	49
3.3.2	”Associated instrument”	50
3.4	Hvem kan utøve stabiliseringen?	52
3.4.1	”Investment firm or credit institution”, jf. konsesjonsspørsmålet	52
3.4.2	Tillater forordningen flere tilretteleggere?	53
3.5	Stabiliseringskursen	55
3.6	Stabiliseringstiltaket	56
3.6.1	”Upward stabilisation”	57
3.6.2	”Downward stabilisation”	59
3.6.3	”Tidspunktet for stabiliseringen”	60
3.7	De to ”overordnede” vilkår, ”transparantcy og organized”	63

3.8	”Transparency”.	64
3.8.1	Innberetningsplikten forut for stabiliseringstiltaket.	64
3.8.2	Innberetningsplikten etter stabiliseringstiltaket	66
3.8.3	Lengden på stabiliseringsperioden	67
3.9	”Organized”	69
3.9.1	Kravet til kontrollorganene	69
3.9.2	Kontrollen med emisjonsprospektet av Oslo Børs	70
4	<u>LITTERATURLISTE</u>	73
4.1	Lovtekst	73
4.2	Forarbeider	74
4.3	Forskrifter	74
4.4	EUs direktiver og forordninger	74
4.5	Annet	75
4.6	Rettspraksis	75
4.7	Tekniske & elektroniske henvisninger	75
4.8	Juridisk litteratur	76
5	<u>LISTER OVER TABELLER OG FIGURER M V</u>	A

1 Kursstabilisering og markedsmanipulering

1.1 Avhandlingens tema

Temaet for denne avhandlingen er reglene for kursstabiliserende tiltak, med fokus på tilretteleggers adgang til å foreta kursstabilisering (jf. ”kurspleie”) i forbindelse med offentlige emisjoner og spredningssalg. Kursstabiliseringen behandles i lys av reglene om markedsmanipulering av finansielle instrumenter etter lov om verdipapirer av 19. juni 1997 nr. 79, vphl. § 2-12, jf. § 2-8.

Formålet med avhandlingen er å gi en fremstilling og en analyse av de viktigste rettsspørsmål som knytter seg til reglene om kursstabilisering, jf. vphl. 2-12. Bestemmelsen har overskriften ”tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering” og lyder:

”Forbudet mot markedsmanipulasjon i § 2-8 gjelder ikke for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering som gjennomføres i overensstemmelse med reglene i medhold av annet ledd.

EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29 (forordning (EF) nr. 2273/2003) om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter gjelder som lov med tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll I til avtalen og avtalen for øvrig.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om kontroll med tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering”.

Markedsmanipulering er legaldefinert i vphl. § 2-8. Bestemmelsen lyder:

”Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter.

Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbud, etterspørsel 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 transaksjonene, eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet 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. utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter, når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedede. Når en journalist i sin yrkesmessige aktivitet uttrer slike opplysninger, skal forholdet vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjenester av utbredelsen.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis”.

1.2 En kort fremstilling av "kursstabiliseringsinstituttet"

Utgangspunktet er at markedsmanipulering etter vphl. § 2-8, er forbudt. Unntaket følger av vphl. § 2-12 som etter ordlyden gjør unntak fra markedsmanipulasjonsforbudet for "kursstabilisering". Kursstabiliseringen stammer fra utenlandsk praksis, særlig angloamerikansk meglerpraksis, og retter seg mot behovet om å holde aksjekursene stabile, i en forut avtalt periode, og på forut bestemte vilkår.

Det er på det rene at virkemidler for kursstabilisering av aksjer har vært vanlig i en årrekke, da først og fremst i forbindelse med børsnotering og større offentlige videresalg av aksjer. Globaliseringen av finansmarkedene og stadig økt innflytelse fra internasjonale meglerhus har medført at bruken av kursstabiliserende tiltak også er innført i Norge.

Det siste jeg har registrert i denne sammenheng vil være Funcom N.V `s pågående søknad om børsnotering. Her tilbys det i følge prospektet opp til 1.000.000 emitterte aksjer, og opp til 4.900.000 aksjer fra annenhåndsmarkedet. Kombinasjonen av kapitalforhøyelse og spredningssalg er, ved siden av å oppfylle kravet til børsnotering, en praktisk måte å skaffe bedriften frisk kapital, noe som nødvendig ved børsnoteringen, da kravet til kapital ved børsnoteringen er satt høyt¹.

Problemet med slike offentlige emisjoner og spredningssalg, er det store tilgjengelig volum aksjer. Et stort volum aksjer vil kunne virke prisdempende på kjøps- og investeringsviljen blant de potensielle investorene i verdipapirhandelsmarkedet. Dette beror blant annet på markedspsykologiske forhold, jf. investorer vil her bli fristet til å avvente situasjonen i håp om et kursfall, noe som igjen vil kunne medføre tap av etterspørsel i markedet, jf. en viss "dominoeffekt". For å kompensere for et slikt tap i etterspørselen, vil en prisreduksjon i aksjekursen være en naturlig konsekvens, da for å få nok investorer interessert i den

¹ Se fotnote 18. I tillegg vil kravet til børsnotering forutsette et forutgående spredningssalg, da børsnotering krever at aksjene har en "allmenn interesse". Dette tolkes, jf. Børsforskriften § 2-1, slik at minst 25 % av aksjen må være spredt ut på personer som ikke har tilknytning til selskapet aksjen representerer, jf. § 2-3.

emitterte aksjen. Synker kursen for mye vil dette kunne gå på bekostning av hele emisjonen² eller spredningssalg. Tap av kjøps- og investeringsvilje vil slik kunne forhindre, eller begrense, muligheten for emisjoner eller spredningssalg.

For å motvirke et slikt tap i etterspørselen er det utarbeidet en praksis for kursstabilisering. Dette går ut på at utsteder eller selger(ne) overtildeler og selger aksjer utover det emitterte totalbeløp. Kursstabiliseringen foretas ved bruk av såkalte "tilrettelegger(e)", jf. "stabilisation manager(s)"³. Da tilrettelegger her selger overtildelte aksjer han ikke har, vil disse selges short. I dette ligger det at tilrettelegger ikke har ervervet aksjene på salgstidspunktet. Norsk rett oppstiller i vphl. § 8-7 og § 8-8 et krav om at tilrettelegger må ha tilgang til aksjene på salgstidspunktet, jf. såkalt "uekte- short salg". For å oppfylle bestemmelsenes krav om "tilgang" vil tilrettelegger låne det nødvendige antall aksjer tilsvarende de aksjene som er overtildelt, (jf. eks. 15 %). (Dette lånet foretas gjerne av en (eller flere) større aksjonær i selskapet).

Tilrettelegger fortar støttekjøp av de emitterte aksjene under stabiliseringsperioden. Da kjøp i aksjen vil være egnet til å øke tegningsinteressen i markedet, vil dette påvirke etterspørselen av de emitterte aksjer i positiv retning for utsteder eller selger(ne), (jf. en kursoppgang vil normalt øke tegningsinteressen). Tilrettelegger vil i forbindelse med emisjonen gjerne fungere som en market maker⁴ i aksjen, og det markedet ikke løpende får vite, er hvor stor del av den handel som genereres som er knyttet til stabiliseringsprosessen. Markedet får følgelig ikke løpende vite om den noterte kursen er reell eller styrt, bare et generelt varsel om at dette kan være tilfelle.

Tegnerne vil slik normalt ikke få vite om det tegnes blant de overtildelte aksjene eller de emitterte aksjene. Dette skal i utgangspunktet heller ikke ha noe å si da alle aksjene antas å gi like rettigheter, sml. asal. § 4-1, nr. 1 "Alle aksjene gir lik rett i selskapet". (Unntak kan imidlertid tenkes ved mangelsinnsigelser mot aksjen, men dette faller utenfor avhandlingen).

² Jf. Normalt reserverer selger seg mot transaksjoner til "for lave kurser".

³ Om forordning 2273/2003s ansvarsfordeling mellom flere tilretteleggere, se pkt. 3.4.2.

⁴ Jf. Bergo s. 310.

På denne måten skapes det en større investorinteresse i primærmarkedet enn hva som ville vært tilfelle uten stabiliseringstiltak, og kostnadene for utsteder forbundet med å innhente kapital vil generelt sett kunne bli lavere.

Da oppgjørstidspunktet kommer vil tilrettelegger måtte levere tilbake de lånte aksjene. Dersom aksjekursen i stabiliseringsperioden har gått ned, til en kurs lavere enn (short-)salgskursen, vil det normalt lønne⁵ seg for tilrettelegger å gå til anskaffelse av aksjene på verdipapirmarkedet, til ”markedskurs”.

Spørsmålet reiser seg først og fremst for de tilfellene der kursen stiger utover stabiliseringsperioden, i forhold til (short-)salgskursen, da tilretteleggers kjøp og salg av aksjer skjer på tilretteleggers risiko. Ved en kursstigning vil tilrettelegger bære risikoen for tap pålydende differansen mellom salgsprisen ved short-salget og kursen ved stabiliseringsperiodens slutt. For å kompensere for en slik risiko vil det derfor kunne inngås en avtale med utsteder, hvor tilrettelegger gis en kjøps- eller tegningsopsjon i de emitterte aksjene, tilsvarende det lånte beløp, (jf. eks. 15 %). En slik opsjon omtales som en ”greenhoe” opsjon. Denne kan utøves ved stabiliseringsperiodens utløp.

Tilretteleggers risiko for stabiliseringstiltaket vil bero på avtalen mellom tilrettelegger og utsteder. Selv om tilrettelegger gir en såkalt ”fulltegningsgaranti” vil dette etter norsk rett kun omfatte risikoen for at nok investorer tegner aksjen, og ikke selve innbetalingen av kjøpesummen, jf. rettspraksis⁶. Utenlandsk praksis vil derimot gå lengre på dette punkt. Den angloamerikanske praksisen vil tradisjonelt stille strenge krav til tilretteleggers, jf. ”stabilisationmanagers”, oppfyllelserisiko, jf. eks. ingen åpning for avtalerevisjon utelukkende fordi avtalen er urimelig, slik som norsk rett, jf. lov om avtaler av 31. mai, nr. 4, 1918, avtl. § 36.

⁵ Unntaket kan tenkes, se pkt. 1.8.

⁶ Jf. Rt 1993 s. 564. jf. forpliktelse til ”fulltegningsgaranti” omfattet kun tegningsansvar, ikke innbetalings ansvar. Se også Rt. 1996 s. 243 hvor en ”kursgaranti” for eiendomsaksjer ikke ble ansett bindende.

Det følger av denne utenlandske praksisen at ansvaret tradisjonelt forskyves lengre over på tilretteleggers side, jf. stabilisationmanager, enn den norske stabiliseringstiltakene, hvor tilrettelegger ofte ikke engang påtar seg ansvaret for innholdet i emisjonsprospektet.⁷ Slik vil den angloamerikanske meglerpraksisen i større grad tildele stabilisationmanager ansvaret for emisjonsutviklingen. Det er blant annet på dette grunnlag reist kritikk mot adopsjonen av stabiliseringsinstituttet. Juridisk teori (jf. Bergo s. 310) anfører at ”det er mulig at vi her for lett adopterer modeller som en sterk angloamerikansk meglerbransje internasjonalt har fått aksept for”. Det anføres videre at behovet for å gjøre tegninger lettere gjennomførbare, i en periode etter emisjonen, ikke er særlig prisverdig eller samfunnsmessig gunstig⁸.

Grunnen til at spørsmålet om kursstabiliseringen er aktuelt, fra et norsk rettsperspektiv, er at den angloamerikanske meglerpraksisen har forplantet seg inn i EU/EØS-avtalen. Denne oppstiller en rett til utøvelsen av stabiliseringstiltakene. Dersom vilkårene og forutsetningene som følger av forordning (EF) nr. 2273/2003 er oppfylt. Forordningen er implementert i norsk rett, som norsk lov, igjennom en henvisning i vphl. § 2-12.

⁷ Jf. Bergo s. 203.

⁸ Se avhandlingens pkt. 1.7, flg.

1.3 De overordnede problemstillinger

Den angloamerikanske meglerpraksisen har forplantet seg inn i EU/EØS-avtalen igjennom en anbefaling fra CESR av april 2002, ”Stabilisation and Allotment – an European Supervisory Approach”. Dette dannet grunnlaget for forordning (EF) nr. 2273/2003 som gir en minimumsstandard for hvordan kursstabiliseringen bør gjennomføres for å ligge innenfor ”a safe harbour”.⁹

Forordning (EF) nr. 2273/2003 definerer stabilisering i artikkel 2.7 som;

”Stabilisation” means any purchase or offer to purchase relevant securities, or any transaction in associated instruments equivalent thereto, by investment firms or credit institutions, which is undertaken in the context of a significant distribution of such relevant securities exclusively for supporting the market price of these relevant securities for a predetermined period of time, due to a selling pressure in such securities”.

Det er særlig fem interessante spørsmål som ordlyden reiser. Det er problemstillinger knyttet til; 1) de personelle kravene som oppstilles, jf. ”investment firms or credit institutions”, 2) hva det kan foretas stabiliseringstransaksjoner i, jf. ”relevant securities” og ”associated instruments”, jf. kravet til ”significant distribution” 3) hvorfor stabilisering er akseptert, jf. ”due to a selling pressure” 4) om kursdrivende stabiliseringstiltak er tillatt, jf. ”supporting the price” og 5) kravet til stabiliseringens notoritet, jf. ”predetermined period of time”. Disse problemstillingene vil omtales i avhandlingens tredje kapittel.

Avhandlingens formål er å gi en oversikt over reglene for de legale stabiliseringstiltakene. Dette kan gjøres enten ved å gi en fremstilling av rekkevidden til forbudet, eller ved å gi en

⁹ Jf. Kommentartutgave s. 139.

fremstilling av rekkevidden til unntaket, i forhold til stabiliseringstiltaket¹⁰. Under førstnevnte siktes det til vphl. § 2-8s rekkevidde, mens sistnevnte vil være rekkevidden til forordningen, jf. vphl. § 2-12. Da forordningen faller inn under det sistnevnte synspunkt, vil avhandlingen fokusere på dette aspektet. Likevel vil det foretas en kort redegjørelse av vphl. § 2-8 under avhandlingens kapittel 2.

¹⁰ Om vphl. §§ 2-12, 2-8 er utømmende, se pkt. 3.2

1.4 Presisering og avgrensninger

1.4.1 Forordning (EF) nr. 2273/2003

Forordning (EF) nr. 2273/2003 er implementert igjennom en henvisning i vphl. § 2-12 og vil gjelde som norsk rett. Fremstillingen vil slik ta utgangspunkt i en de lege lata fremstilling av forordningens rekkevidde, samt vilkår for utøvelse av legale stabiliseringstiltak. Siden forordningen oppstiller krav om at stabiliseringstiltakene tilknyttes relevante verdipapirer som omsettes, eller søkt omsatt, på ”a regulated market”, jf. artikkel 2.7, jf. 2.6 vil det være på sin plass å kort omtale den rettslige situasjon for ”børser og andre autoriserte markedsplasser”, jf. lov av 17. november, nr. 80, 2000, børs. § 1-3.

Pr. dags dato har Norge to børser¹¹, det er Oslo Børs, og Nord Pool ASA som driver nordisk handel med finansielle derivater relatert til kraft. I tillegg foreligger det en autorisert markedsplass for handel med derivater knyttet fraktkontrakter; IMAREX. Det er imidlertid børsransaksjoner som kan forankres i verdipapirforetak som blir kontrollert av Oslo Børs og Kredittilsynet, som vil bli omtalt i det følgende, jf. forordning (EF) nr. 2273/2003, jf. vphl. 2-12.

1.4.2 Saklig virkeområde for avhandlingen

Siden vphl. oppstiller et unntak fra forbudet mot markedsmanipulasjon i vphl. § 2-8, så vil innholdet av forbudet bli omtalt i det følgende. Forbudet mot markedsmanipulasjon fungerer delvis sammen, og delvis i konkurrens, med flere bestemmelser. Forarbeidene

¹¹ Jf. Bergo s. 78, flg.

sondrer mellom brudd på vphl. § 2-8 som primær- og sekundærforbrytelse. Sistnevnte kobles til kampen mot hvitvasking. I det følgende vil omtalen av vphl. § 2-8 reserveres til markedsmanipulasjon som primærforbrytelse¹².

Sanksjonene som følger av forbudet i vphl. § 2-8 kan deles inn i to grupper; de formuesrettslige og de strafferettslige. Av generelle formuesrettslige bestemmelser kan det nevnes lov om avtaler av 31. mai, nr. 4, 1918, avtl. §§ 30, 33 og 36. I tillegg vil markedsmanipulering etter vphl. § 2-8, kunne gi adgang til privatrettslige misligholdsbeføyelser etter kjøpslovens system, jf. lov av 13. mai, nr. 27, 1988, kjl. jf. eksempelvis hevning¹³, men dette faller utenfor avhandlingens rekkevidde.

Av strafferettslige bestemmelser i vphl. kan det nevnes; vphl. § 2-2 om forbudet mot innsidehandel, vphl. § 2-9 om forbudet mot urimelige forretningsmetoder, børsforskriften § 22-1 om krav til god børsskikk ovenfor utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter og vphl. § 9-2 om god forretningsskikk for verdipapirforetak. Straffeloven, jf. lov av 22. mai, nr. 10, 1902, strl. §§ 273 og 274, rammer ulike typer villedende og manipulerende atferd, men virker ikke i konkurrens med vphl. § 2-8, jf. strl. § 273, 2. ledd og § 274, 5. ledd. I tillegg vil strl. §§ 270 og 271 ramme alminnelig bedrageri og grovt bedrageri, samt forsøk på dette, jf. strl. § 49.

Siden de legale stabiliseringstiltak etter vphl. § 2-12 kjennetegnes ved at de normalt fyller den objektive gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 2-8, men ikke de subjektive

¹² Unntatt omtalen av Kredittilsynets utvidede kontroll, jf. nye vphl. § 2-11, som indirekte tar opp problemstillingen. Se Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 14.2, s. 87 flg.

¹³ Restitusjonen av ytelsene tilbake til "fornærmede" kan imidlertid møte problemer som følge av insolvens hos utsteder eller selger(ne). Inst.O. nr. 38, pkt. 3.1, jf. Europaparlamentets- og rådsdirektiv 97/9/EF, søker å avhjelpe dette ved å foreslå tvungent medlemskap for alle verdipapirforetak i Verdipapirforetakenes sikringsfond. Dette vil blant annet utvide verdipapirforetakenes erstatningsplikt, jf. (relativt) indirekte ansvar for andre verdipapirforetaks opptreden, og forventes å redusere nevnte insolvensproblemer. Vedtatt i vphl. § 8-13. Se http://www.fese.be/statistics/european_directives/dir_97_9_investor_compensation.pdf

straffbarhetsvilkårene, jf. forsett eller uaktsomhet, vil avhandlingens strafferettslige aspekt knytte seg til vphl. § 2-8`s objektive gjerningsbeskrivelse, jf. pkt. 2.1 flg. Det blir ikke plass til en behandling av de øvrige forbudene i vphl. kapittel 2, utover § 2-8¹⁴. (De øvrige straffevilkår vil ikke bli behandlet).

Avhandlingens kjerne vil knytte seg til en redegjørelse av hvilke krav som reises til stabiliseringstiltaket for at det skal falle inn under unntaket i vphl. § 2-12. Da den viser til forordning (EF), nr. 2273/2003, vil denne bli sentral i det følgende. Da både offentlige emisjoner og spredningssalg faller inn under vphl. § 5-1 vil avhandlingen også omtale dette. Vphl. § 5-1 oppstiller krav til utarbeidelse av prospekt. Regnskaps- og skatterettslige problemstillinger vil ikke bli berørt i det følgende.

1.4.3 "Emisjoner"

Når forordningen retter seg mot større emisjoner og spredningssalg vil dette reise spørsmål om det foreligger noen utvidet varslingsplikt for dette tilfellet. Det følger av vphl.

§ 5-1, 1. ledd, 1. pkt. en plikt til å utarbeide prospekt¹⁵ dersom tilbudet rettes til mer enn 50 personer og gjelder et beløp større enn 40.000 euro. Videre fremgår det av vphl. § 5-1, 1. ledd 2. pkt. at "tilsvarende gjelder ved første gangs tilbud som nevnt om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte". Det siktes her til tegning ved emisjonen i forkant av børsnoteringen, såkalt IPO¹⁶, samt større spredningssalg etter at søknad om notering er sendt. Følgelig avgrenser forordningen mot "mindre salg og emisjoner". Dette følger av behandlingen av forordningens krav til "significant distribution", se avhandlingens pkt. 3.3.

¹⁴ Unntatt pkt. 1.6 flg. hvor det foretas en sammenligning av hensynene, da disse er overlappende, og presentasjonen vil bidra til å kartlegge den legale begrunnelsen bak adgangen til å utøve stabiliseringstiltak.

¹⁵ Prospektkravet er aktuelt for allmennaksjeselskap da disse står fritt til å rette tilbud mot en ubestemt mengde investorer, i motsetning til alminnelige aksjeselskap, jf. asl § 10-1, 1. ledd 3. pkt. hvor bare aksjonærene eller en bestemt gruppe navngitte personer kan innbys til å tegne.

¹⁶ Se Kommentartutgave s. 82.

Emisjoner forstås som en samlebetegnelse på selskaps kapitalforhøyelser. Hjemmelen for offentlige emisjoner finnes i lov om allmennaksjeselskaper, asal. av 13. juni, 1997, nr. 45, § 10-1, jf. § 10-20, jf. vphl § 5-1, jf. ”offentlige tilbud”. Det følger klart av børslo. § 5-6 fl, jf. børsforskriften¹⁷ § 2-4, jf. § 2-1, at et av kravene for børsnotering er fri omsettelighet. Dette innebærer en avgrensning mot øvrige selskapsformer, herunder aksjeselskap etter lov om aksjeselskap, asal. av 13. juni, 1997, nr. 44, jf. asal. § 4-15, 1. ledd nr. 2, ”ervert av aksjer er betinget av samtykke fra styret”. Selv om det kan gjøres unntak i vedtektene, vil nok kapitalkravet som reises ved børsnotering gjøre stabiliseringstransaksjoner mest aktuell for allmennaksjeselskap, jf. børsforskriften § 1-2, 2. ledd 1. pkt.¹⁸ (I tillegg vil kravene om hvem som kan tilbys å tegne aksjer tale for denne avgrensningen, jf. asal. opererer ikke med krav om navngitte personer¹⁹). Dette innebærer en avgrensning mot verdipapirer tilknyttet annet enn allmennaksjeselskap.

Det sondres mellom aksje- og låneemisjoner i juridisk teori²⁰. Sondringen karakteriseres ved at låneemisjoner består av kapital som investorene låner det emitterende selskap (enten egen- eller lånekapital), mens aksjeemisjoner kjennetegnes ved at investorene gis adgang til å tegne aksjer i selskapet, mot innbetaling av aksjekursen. Det avgrenses her mot akseinnskudd i annet enn penger, jf. asal. § 10-2. Ofte foretar det emitterende selskap en såkalt ”rettet emisjon” mot sine aksjonærer. I dette ligger det en fortrinnsrett til å tegne aksjer for de(n) emisjonen er rettet mot. Alternativet er emisjoner som er rettet mot allmennheten, uten at det er noen spesifisert gruppe investorer som innbys å tegne aksjer. Dette kjennetegner offentlige emisjoner og spredningssalg, som behandles i det følgende. Avhandlingen sonder mellom kapitalemisjoner og fondseemisjoner. Da i forhold til en

¹⁷ Jf. FOR-1994-01-17 nr. 30. Sml. asal. § 4-15 versus asal. § 4-15.

¹⁸ Forskriften reiser krav til en kursverdi på aksjen pålydende minst 300 millioner NOK for hovedlisten, eller 8 millioner NOK for SMB listen.

¹⁹ Jf. Andernæs pkt. 29.2.1, s. 389.

²⁰ Jf. Bergo s. 46.

vurdering av legitimiteten til kursstabiliseringstiltaket, jf. fondsemisjon de facto er en ren regnskapsdisposisjon²¹, og slik faller utenfor stabiliseringsadgangen.

1.4.6 "Emisjonskursen"

Stabiliseringstiltaket tar utgangspunkt i aksjekursen etter at emisjonen er gjennomført. Det naturlige utgangspunkt blir følgelig emisjonskursen. Siden stabiliseringsinstituttets rekkevidde kan bero på fremgangsmåten, vil kursfastsettelsen til emisjonen fortjene en kort omtale.

Utgangspunktet følger her av asal. § 10-1, 1. ledd nr. 1, som gir generalforsamlingen kompetanse til å fastsette emisjonsbeslutningen. I asal. § 10-1, 2. ledd nr. 1 til 10 fastsettes minimumskrav til denne beslutningen. Det følger av asal. § 10-1, 2. ledd nr. 1, 1. pkt. at aksjekapitalen for forhøyelse skal fastsettes. Ordlyden oppstiller imidlertid kun et krav til en rammebestemmelse, jf. øvre og nedre grense for forhøyelsen vil være tilstrekkelig, jf. 2. pkt. Videre følger det av asal. § 10-1, 2. ledd nr. 3 at beløpet som skal betales for hver aksje skal fastsettes. Dette danner grunnlaget for emisjonskursen.

Dersom generalforsamlingen ved fastsettelse av emisjonskursen nøyer seg med å angi en øvre og nedre grense for styrets kursfastsettelse, vil dette være i samsvar med asal. § 10-1, 2. ledd nr. 3. Det følger av juridisk teori²² at det ikke er i strid med bestemmelsen at fastsettelsen av emisjonskursen overlates markedet. Emisjonskursen vil her avgjøres på grunnlag av markedets etterspørsel. Denne form for innhenting av "markedskurs" omtales som "book building" prosesser. Da kursen her blir fastlagt på et tidligere stadium enn den mer tradisjonelle emisjonsfastsettelsen, (jf. over), kan det reises spørsmål om også

²¹ Jf. Andernæs "Aksjeselskap og allmennaksjeselskap" s. 413, pkt. 29.10.1 "Kapital forhøyelsen er da en ren regnskapspostering, da den innebærer verken tilførsel av nye aktiva eller at selskapet blir kvitt gjeld".

²² Jf. Bergo s. 207. Jf. "Book building" prosesser der tegningskurs først fastsettes på basis av markedets etterspørsel.

stabiliseringstiltaket bør kunne iverksettes på et tidligere stadium, jf. før kursfastsettelse.
(Se pkt. 3.6.3).

1.5 Terminologi

Forbudet mot ”markedsmanipulering” er legaldefinert i vphl. 2-8. Avhandlingen legger til grunn at ”markedsmanipulering” eller markedsmanipulerende tiltak” betyr tiltak som fyller den objektive gjerningsbeskrivelsen²³ i vphl. § 2-8, direkte, eller i medhold av bestemmelsen forskrift, jf. § 2-8, 4. ledd, dersom annet ikke følger av avhandlingens ordlyd.

Når avhandlingen i det følgende bruker begrepet ”forordning(en)” siktes det til kommisjonsforordning (EF) nr. 2273/2003. De øvrige direktiver eller forordningene behandles særskilt etter behov²⁴, og vil evt. fremgå uttrykkelig av avhandlingen, eller fotnotene. Direktiv 2003/6/EF, jf. ”Market Abuse Directive, omtales også som ”MAD” i det følgende.

Det karakteristiske for et spredningssalg er salg fra en større aksjonær i selskapet til en rekke mindre investorer, ofte i sammenheng med et likviditetsbehov som reises ved børsnotering. Begrepet ”investoren(e)” forstås her som alle potensielle kjøpere og selgere av det relevante verdipapiret. Det vil si både juridiske og fysiske personer som skyter inn kapital i selskapet mot rettigheter i dette, i form av en kjøps- eller tegningsrett i verdipapirene. Forordningens artikkel 2 nr. 10 definerer utsteder eller selger(ne) av de relevante verdipapirene for første innehaver, jf. ”prior holders”, eller utsteder av disse, jf. ”entity issuing”. Når avhandlingen viser til ”tilrettelegger” må det forstås som den (eller de) personene(e) som foretar stabiliseringstransaksjonene. Vphl. definerer

²³ Se pkt. 2.1

²⁴ Se eks. Kommisjonsdirektiv 2003/125/EF av 22. desember 2003. Dette identifiserer personer som utarbeider investeringsanbefalinger/interessekonflikter, og Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 som regulerer innsideinformasjon og kursmanipulering. Begge direktiver er knyttet opp mot ”MAD”, jf. Materialsamling s. 360. Sistnevnte omtales under pkt. 3.6.

investeringstjenester, jf. vphl. § 1-2, 1. ledd, jf. nr. 1 til 5. Her vil særlig nr. 2 være sentral, jf. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning. Hvilke krav som oppstilles til de som utøver investeringstjenester følger av vphl²⁵.

En tilrettelegger som tilbyr å stille bindene toveiskurser (kjøper- og selger kurser) i børsens handelssystemer, ovenfor kunder eller andre, blir gjerne omtalt som ”market maker”. Slike tjenester faller inn under vphl. 1-2, 1. ledd nr. 2 og kan kun utøves av verdipapirforetak som fyller konsesjonsvilkårene i vphl. Det følger av forarbeidene at tilrettelegger i praksis betyr ”market maker”. Når tilrettelegger foretar kjøpstransaksjoner opp mot emisjonskursen vil dette omtales som ”upward stabilisation” i det følgende. Slike kjøpstransaksjoner er ansett legalt etter utenlandsk praksis, jf. SEC og FSA`s praksis,²⁶ som gjenspeiles i forordningens bestemmelser, jf. adopsjonen av den angloamerikanske meglerpraksisen. (Om også salgstransaksjoner er tillatt, se pkt. 3.6.1).

Begrepet ”SEC” står for ”U.S. Securities and Exchange Commission” og ”FSA” står for ”Financial Services Authority”. Instituttene virkeområder er sammenlignbare med Kredittilsynets virkeområde, jf. lov av 7. desember nr. 1, 1956, ”Kredittilsynsloven”, SEC og FSAs praksis bygger på den angloamerikanske lovgivningen, og kan slik virke veiledende, jf. de nevnte instituttene dannet grunnlaget for den angloamerikanske ”meglerpraksisen”.

Spørsmålet er om det også er adgang til å foreta stabiliseringstransaksjoner i form av kjøp og salg over emisjonskursen. Dette kjennetegnes som ”downward stabilisation”, noe som tradisjonelt er ansett for å være et illegalt stabiliseringstiltak etter internasjonal praksis. (Se pkt. 3.6.2 flg.).

²⁵ Se pkt.3.4.1

²⁶ Se <http://www.sec.gov> og <http://www.fsa.gov>

1.6 Hensyn bak bestemmelsene

1.6.1 Markedsmanipulasjon

Markedsmanipulasjon innebærer en forstyrrelse av de legitime mekanismene, jf. i pris, etterspørsel og/eller tilbud²⁷, som ellers virker inn ved handel i finansielle instrumenter. Dette vil eksempelvis kunne være å skape et villedende uttrykk for kjøps- eller salgsinteresse, eller spredning av falsk informasjon.

Ved å skade de legitime markedsmekanismene skapes det en risiko for at handler slutes på feilaktig eller sviktende grunnlag²⁸. Denne risikoen er helt eller delvis uforutsigbar, jf. NOU 1996:2, s. 20 flg. For å kompensere for en slik uforutsigbar risiko er det antatt i Ot.prp.nr. 12, (2004-2005), pkt. 10.1, s. 55 flg. at markedsaktørene vil innberegne et risikotillegg eller velge alternative markeder, noe som svekker bedrifters tilgang på frisk kapital. Dette strider mot formålet bak vphl. jf. formålsbestemmelsen i vphl. § 1-1, som søker å legge til rette for en ”sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter”.

1.6.2 Vphl. § 1-1 relativitet, jf. ”Likviditetshensynet”

Det er mulig å sondre her mellom emisjoner og annenhåndsomsetning²⁹ ved vurderingen av likviditetshensynet, jf. vphl. § 1-1 ”effektiv”. I følge juridisk teori³⁰ har emisjoner en mye

²⁷ Jf. vphl. § 2-8, 1. ledd, sml. pkt. 2.2.3

²⁸ Jf. Ot.prp.nr 12 (1994-1995) s. 55 flg. Retter seg riktignok mot tidligere ordlyd i vphl. § 2-6, jf. ”kursmanipulering”, men det er på det rene at begrepets begrunnelse er videreført i vphl. § 2-8, jf. Ot.prp.nr. 12 (2004-2005), pkt. 10.1 flg. selv om ”uredelighetsvilkåret” er utelatt, se pkt. 2.1 flg.

²⁹ Jf. Sondringen mellom primær- og sekundærmarkedet, se Bergo s. 46 flg.

³⁰ Jf. Bergo s. 47 flg.

sterkere forankring hos lovgiver, da dette tilfører kapital til bedriftene.

Annehåndsomsetning vil derimot ikke tilføre noe mer kapital, og står følgelig ikke like sterkt. På den annen side vil denne normalt heller ikke tappe selskapet for midler. Unntaket vil tenkes i de tilfeller der selskapet fortar børsspekulering med den tilførte kapital. I så tilfelle vil dette tale for at emisjoner er bygget på et mer beskyttelsesverdig hensyn.

Denne sontringen må begrenses noe da grensen mellom primærmarkedet og sekundærmarkedet ikke alltid er like klar. Et effektivt sekundærmarked vil eksempelvis kunne stille primærmarkedet i en mer gunstig situasjon, jf. normalt medføre at selger eller utbyder(ne) kan sette en høyere emisjonskurs, noe som igjen medfører økt likviditet for selskapet.

Konklusjonen blir derfor at primærmarkedet kan tenkes å være basert på sterkere hensyn, men at sontringen ikke bør overdrives.

1.6.3 Sentrale overlappende hensyn

Vphl. inneholder flere regler som skal sikre en ”effektiv handel”, jf. vphl. § 1-1. Dette gjelder særlig forbudet markedsmanipulasjon, jf. vphl. § 2-8, og forbudet mot innsiddehandel, jf. legaldefinisjonen i vphl. § 2-2. Forbudet bygger på markedets behov om å unngå misbruk av informasjon som følge av en innsiddeposisjon, da ”informasjonen” er sentralt i verdipapirets prisfastsettelse.

Et eksempel på en grense mellom innsiddeforbudet og markedsmanipulasjonsforbudet vil her være utnyttelse av kompleks innsiddeinformasjon igjennom planlegging, for så å lansere strategien rett etter offentliggjøringen av informasjonen, før de øvrige aktørene har rukket å behandle informasjonen eller utvikle motstrategier. I følge juridisk litteratur³¹ vil dette gå klar av innsiddeforbudet, men rammes av forbudet mot urimelig forretningsmetode, jf. Ot.prp.nr. 29 (1996-1997), s. 26. (jf. dagens vphl. § 2-9). Dette kan trolig også videreføres inn i (nye) vphl. § 2-8, 2. ledd, jf. ordlyden ”tilknytning til enhver form for villedende atferd”.

³¹ Jf. Bergo s. 286.

Det er i teorien antatt en hypotese om ”markedseffisiens”. Denne går ut på at verdipapirkursen i et effektivt marked reflekterer all tilgjengelig informasjon, og vil være et riktig uttrykk for verdipapirets reelle verdi³². Forlengelsen av dette vil tilsi at en økt offentliggjøring resulterer i en redusert risiko for markedsmanipulering. Dette går (blant annet) igjen i forordningens krav om offentliggjøring ved innberetningsplikten, jf. ”transparantcy”, se pkt. 3.8 flg.³³

Andre bestemmelser som bygger på tilgrensede hensyn vil særlig være forbudet mot urimelig forretningsmetode, jf. § 2-9. Det følger av juridisk litteratur³⁴ at kursmanipulasjonsforbudet, som vphl. § 2-8 bygger på, supplerer og presiserer det generelle forbudet mot urimelig forretningsmetode. Bestemmelsen hadde ingen parallell til den tidligere vphl. i 1985. Hovedformålet er å sikre tilliten til verdipapiret generelt og den organiserte handel over regulerte markeds plasser, jf. herunder Oslo Børs sin tillit³⁵. Dette beror også på at utlendinger står for ca. 70 % av omsetningen på Oslo Børs. Dette er profesjonelle aktører som opererer i de internasjonale verdipapirmarkedene. Dersom disse aktørene også for fremtiden skal ønske å investere her, er det avgjørende at de har tillit til det norske markedet³⁶. Ved å øke tilliten antas det, ut fra en slik betraktning, (jf. petitavsnitt), å skape et mer likvid og effektivt verdipapirmarked.

Det er i NOU 1996:2 s. 84 anført at en forutsetning for et effektivt verdipapirmarked er at brukerne har tillit til at handelen skjer til kurser som reflekterer de reelle markedskurser. Videre er det påpekt at kursmanipulasjon kan føre til at kursen på et verdipapir ikke utelukkende gjenspeiler den reelle etterspørselen

³² Jf. Sæbøs omtale av ”Efficient Capital Market Hypothesis”, s. 29. Sæbø uttaler at hypotesen har fått en stor tilslutning internasjonalt, noe som for øvrig avhandlingens omtalte direktiver synes å bære preg av. Utarbeidelsen av det såkalte ”Transparantcy” direktiv av 29. april 2004/109/EF, kan nok også sees som et uttrykk for dette syn. (Direktivet er enda ikke innlemmet i EØS-avtalen, jf. Materialsamling s. 360).

³³ Jf. kravene til hvilke opplysninger som skal følge av prospektet.

³⁴ Se Kommentarutgave s. 125, pkt. 0.1.

³⁵ Jf. Rettspraksis, se RG 2004 s. 833. Her ble hensynet til ”børsens omdømme” tildelt stor vekt.

³⁶ Jf. <http://www.okokrim.no/>

og tilbudet i markedet. Det kan derfor føre til at en rekke beslutninger om kjøp og salg blir fattet på ufullstendig eller feil grunnlag. Investorene kan i så fall få redusert sin tillit til prisdannelsen i markedet.

Markedsmanipulasjonsforbudet bygger følgelig på ønsket om et effektivt verdipapirmarked. I tillegg anfører juridisk teori et forbudet, i nåværende vphl. 2-9³⁷, skal ivareta partshensynene, jf. beskytte den svake part. Dette kan videreføres inn i vphl. § 2-8, da hensynene henger sammen med tilliten og investeringsviljen til investorene³⁸.

At tilliten er relevant for et effektivt verdipapirmarked er det bred enighet om i teorien. Uenigheten knytter seg først og fremst til vekten tilliten har for et effektivt verdipapirmarked. Siden tilliten reflekteres i markedets likviditet omtales dette som ”likviditetshensynet” i det følgende.

1.6.4 Rekkevidden av likviditetshensynet

Det er i den juridiske teori blitt presisert at markedet er blitt tilført frisk kapital, selv om innsidehandel og kursmanipulering er påvist. Riktignok er det vanskelig å fastslå i hvilken utstrekning dette forekommer³⁹, men at det eksisterer er det vanskelig å se bort fra. At denne eksistensen i seg selv er med på å undergrave tilliten til verdipapirmarkedet er det bred enighet om i juridisk litteratur.

³⁷ Bestemmelsen ble gjennomført uten endringer av betydning, jf. Ot.prp. nr. 12, (2004-2005) pkt. 12.1 flg. s. 73. Følgelig vil uttalelser i kommentarutgaven være relevant, se s. 120. ”MAD” inneholder ikke noen tilsvarende bestemmelse som vphl. § 2-9.

³⁸ Jf. Ot.prp.nr. 12, (2004-2005), pkt. 10.2, s. 55; ”Felles for bestemmelsene, og særlig vphl. § 2-5 og § 2-6, er at hensynet til aktørens tillit til markedets integritet og virkemåte er en sentral del av den legislative begrunnelsen”.

³⁹ Se petitavsnitt og emiriske data, jf. eks. grunnlaget for differansen i Kredittilsynets anmeldelser versus domfellelser for overtredelse av forbudene i vphl. kapittel 2, jf. differansen er påfallende, jf. svært lite rettsavgjørelser.

Spørsmålet om effekten av manglende tillitt er imidlertid mer omdiskutert. Noen går langt i å anføre at markedets investortvilje er helt uavhengig av slik tillit, mens andre heller mot at det blir investert uavhengig av denne forekomsten, men at manglende tillit resulterer i en økt transaksjonskostnad.

Se Sæbø s. 35-38, "tillitsargumentet fremstår imidlertid som mer plausibelt. Argumentet har bred aksept", (s. 36). Men Sæbø anfører likevel "det er blitt hevdet at the public has never shown any sign of losing confidence in the stock because of the existence of insider trading", (s.35), jf. Manne, 23, Vand L Rev 547, 577 (1970). Uttalelsene er knyttet til innsidehandel, men vil også være anvendelige for markedsmanipulasjon, jf. "informasjonen" påvirker pris, etterspørsel og/eller tilbud, jf. vphl. § 2-8, 1. ledd. (I tillegg kom uttalelsene kom før forbudet mot kursstabilisering, sml. gml. vphl. § 2-6).

Dette kommer av at investorene innberegner et risikotillegg. Dette følger også av Ot.prp.nr 12, (2004-2005), se avhandlingens pkt. 2.1, at denne kostnaden går på bekostning av investeringsviljen og kan således betegnes som "urimelig". Problemet er imidlertid oppdagelseshyppigheten av brudd på bestemmelsene, jf. det følger forutsetningsvis under utarbeidelsen av "MAD"⁴⁰, samt gjennomføringen av denne, at forbudet ikke rammet overtredelse i tilstrekkelig grad⁴¹. At risikoen for å bli oppdaget (og domfelt) er viktig for straffebudenes effektivitet er også anført i juridisk litteratur⁴². Denne usikkerheten som er knyttet til hyppigheten av overtredelse kan videreføres til virkninger av overtredelsen.

Følgelig er det uklart i hvilken grad investortviljen kan reflekteres i brudd mot vphl.⁴³ Andre forhold som eksempelvis endret markedspsykologi, massesuggesjon eller rykter kan ha vel så stor, om ikke større, effekt på investeringsviljen, noe som gjenspeiles i likviditeten. Ut fra en slik betraktning er et forbud neppe nødvendig, men det overnevnte hensynet, jf. "urimelig transaksjonskostnad", er nok tilstrekkelig, i seg selv, til å legitimere forbudet.

⁴⁰ Se Lamfalussy's rapport, jf. http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm

⁴¹ Jf. Rapporten fra Lamfalussy, s. 2, 3 avsnitt.

⁴² Jf. Slettan og Øie, s. 15.

⁴³ Jf. også lite tilgjengelig empiriske data (Sæbø s. 36), noe som kan forklares ut fra manglende sammenlignbare markeder.

1.6.5 Forutberegnelighetshensynet og den ulovfestede "rettsstridsreservasjon"

Da forbudet i vphl. kapittel 2, herunder forbudet mot markedsmanipulering er straffesanksjonert i vphl. § 14-3, vil den "ulovfestende rettstridsreservasjon" få anvendelse. Denne går ut på at alle straffebud skal innfortolke en reservasjon mot tilfeller de ikke har mente å ramme. Det følger av juridisk teori⁴⁴ at dette kan oppfattes som en sikkerhetsventil, jf. "gjelder bare i den utstrekning ikke annet følger av andre rettskildefaktorer".

Forutberegneligheten går ut på at individet skal ha en mulighet til å beregne sin rettstilling⁴⁵. Dette er viktig da straffebudets avskrekkende effekt avhenger av en slik forutberegnelighet, jf. "prevensjonshensynet"⁴⁶, som ofte blir brukt for å begrunne straff.

Spørsmålet er om "rettstridsreservasjonshensynets" anvendelse i forhold til vphl. § 2-8, som etter ordlyden ikke viderefører kravet til "uredelighet", jf. tidligere ordlyd i vphl. § 2-6, 1. ledd 1. pkt "innen må søke uredelig å påvirke kursen...", da "uredelighetskravet" ble ansett å være en presisering av "rettstridsreservasjonshensynet". Hvordan skal lovgivers manglende videreføring her forstås?

Forarbeidene⁴⁷ til den nye vphl. § 2-8 forutsetter klart at rettsstridsreservasjonen skal anses videreført.

Det kan nok stilles spørsmålsteget ved om en innarbeidet rettslig standard, jf. "uredelighet", vil være bedre egnet til å fremme forutberegnelighet blant markedsaktørene, enn den "ulovfestede rettsstridsreservasjonen". Særlig gjør dette seg gjeldene her, jf. sontringen mellom legal og illegal kurspåvirkning er ansett som en

⁴⁴ Jf. Eskeland "Strafferett", s. 135-137, (s. 135), jf. "den alminnelige rettstridsreservasjonen".

⁴⁵ Jf. Eskeland "Strafferett", s. 130.

⁴⁶ Se Bergo. s. 298 om vurdering av "riktig" kurs, jf. avvente "markedets dom" for å kartlegge om stabiliseringstiltaket er legalt, vil være for usikkert, jf. bør kreve "større grad av forutberegnelighet".

⁴⁷ Jf. Ot.prp.nr. 12, (2004-2005), pkt. 10.4. s. 57 flg.

meget vanskelig grensedragning⁴⁸. Dette hensynet må imidlertid avveies mot hva som er praktisk gjennomførbart, sml. omtalen under avhandlingens 2. kapittel.

Forutberegnelighetshensynet må sees i lys av de retts tekniske hensyn, herunder gjennomføringen av straffebudet. Dette problemet er sentralt ved vurderingen av videreføringen av den ”aksepterte markedspraksisen”, jf. vphl. § 2-8, 1. ledd 1. pkt, ikke mulig med en utømmende oppramsing og at spørsmålet er overlatt til Kredittilsynets skjønn, (se pkt. 2.4).

1.6.6 ”Beskyttelseshensynet”

At loven har ment å beskytte markedsaktørene følger implisitt av ønsket om å bevare tilliten til verdipapirmarkedet, og av kravet til opplysninger i prospektet, jf. vphl. § 5-1, (med forskrifter). Det fremgår av juridisk teori at det er spesielt ønsket om å beskytte de(n) seriøse investoren(e) og utstederen(e). (Jf. Bergo s. 15).

”De egentlige aktørene i markedet er naturligvis investorene som plasserer sine penger i de finansielle instrumentene, og selskapene som utsteder omsettelige verdipapirer. Uten disse gruppene finnes det intet marked, og tilgangen på seriøse investorer og utstedere er av avgjørende betydning for å få et velfungerende marked”.

Videre er det her, som eller, ønskelig å beskytte den svake part i avtaleforholdet, her spesielt investoren(e). Det er på det rene at de har behov for beskyttelse, jf. verdipapirmarkedets kompleksitet medfører en særlig risiko for misbruk av investorenes tillit, (jf. eks. svindel). Denne risikoen er imidlertid avhjulpet ved prospektkravene, jf. vphl. § 5-1.

⁴⁸ Se eks kredittilsynets forslag om å innta CESRs eksempler, i strid med dennes anbefalinger, se Ot.prp.nr. 12, (2004-2005) pkt. 10.4, s. 57 flg. jf. hensikten var å avhjelpe dette problemet.

Beskyttelsesbehovet vil nok kunne være relativt i forholdt til om det foreligger en markedstransaksjon eller direktetransaksjon, jf. tapet blir i større grad pulverisert ved at det fordeles på en større gruppe investorer ved markedstransaksjoner. Markedsmanipulering, jf. vphl § 2-8, vil slik generelt ramme investoren(e) langt hardere dersom transaksjonen kan forankres i en direktetransaksjon, jf. forutsetningsvis et mindre antall investorer. Imidlertid vil det endelige tapet bero på selger eller utsteder(ne)s solvens, jf. avtale- og kjøpsrettslige misligholdsbeføyelser, jf. fotnote 13 til pkt. 1.4.2.

1.7 Kursstabilisering

1.7.1 Hensyn for kursstabilisering

Kursstabilisering er generelt akseptert som følge av behovet for å motvirke kraftige kurssvingninger i tiden etter emisjoner⁴⁹. Det følger av forarbeidene at slike kurssvingninger vil kunne virke ødeleggende ved selskapets emisjon. Begrunnelsen er hentet fra utenlandsk litteratur, (jf. John White i petit⁵⁰), og går hovedsakelig ut på at investorene vil kunne vegre seg for å være tidlig ute å tegne aksjer, da det foreligger en risiko for at markedsprisen vil synke som følge av det store antallet tilgjengelige aksjer.

“The reason for permitting stabilisation in controlled circumstances is that it is seen as a protection for investors. When a new issue floods into the market, there is a danger that, when dealing first open, prices may be depressed because of the volume of stocks available. This would be to the disadvantage of investors who had subscribed for the stock at the initial issue price before dealings commenced, and investors holding associated securities whose price could be affected by the price of an initial period provided a degree of stabilisation to the market, avoiding sudden sharp falls in the price of the relevant and associated securities”.

En tilsvarende begrunnelse går igjen i forarbeidene, jf. NOU 1996 s. 85⁵¹, hvor det er uttalt at ”markedet er følsomt i disse kritiske fasene og kursen kan variere i større grad enn de fundamentale selskapsforhold skulle tilsi. Kursstabiliserende ordninger sikter mot å stabilisere kursen i en slik kritisk fase og på forhånd berolige potensielle investorer som eller ville kunne avholde seg fra å delta. Det vil derfor normalt være både i selskapets og investorenes interesse at kursen holdes stabil en kort periode i tilknytning av til emisjonen.

⁴⁹ Jf. Forordningens preambel nr. 11. fl.”in this way, stabilisation can contribute to greater confidence of investors and issuers in the financial market”. (Før emisjonen, se pkt. 3.6.3).

⁵⁰ Se John Whites begrunnelse i ”Regulation of Securities and future dealing”, jf. “Sweet & Maxwell”, London 1992 s. 298, jf. Tff, nr. 1, 2004, s. 34.

⁵¹ Se også Ot.prp.nr. 29, (1996-1997), s. 55. Dette omtales under pkt. 3.6.3

Forordningen uttaler i fortalens punkt 11 at ”stabilisation transactions mainly have the effect of providing support for the price of relevant securities during a limited time period if they come under a selling pressure, thus alleviating sales pressure generated by short term investors and maintaining an orderly market in the securities. This is in the interest of those investors having subscribed or purchased those relevant securities in the context of a significant distribution and of issuers. In this way, stabilisation can contribute to grater confidence of investors and issuers in the financial markets”.

Det kan utledes to ulike begrunnelser for det som her er oppstilt. Der er for det første behovet for likviditetsoverhenget som oppstår ved emisjonen, og for det annet; å motvirke kursvolatilitet i sin alminnelighet⁵². Det sistnevnte beror på at markedet vil nyte godt av den reduserte risikoen stabiliseringstiltaket(ne) skaper, jf. antatt å øke tillitten i markedet generelt, jf. dersom ”alle” utøver kursstabilisering vil risikoen for at investorene skal lide tap bli redusert, fordi kursen vil være mer konstant i verdipapiret generelt.

Når det gjelder likviditetsoverhenget anfører også juridisk teori (jf. Bergo s. 309/310) at ”en del tegninger lettere oppnås (ved utøvelse av stabiliseringstiltak)... tegnerne garanteres jo på en måte å få selge til en noenlunde akseptabel kurs like etterpå. Det er kortsiktige tegnere dette i første rekke har betydning for, de langsiktige sitter der fortsatt når stabiliseringen opphører etter noen uker eller maksimalt noen måneder”. (Bergo kommer til at kursstabilisering ikke bør være legitimt). Se pkt. 3.6.3, jf. neste pkt.

⁵² Se Kommentartutgave pkt. 2.14, s. 138.

1.7.2 Hensyn mot kursstabilisering

Lovgivers aksept av stabiliseringsordningen er hovedsakelig blitt kritisert på to punkter. Kritikken retter seg mot manglende behov for slike tiltak i Norge, og manglende behov generelt, jf. da i forhold til ønsket om et strengt og klart forbud mot markedsmanipulasjon, jf. aksepten av stabiliseringstiltak er egnet til å svekke forbudet i vphl. § 2-8.

Juridisk teori går langt i å anføre at, det for Norges vedkommende, ikke foreligger et tilstrekkelig behov for å legitimere stabiliseringstiltak⁵³. Det sondres her mellom støttekjøp før og etter emisjonen. Den norske teorien synes her samstemt⁵⁴ å nekte stabiliseringstiltak før emisjonen. (Jf. Bergo s. 309 i petitavsnitt).

”Når det gjelder støttekjøp m.m. i forkant av en emisjon, synes jeg forarbeidene går for langt, her kan det knapt forsvares en generell fredning av kursstabiliseringen... CESRs utfyllende normer for kursstabilisering etablerer en ”frihavn” (jf. safe harbour”) kun for stabilisering i etterkant av emisjoner m.m”.

Argumenter av sistnevnte type, vil i teorien hovedsakelig bero på omgåelsessynspunkter⁵⁵, jf. særlig før emisjonen, da tiltak på dette stadiet vil være egnet til å gi en villedende og kursdrivende effekt, (sml. ”downward stabilisation”, pkt.3.6.2). Dette vil også kunne forankres i ”beskyttelseshensynet”, jf. ovenfor, pkt. 1.6.6. Stabiliseringsadgangen er også blitt kritisert i forhold til manglende forutberegnelighet knyttet til utøvelsen av reglen, jf. retts tekniske og praktiske hensyn. Dette knyttes særlig til vurderingen av hva som er ”riktig” kurs. (Se pkt. 3.6.3 og pkt. 3.5).

⁵³ Jf. Bergo, s. 308 til 310, se fotnote 20.

⁵⁴ På den annen side er ”teorien her” ikke spesielt omfattende, jf. relativt nytt tema, se pkt. 3.6.3.

⁵⁵ Jf. Tff, nr. 1, 2004, årgang 10, jf. ”etter mitt skjønn ikke være grunnlag for... ville åpnet for mulighetene til kunstig å påvirke tegningskursen” (s. 44).

1.8 Nærmere om "greenshoe opsjoner", samt legale hensyn

Greenshoe opsjoner, er som nevnt innledningsvis, en kompensasjon for tilretteleggers risiko ved utøvelsen av stabiliseringstiltaket. Greenshoe opsjonen blir slik ofte omtalt som en aksessorisk rett i forhold til stabiliseringstiltaket, da opsjonen har sitt utspring i selve stabiliseringstiltaket. For å forstå tilretteleggers risiko bedre, må stabiliseringsprosessen kommenteres ytterligere. "Stabiliseringsprosessen" beskrives i teorien⁵⁶ som "(tilretteleggers) kjøp i markedet". Det er tilrettelegger som har risikoen for kjøpene, og derfor kan man avtale eks. ha en avtale om å kjøpe "overskuddslaget" tilbake eller derivatkontrakter som gjør at dette skjer på utstederselskapets risiko. Hvis selskapet har den reelle risikoen for overskuddslageret eller derivatkontraktene, oppstiller teorien en meldeplikt etter vphl. § 3-1.

Med "kjøp" siktes det her til "støttekjøp" i verdipapiret, i en avtalt periode i etterkant av børsnoteringen⁵⁷. Disse kjøpene skjer for tilretteleggers (jf. "stabiliseringsmanagers") regning og risiko, på samme måte som verdipapirforetakenes handel. Kursstabiliseringen vil forutsette at det blir overtildelt og solgt et nærmere bestemt antall aksjer utover det emitterte, (jf. normalt avgrenset oppad til 15 %, da dette er forordningen maksimum for greenshoe opsjoner, jf. artikkel 11 litra d).

Her vil tilrettelegger selge aksjen short, jf. selger aksjer som han ikke har ervervet på salgstidspunktet. Teorien sonder mellom "ekte" og "uekte" short-salg. Det "ekte" shortsallet kjennetegnes ved aksjeoverdragelser, fra tilrettelegger, før han anskaffer aksjene, mens det "uekte" shortsallet kjennetegnes ved at det stilles krav til tilretteleggers tilgang til verdipapiret på salgstidspunktet⁵⁸. Norsk rett aksepterer kun det "uekte"-shortsallet. Som nevnt innledningsvis krever vphl. §§ 8-7 og 8-8 at tilrettelegger

⁵⁶ Jf. Kommentarutgave s. 140/141.

⁵⁷ Om det er adgang til å forta støttekjøp også før emisjonen, se pkt. 3.6.3

⁵⁸ Jf. Bergo s. 60/61 og s. 236/237, jf. Den legale begrunnelsen for å forby "ekte" short salg i Norge kan forankres i risikoen for manglende levering ved en kursutvikling i selger/tilbyder(s) disfavør.

må skaffe seg tilgang til verdipapirene som skal overtildes og selges. Her låner tilrettelegger et tilsvarende beløp aksjer som de overtildelte, (eks. 15 %).

Ved kursnedgang er det normalt ikke ønskelig å benytte opsjonen, da anskaffelse til markedskurs antas å utgjøre en økonomisk gevinst for tilrettelegger. Unntaket vil være i de tilfeller der tilretteleggers vederlag er innbakt i greenshoe opsjonen, jf. tegningskursen settes så lavt at opsjonen utgjør en økonomisk gevinst tross kursnedgangen.

En slik betaling til tilrettelegger vil dessuten ha den fordel at denne vil virke motiverende på tilretteleggers vilje til å utøve stabiliseringstiltaket, jf. alternativt vil det være en risiko for at tilrettelegger og utsteder her har motstridene interesser. Dette beror på tilretteleggers økonomiske interesse i å kunne gå til anskaffelse av verdipapirene til ”markedspris” ved en evt. kursnedgang. Selv om slik opptreden vil være ”uredelig” fra tilrettelegger side, vil nok risikoen for overtredelse likevel være tilstede. Følgelig vil greenshoe opsjonens betalingsordning kunne innebære en harmonisering av utsteders og tilretteleggers interesser, noe som vil ha en positiv effekt på emisjonen eller spredningssalget. Unntaket oppstilles for meget store kursfall, jf. greenshoe opsjonen går neppe så langt, (men her vil det til gjengjeld være lettere å påvise eventuell uaktsomhet hos tilretteleggers utføring av stabiliseringstiltaket).

Greenshoe opsjonens primære fordel (fra tilretteleggers aspekt) vil nok være retten til å få utstedt ekstra verdipapirer ved behov, jf. overtildelingsretten⁵⁹, da stabiliseringstransaksjonene skjer på tilretteleggers risiko. Opsjonen inngås for å redusere/pulverisere risikoen for tilretteleggers økonomiske tap ved en kursoppgang under stabiliseringsperioden, ved tilbakeleveringen av de lånte aksjene.

⁵⁹ Se også pkt. 19 i forordningens fortale som kobler greenshoe begrepet med ”overtildelingen”, jf. ”overallotment facilities and ”greenshoe options” are closely related to stabilisation, by providing resources and hedging for stabilising activity”.

Greenshoe opsjonen vil kunne ha en skuffende effekt for tegnere som spekulerer i overtegning, jf. kurspress oppover (med påfølgende gevinst), men stabiliseringstiltakets begrunnelse, jf. ønsket om kursstabilitet, vil dette veie tyngre her, såfremt fremgangsmåten er betryggende notorisk, jf. (forutsetningsvis) av CESRs anbefaling ”all stabilisation orders and transactions must be recorded separately”⁶⁰. Behovet for notorisk fremgangsmåte er basert på kontrollbehovet, se pkt.3.9, flg.

I tillegg antar juridisk teori at greenshoe opsjonen kan ha rent praktiske formål, som å ”få tildelingskabalene til å gå opp”⁶¹, jf. ved tilbakeleveringen av de lånte aksjene vil dette praktiske behovet kunne melde seg.

⁶⁰ Se Kommentartutgave s. 141 og CESR/02-020b.

⁶¹ Jf. Bergo pkt. 10.5.5, s. 308.

1.9 Kort om "Market Abuse Directive" utvikling, jf. Direktiv 2003/6/EF, "MAD"

EUs initiativ for å utarbeide et direktiv om markedsmissbruk kan føres tilbake til EU-kommisjonens finansielle handlingsplan fra mai 1999. Her ble behovet for å regulere markedsmanipulasjon påpekt. Innsidedirektivet av 89/592/EØF ikke var ansett tilstrekkelig effektivt⁶², jf. dette kom 10 år tidligere og regulerte ikke markedsmanipulasjon. Utviklingen og den forskjellige praksisen på verdipapirmarkedet i EU var egnet til å gjøre investorene usikre på lovgivningen og håndhevelsen på de ulike europeiske markedene. Denne usikkerheten antas å redusere markedet likviditet, jf. pkt. 1.6.1 flg.. Det var på dette grunnlag EUs "Financial Services Action Plan"⁶³ ble utarbeidet.

Markedsmissbruksdirektivet er det første vedtatte direktiv som følge av en fremgangsmåte foreslått av "Komiteen av Vise Menn", en komite med børs eksperter, ledet av Alexandre Lamfalussy⁶⁴. Ekspertgruppen ble nedsatt av EU-rådet, 17. juli, 2000. Denne foreslo å innføre en ny lovgivningsmetode som består av fire trinn; grunnprinsipper, utfyllende bestemmelser, jf. implementing measures, stadarder og retningslinjer, og kontroll av implementering. Rådet gav sin tilslutning til lovgivningsmetoden i mars 2001, og EUs lovgivningsprosess følger nå denne firetrinnsmodellen. I tillegg ønsket kommisjonen å garantere et permanent nivå av markedsintegritet i Europa. Derfor skal kommisjonen, på bakgrunn av anbefalinger fra CESR⁶⁵, utarbeide utfyllende bestemmelser til direktivet og slik utfylle de generelle retningslinjene i direktivet. Denne prosedyren omtales som "kommitologiprosedyren" og medfører at lovgivningskompetansen delegeres fra Rådet og EU-Parlamentet til Kommisjonen.

⁶² Direktivet oppheves som følge av ikrafttredelsen av "MAD", jf artikkel 20, se Materialsamling s. 358.

⁶³ Se http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm

⁶⁴ Se Ot.prp.nr. 12 (2004-2005), pkt. 2.1.3, s. 8 flg.

⁶⁵ Jf. "Committee of European Securities Regulators".

Kommisjonen vedtok 22. desember 2003 utfyllende bestemmelser til jf direktiv av 2003/6/EF, (heretter "MAD") i form av Direktiv 2003/124/EF, kommisjonsdirektiv nr. 1, Direktiv 2003/125/EF, kommisjonsdirektiv nr. 2, og Forordning (EF) nr. 2273/2003, kommisjonsforordningen. I tillegg vedtok kommisjonen 29. april 2004 Direktiv 2004/72/EC, kommisjonsdirektiv nr. 3. Direktivet fastsetter hvilke momenter som skal legges til grunn for en vurdering av når en markedspraksis skal anses som akseptert, samt retningslinjer for rapportering av mistenkelige transaksjoner⁶⁶. Denne utfylles av Kredittilsynets forskrift til "akseptert markedspraksis"⁶⁷.

⁶⁶ Jf. Materialsamlingen s. 360.

⁶⁷ Se pkt.2.4, jf. forskrift av 1. juli nr. 785, 2005.

2 Markedsmanipulasjon, jf. vphl. § 2-8

2.1 Innledning

Forbudet mot markedsmanipulering er et svært omfattende tema og rammene for denne avhandlingen vil dessverre ikke vil tillate en utførlig behandling her.

Det er imidlertid naturlig å redegjøre for bestemmelsens hovedområde, da unntaket i vphl. § 2-12 nettopp retter seg mot dette forbudet Kursstabilisering kjennetegnes ved at transaksjonen tradisjonelt rammes av den objektive gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 2-8, men ikke de subjektive vilkårene som straffesanksjonene forutsetter⁶⁸, jf. vphl. § 14-3 ”forsettlig eller (alminnelig) uaktsomhet”. Følgelig vil avhandlingens annet punkt i utgangspunktet kun omfatte en kort omtale den objektive gjerningsbeskrivelsen som oppstilles i vphl. § 2-8, samt nevne noen sentrale problemstillinger og behandlingen er således ikke ment å være utømmende.

Det følger klart av forarbeidene at bestemmelsen i vphl. § 2-8 ikke er utømmende. Da heller ikke bestemmelsen i vphl. § 2-12, jf. drøftelsen under pkt. 3.2, er utømmende står vi ovenfor en vanskelig avgrensning mellom straffebudene, jf. verken hovedreglen eller unntaket er utømmende. Avgrensningen vil nok, som utgangspunktet, kunne forankres i de subjektive forhold, ut fra en formålsoverordnet betraktning, jf. pkt. 1.6.1, flg. Dette harmonerer også best med forarbeidenes uttalelser om ”den ulovfestede rettsstridsreservasjonen”.

⁶⁸ Jf. ordlyden i vphl. § 2-8 nr. 1, jf. åpner for unntak dersom stabiliseringsmanager ”godtgjør... at begrunnelsen har legitime formål”.

Den tidligere vphl. av 14. juni nr. 61, 1985 inneholdt ingen bestemmelse om kursmanipulering. Forbudet kom først til uttrykk i vphl. av 19. juni, nr. 79, 1997 i § 2-6. Lovendringen, som trådte i kraft 1. september 2005, endret § 2-6 til nye bestemmelsen om markedsmanipulering i vphl. § 2-8 og innførte reglene om kursstabilisering i vphl. § 2-12. Innføringen av vphl. § 2-12 om kursstabilisering er en nyvinning som stammer fra "MAD".

I "MAD" artikkel 5 oppstilles det et krav om at medlemsstatene skal nedlegge et forbud mot markedsmanipulering, som skal gjelde "enhver⁶⁹ fysisk og juridisk person, uavhengig av bransje og profesjonalitet". Dette forbudet kommer til uttrykk i direktivets artikkel 1 nr. 2, 1. ledd, hvor markedsmanipulering er legaldefinert. Denne definisjonen har tilsvarende ordlyd som vphl. § 2-8. Det følger forutsetningsvis av forarbeidene og direktivet, at temaets kompleksitet tilsier at det her kun er praktisk mulig å angi et sett med typetilfeller, som normalt medfører markedsmanipulasjon. (Jf. forarbeidene, i petitavsnitt).

"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 forutsetter departementet at løsningen må bli en ikke utømmende beskrivelse av typetilfeller innenfor markedsmanipuleringen, med påfølgende benyttelse av rettsstridreservasjonen for de tilfellene loven ikke har ment å ramme.

Det følger av Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt.10.3. s. 56, at definisjonen i vphl. § 2-8, kan deles inn i to hovedformer for markedsmanipulering. Det er manipulasjon ved hjelp av transaksjoner eller handelsordre, og manipulasjon ved hjelp av utberedelse av annen informasjon enn i gjennom handel og ordren i seg selv. Når avhandlingen retter seg mot stabiliseringstiltak som normalt rammes av vphl. § 2-8 vil det være førstnevnte hovedform det siktes til. Dette får den konsekvens at det kun er vphl. § 2-8, 1. og 4. ledd som blir omtalt i det følgende, jf. 1. ledd omhandler transaksjonsforbudet, mens 4. ledd omhandler Kredittilsynets forskriftshjemmel, jf. 1. ledd.

⁶⁹ Det forligger imidlertid unntak, se vphl. § 2-13.

Et sentralt problem ved lovteksten er det lave presisjonsnivået ved utformingen av gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 2-8, samt at verken denne eller unntaket i vphl. § 2-12 er utømmende. For å avhjelpe dette problemet er Kredittilsynet gitt adgang til å fastsette nærmere hva som er ansett å falle innenfor ”akseptert markedspraksis”. Slike stabiliseringstiltak vil falle utenfor rekkevidden til vphl. § 2-12, da dette ikke rammes av forbudet i vphl. § 2-8. Det følger videre av forarbeidene at ordlyden kodifiserer en del av gjeldene ulovfestede praksis, jf. praksis knyttet til ”uredelighetskravet”, jf. tidl. vphl. § 2-6. (Se Kredittilsynets uttalelse i høringsnotat s. 51-52 i petitavsnitt, jf. vedtatt av Departementet).

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

Den nevnte praksisen kobles i hovedsak opp til hva som er ”rettsstridig atferd”, jf. tidligere vphl. § 2-6, og kan forankres i skyldkravet. Dette omtales under pkt. 2.4. Det følger av Ot.prp.nr 12, (2004-2005), pkt. 10.4 s. 57/58 at ”bestemmelsene om markedsmanipulasjon er ment å ramme rettsstridig adferd”, jf. Departementet samtykket til dette i pkt. 10.6. Tidligere praksis er således relevant for den nye bestemmelsen i vphl. § 2-8.

2.2 "Ordlyden i vphl. § 2-8, nr. 1"

2.2.1 "Transaksjon eller handelsordre"

Som nevnt innledningsvis er ordlyden i direktivet meget vid, jf. "enhver fysisk og juridisk person". Dette tilsier at utgangspunktet må være at alle transaksjoner av finansielle instrument som foretas på "børs eller annen autorisert markeds plass⁷⁰", jf. børsl. § 1-3, jf. § 1-2 omfattes, dersom det ikke er hjemmel for særskilt unntak. (Eks. vphl. § 2-13).

Motivet ved å innta "handelsordre" i tillegg til "transaksjoner", er i følge forarbeidene, å unngå av bestemmelsen ble for snever, og dermed ikke kunne gjennomføres i samsvar med formålet. (At handelsordre likestilles med transaksjon vil dessuten tale for at grensen for overtredelse er svært lav).

2.2.2 "som gir eller er egnet til å gi"

Når bestemmelsen lyder "transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på det finansielle instrumentet", så blir første problemstilling hvilket krav til årsakssammenheng som oppstilles. Dersom det kan påvises at transaksjonen(e) faktisk gav, eksempelvis; et falskt signal, vil forholdet åpenbart falle inn under bestemmelsens ordlyd, jf. "gir". Spørsmålet blir hva som følger av "egnet til". Oversettelsen er basert på direktivets "likely to give".

⁷⁰ Herunder verdipapirforetak. Både direktetransaksjoner og markedstransaksjoner omfattes av ordlyden, jf. alle steder hvor finansielle instrumenter kan omsettes.

Begrepet ”egnet til” taler for at helt fjerntliggende muligheter for at transaksjonene gir falske, uriktige eller villedende signaler, neppe er tilstrekkelig. På den annen side; oppstilles det et så høyt krav som sannsynlighetsovervekt⁷¹?

Det opprinnelige lovforslaget ”vil kunne gi” ble byttet ut med ”er egnet til å gi”, noe som indikerer en strengere ordlyd enn ”ikke helt fjertliggende”, dog ikke nødvendigvis helt opp til sannsynlighetsovervekt. Forarbeidene er uklare på dette området. Kredittilsynet synes å gå i retning av sannsynlighetsovervekt, jf. ”trolig”, men Departementet anfører at sannsynlighetsovervekt vil være for strengt. På den annen side presiseres det at en ordlyd som åpner for å ramme ”en hver teoretisk mulighet for villedende signaler” vil være for svak. Det nøyaktige kravet mht. denne problemstillingen kan neppe anslås mer nøyaktig⁷² enn at det ligger lavere enn et krav om sannsynlighetsovervekt, men høyere enn et krav om at enhver fjerntliggende mulighet er tilstrekkelig. Se også pkt. 2.4.

2.2.3 ”tilbud, etterspørsel eller pris”

Årsakssammenhengen knytter konsekvensene av transaksjonen(e), jf. falske, uriktige eller villedende, opp mot signaler i tilbud, etterspørsel eller pris. Begrunnelsen for denne utformingen av ordlyden kan forankres i hensynet bak reglene, jf. beskytte markedsmekanismen, jf. pkt. 1.6, jf. denne antas å bestå av forholdet mellom tilbud, etterspørsel og pris.

⁷¹ Se forholdet til EMK, jf. pkt. 2.3.

⁷² Jf. i mangel på andre presiserende rettskildedefaktorer, da verken norsk rettspraksis eller den utenlandske ordlyden kan sies å gi noe mer veiledning her, jf. bestemmelsen i Sverige og Danmark har fått ordlyden ”kan förväntas ge” og ”kan give”. Se for øvrig Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 10.6.

2.2.4 "unormalt eller kunstig kursnivå"

Det sentrale her, i følge forarbeidene, vil være det manglende sammenligningsgrunnlaget, jf. hva er "normal" kurs?

Forarbeidenes eks. på "kunstig kursnivå" vil være dersom man legger inn en ordre på et finansielt instrument som er underliggende til et derivat, eks. en "warrant", vil dette kunne få konsekvenser for prisfastsettelsen for derivatet. Hvis en person legger inn en ordre i det underliggende, for så å handle i derivatet, før ordren i det underliggende trekkes tilbake, vil dette være i strid med bestemmelsen.

Problemstillingen blir fra et stabiliseringsperspektiv hvordan legale kursstabiliseringstiltak kan utøves, jf. kun ansett legalt å foreta stabilisering i den "reelle" markedskursen, noe som forutsetter at denne kan identifiseres. Se omtalen under pkt. 3.5

2.3 Unntaket i vphl. § 2-8, nr. 1

Det følger et unntak fra straffebudet for det tilfellet siktede eller tiltalte kan godtgjøre at begrunnelsen er legitim og transaksjonen eller handelsordren er i samsvar med Kredittilsynets oppfatning av akseptert markedspraksis på det aktuelle marked.

Det følger av forarbeidene at det her oppstilles to kumulative krav, og en omvendt bevisbyrde for tiltalte, dersom de(n) markedsmanipulerende handling(e) likevel skal anses legitim(e). Spørsmålet om dette er i strid med EMK's regler vil være nærliggende. Direktivets bestemmelser er i hovedsak myntet på administrative sanksjoner, og ikke rene straffebud. Problemstillingen blir om anvendelsen av omvendt bevisbyrde er i strid med EMK's "uskyldspresumpsjon" i artikkel 6 nr. 2.

Kjernen i forarbeidenes vurdering, jf. Ot.prp.nr. 12, (2004-2005), pkt. 10.6, s. 66 flg. er at tiltalte må ha en reell mulighet til å forsvare seg, jf. "rimelig mulighet til å bevise sin uskyld". Et objektivt ansvar uten fritak for force majeure situasjoner vil være i strid med "uskyldspresumpsjonen" og kan følgelig heller ikke legges til grunn i vphl. § 2-8. På den annen side anfører Departementet at det her ikke er dreier seg om å bevise sin uskyld, men å bevise sin rett til å omfattes av et unntak fra markedsmanipulasjonsforbudet. Det rettslige grunnlaget for å akseptere omvendt bevisbyrde tillegges NOU 2003:15 s. 108 hvor sanksjonsutvalget uttaler:

"Det er under enhver omstendighet klart at uskyldspresumpsjonen ikke er til hinder for å oppstille straffebud med omvendt bevisbyrde for unnskyldige forhold. I slabiaku-saken peker EMD på at alle rettsystemer bygger på faktiske eller rettslige presumpsjoner. Omvendt bevisbyrde med hensyn til både objektive og subjektive vilkår har blitt godtatt av EMD i enkelte saker".

Konklusjonen er at kravet til omvendt bevisbyrde går klar av "uskyldspresumpsjonen".

2.3.1 "Begrunnelse... legitim"

Vphl. oppstiller to kumulative vilkår for at transaksjonen(e) likevel skal gå fri. Det er at transaksjonen(e) bygger på legitime hensyn og er i samsvar med kredittilsynets aksepterte markedspraksis.

Det siktes her til korrekt hensyn, ikke fremgangsmåte. Med "fremgangsmåten" forstås her kredittilsynets forskriftsbaserte godkjenning av "akseptert markedspraksis", jf. vphl. 2-8, 4. ledd. For eksempel kan det tenkes en transaksjon som normalt ville falt inn under unntaket for kursstabilisering, jf. vphl. § 2-12, men som ikke oppfyller alle kravene i forordningen, jf. § 2-12, 2. jf. 1. ledd. I slike tilfeller kan ordningen anses legitim selv om den ikke gjennomføres i samsvar med forordningen⁷³. Det blir imidlertid presisert i forarbeidene at dette må bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfellet⁷⁴. Følgelig vil det bero på om hensikten bak transaksjonen(e), totalt sett, har en tilstrekkelig sterk grad av beskyttelsesverdig interesse.

2.3.2 "og i samsvar... med akseptert markedspraksis"

Det er et overordnet hensyn at det etableres regleharmeni innenfor EU/EØS-området. Det kan derfor være overraskende da forarbeidene her antar at praksis kan være ulik i de ulike medlemsstatene, jf. strengere. (Dette følger særlig av Lamfalussys rapport, jf. fotnote 40 ved utarbeidelsen av "MAD"). Begrunnelsen for ulikhetene beror på at "MAD" er et såkalt "minimumsdirektiv", hvorav det er full adgang til å oppstille strengere regler enn direktivet gir anvisning på. Det er i denne sammenheng antatt av Departementet (under forarbeidenes

⁷³ Jf. vphl. §2-12 er ikke uttømmende, se pkt. 3.2.

⁷⁴ Se pkt. 3.2 for nærmere behandling.

pkt. 10.6) at det heller ikke er nødvendig med en ordrett gjengivelse så lenge innholdet er identisk.

Det er nærliggende å stille spørsmålstegn ved forutberegneligheten for utenlandske EØS aktører, samt hensynene bak direktivet? Uttalelse i ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 10.6, jf. petitavsnitt, går i retning av at ønsket om strengere regler veier tyngre enn ønsket om regleharmonis mellom medlemsstatene, jf. EØS-avtalen av 27. november, nr. 109, 1992, artikkel 1.

”Det kan likevel tenkes at atferd som er tillatt i andre EØS-land, i konkrete tilfeller kan være forbudt i Norge etter både direktivet og gjennomføringsloven. Dette har sammenheng med det som er sagt ovenfor om at definisjonen er en rettslig standard som må tilpasses sitt miljø”.

Behovet om forutberegnelighet antas (tilstrekkelig) ivaretatt ved at Kredittilsynet gir forskrifter om akseptert markedspraksis.

2.3.3 Kort om forskriftshjemmelen til ”akseptert markedspraksis”

Da vphl. 2-8, 1. ledd oppstiller unntak dersom ”begrunnelsen er legitim” og ”praksis er i samsvar med markedspraksis” vil det sentrale bli å kartlegge hva slik praksis går ut på. Det følger av ordlyden at det kun er praksis som er godkjent av Kredittilsynet som er omfattet av unntaket. Dette beror i hovedsak på at man i forarbeidene ved kun å oppstille ”alminnelig markedspraksis” eller ”alminnelig akseptert markedspraksis” antok en risiko for at dette kunne danne grobunn for et unntak basert på hva flertallet i markedet gjør, uavhengig av begrunnelsen for atferden, og eventuelt en påfølgende uheldig rettsutvikling.

Derfor er begrepet ”akseptert markedspraksis” tillagt Kredittilsynets skjønn, i form av forskrifter⁷⁵ eller rundskriv⁷⁶. Det forbeholdes også at denne kan fortone seg ulikt, i ulike

⁷⁵ Jf. FOR 2005-07-01, nr. 785. Se pkt. 2.4 flg.

marked, også mellom medlemsstatene, jf. forrige pkt. samt ordlyden; ”det aktuelle marked”.

Det er naturlig å se denne forskriftshjemmelen i lys av forskriftshjemmelen i vphl. § 2-12. Denne må imidlertid anses som en sikkerhetsventil for Departementet, som følge av fordelingen av det operative kontrollansvaret med prospektene. (Se pkt. 3.9.2).

2.3.4 Rettstridsreservasjonen

Begrunnelsen for ikke å videreføre ”uredelighetskravet” i tidligere vphl. § 2-6 var en henvisning til at rettsstridsreservasjonen er tilstrekkelig, jf. pkt 10.6 i Ot.prp. nr. 12, (2004-2005). Rettsstridsreservasjonen vil rette seg mot skyldkravet, og hvis praksis er omtalt i forarbeidene, jf. (se petitavsnitt under pkt. 2.4). Det vises her til Kredittilsynets forskrift, jf. ”akseptert markedspraksis”.

2.4 ”Akseptert markedspraksis”

Motivet er her å gi en oversikt over hva som anses som akseptert markedspraksis. Dersom tiltaket først viser seg å være innenfor denne kategorien vil praksisen være å anse som legal. Vurderingen i det følgende vil bero på Kredittilsynets forskrift, ”jf. en positiv tilnærming av begrepet”, og forarbeidenes eksempler på hva som ikke er akseptert, ”jf. en negativ tilnærming av begrepet”.

Under førstnevnte angrepsmåte siktes det til Kredittilsynets adgang til å gi utfyllende bestemmelser etter vphl. § 2-8, 4. ledd. Forskriftshjemmelen finnes i vphl. § 2-8, se pkt. 2.3.3. Det følger av forskriften, jf. FOR 2005-07-01, nr. 785, § 2-2, hvilke faktorer som

⁷⁶ På skrivende tidspunkt utarbeides det også et rundskriv, i kraft av vphl. § 2-8, 1. ledd, jf. 4. ledd, men dette er ikke ferdigstilt.

skal legges til grunn for vurderingen av om tiltaket faller inn under Kredittilsynets forståelse av ”akseptert markedspraksis”. Bestemmelsen i forskriftens § 2-2 har overskriften ”akseptert markedspraksis” og lyder:

(1) ”I vurderingen av hva som skal anses som akseptert markedspraksis skal Kredittilsynet blant annet ta hensyn til følgende faktorer:

- a) i hvilke grad den aktuelle markedspraksis er kjent for alle markedsaktørene,
- b) behovet for å sikre markedets funksjon, herunder velfungerende markedskrefter og et riktig samspill mellom tilbud og etterspørsel,
- c) i hvilken grad den aktuelle markedspraksis har innvirkning på markedets likviditet og effektivitet,
- d) i hvilken grad den aktuelle markedspraksis er tilpasset handelsmekanismene på det relevante markedet og setter markedsaktørene i stand til å reagere på en egnet og betimelig måte på nye markedsforhold som den aktuelle markedspraksis skaper,
- e) i hvilken grad den aktuelle markedspraksis utgjør en risiko for integriteten til direkte eller indirekte tilknyttede markeder i EØS-området,
- f) resultatet av undersøkelser av den aktuelle markedspraksis som er iverksatt av kompetente myndigheter i EØS-området, særlig med hensyn til om markedspraksisen er i strid med lover eller forskrifter om markedsmissbruk eller regler for god opptreden, og
- g) det relevante markedets strukturelle karakter, herunder om markedet er regulert eller ikke, hvilke finansielle instrumenter som handles og hvilke markedsaktører som opptrer i markedet”.

I § 2-2 litra a lyder ”i hvilken grad den aktuelle markedspraksisen er kjent for alle markedsaktørene”. Dette kan sees i lys av ”transparency” kravet, jf. ovenfor. Litra b) og c) er tilsynelatende myntet på å sikre ”markedet”, jf. ”sikre markedets funksjon” og ”markedets likviditet og effektivitet”, (se pkt. 1.6.2 og pkt. 2.1). Bestemmelsens litra c), retter seg mot den aktuelle markedspraksis innvirkning på markedets likviditet og effektivitet, se pkt. 1.6.1, flg. Dette kan sees i lys av litra e), hvis ordlyd oppstiller risiko for integriteten direkte eller indirekte tilknyttede markeder i EØS- området, jf. kan sies å rette seg mot ”tillitten”, jf. pkt. 1.6.3. Herunder særlig litra f), jf. ”i strid... med regler for god opptreden”. (Sml. vphl. § 2-9).

I tillegg vil Ot.prp.nr. 12, 2004-2005, pkt. 10.3, s. 57 omtaler eksempler på typetilfeller som tradisjonelt har blitt oppfattet som uredelige transaksjoner, jf. praksis tilknyttet tidl. vphl. § 2-6 om kursmanipulering. Eksempelene er utpreget kasuistiske og går i hovedsak ut på tradisjonelle uredelige tilfeller av transaksjoner som antas å være kursmanipulerende, jf. i strid med vphl. § 2-8. Eksempelene kjennetegnes ved at transaksjonene er fiktive og villedende, evt. grenser til bedrageri. Mest aktuell ved utøvelse av stabiliseringstiltak vil nok ”Corner” situasjonene være, hvor tilrettelegger risikerer at investorene på markedet går sammen om å presse prisene urimelig høyt, jf. ved å nekte tilrettelegger tilgang på verdipapirene. Dersom tilrettelegger ved utløpet av stabiliseringsperioden ikke har ervervet en greenshoe opsjon, (evt. overskredet denne, jf. 15 % grensen), vil problemet kunne melde seg ved tilbakeleveringen av de lånte aksjene. Dette vil innebære en tilfeldig og ”uredelig” fordel for investorene som sitter med verdipapirene, i tilrettelegger eller utsteders disfavør. Tilretteleggers økonomiske tap vil her avhenge av risikofordelingen mellom tilrettelegger og utsteder/selger(ne). Se petitavsnitt for de øvrige eksempler.

I Ot.prp.nr. 12 (2004-2005), pkt. 10.3 følger det et sett eksempler her. Det er for det første såkalte ”wash-sale”⁷⁷. Dette innebærer at det meldes transaksjoner som ikke innebærer en reell endring i eierskapet. Transaksjonen er fiktiv og motivet er å gi et inntrykk av handel i verdipapiret. ”Matched order”; denne transaksjonen kjennetegnes ved en type transaksjon der det legges inn kjøps- eller salgsordre, samtidig som ordregiver har kunnskap om at en motsvarende ordre er lagt inn.

En annen type transaksjoner er når flere investorer går sammen i gruppe for å koordinere kjøp og salg av verdipapirer, jf. såkalt ”Pool”. En ”Bear pool”, kjennetegnes ved at en sammenslutning som har til formål å foreta et shortsalg for å kjøpe tilbake verdipapiret til en lavere pris. I en ”bull pool” vil deltagerne først kjøpe verdipapiret for så å selge det til en høyere pris. ”Market rigging”: under denne formen for markedsmanipulering faller bedrageri og tilfeller av rettstridig adferd som eks. spredning av falske rykter. ”Corner”; et typisk tilfelle av en stor enkeltinvestor søker å oppnå kontroll over tilbudet av et verdipapir. Dersom slik kontroll oppnås kan en slik gruppe tvinge investorer som er short i verdipapiret til å stege sine posisjoner til urimelige høye priser.

⁷⁷ Ulovlig ”Wash sale” vil også foreligge ved repohandler, jf. (gjenkjøpsavtaler), som meldes som vanlig salg, jf. Bergo s. 217.

3 Kursstabilisering

3.1 Innledning

I forbindelse med gjennomføring av offentlige emisjoner og spredningssalg av finansielle instrumenter, særlig ved børsintroduksjon, er det blitt etablert en praksis for såkalte ”kursstabiliseringsordninger”.

Det er på det rene at norske regler forut for vedtagelsen av vphl. § 2-12 ikke inneholdt noen særskilte bestemmelser om kursstabilisering, jf. Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 11.2 flg. Kursstabilisering er således å anse som en nyvinning, og bestemmelsen stammer fra direktivet om markedsmisbruk, jf. 2003/6/EF, ”MAD”, artikkel 8 som lyder:

”The prohibitions provided for in this Directive shall not apply to trading in own shares in buyback programmes or to the stabilisation of financial instrument provided such trading is carried out in accordance with the procedure laid down in Article 17(2)”.

Det er forordning (EF) nr. 2273/2003 det her henvises til, jf. vphl. 2-12, 2. ledd, se forarbeidene⁷⁸. Det første spørsmålet som må avklares er rekkevidden av vphl. 2-12, 2. ledd, jf. 1. ledd.

⁷⁸ Jf. Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 11.3, s. 69 flg.

3.2 Rekkevidden av vphl. § 2-12

Det første spørsmålet som melder seg er om unntaket i vphl. § 2-12 er uttømmende? Det følger av bestemmelsen at ”forbudet mot markedsmanipulering i § 2-8 gjelder ikke for kursstabilisering som gjennomføres i overensstemmelse med regler i medhold av annet ledd”, jf. i samsvar med fremgangsmåten oppstilt i forordningen.

Problemstillingen blir om dette betyr at stabiliseringstiltak som ikke blir gjennomført i samsvar med forordningen, men for øvrig har helt legitime formål, rammes av vphl. § 2-8 fordi de ikke kan subsumeres inn under vphl. § 2-12.

I forarbeidene peker NFF, i høringsuttalelsen, (”Norske Finansanalytikers Forening”) på at dette kan bli resultatet som følge av utformingen av ordlyden i vphl. § 2-12. At ordlyden åpner for en slik fortolkning er neppe tvilsomt. Det vil harmonere godt med EU’s ønske om regelharmon⁷⁹, jf. dersom medlemsstatene åpner for ulike forståelser og fremgangsmåter ved utøvelsen av legale stabiliseringstiltak, så vil dette være egnet til å danne en ulik praksis mellom konvensjonsstatene, i strid med direktivets intensjon⁸⁰, som forordningen bygger på.

Det overordnede formålet, jf. unngå markedsmanipulering, vil også tale for at det kun bør være tillatt med stabiliseringstiltak i helt spesielle tilfeller, hvor både behovet for å utøve stabiliseringen, samt kontroll –og overvåkningsmulighetene er sterkt tilstedværende. Dette taler for at vphl. § 2-12 skal forstås uttømmende.

⁷⁹ Jf. EØS- avtalen artikkel 1.

⁸⁰ Jf. Lamfalussy rapportens intensjon om å motvirke ulik praksis på de ulike markeder i EU/EØS-området.

Når det gjelder behovet for å forta stabiliseringstiltak er det anført i juridisk teori at dette gjør seg gjeldende i mye større grad i utlandet⁸¹, der stabiliseringsmanager løper en mye større risiko enn i tilsvarende transaksjoner i Norge. Dette taler for at behovet for ”særnorske” løsninger er lite og bør ikke tillates. Følgelig vil dette tale sterkt for at vphl. § 2-12 er uttømmende.

På den annen side er det vanskelig å være enig i dette resultat i alle tilfeller. At Norges EØS- rettslige forpliktelser forutsetter en rettsakt før de blir bindene er uttrykkelig forutsatt igjennom det ”dualistiske prinsipp”⁸². Det følger av prinsippet at det avgjørende er hva som er gjennomført i lovs (eller annen rettsakts) form. I denne sammenheng blir spørsmålet hvordan lovgivers henvisning i vphl. § 2-12 skal forstås.

Ordlyden i bestemmelsen kan forstås slik at vphl. § 2-12 ikke skal oppfattes som uttømmende, jf. 1. pkt. ”gjelder ikke”, er neppe tilstrekkelig for å gi grunnlag for en antitetisk fortolkning, jf. mer nærliggende at lovgiver hadde valgt en klarer ordlyd dersom dette var intensjonen. Juridisk teori⁸³ vil også gå i denne retning, hvor det tas til orde for at det har formodningen mot seg å tolke en bestemmelse antitetisk, jf. ”krever klare holdepunkter”. At bestemmelsen i vphl. § 2-12 ikke skal forstås som uttømmende fremgår videre av departementets syn i forarbeidene, jf. Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 11.6, hvor det presiseres at stabiliseringstiltak som ikke er utøvd i tråd med forordningen kan likevel gå fri av vphl. 2-8, jf. uttalt at:

”Departementet vil presisere at kursstabilisering... som ikke er gjennomført i tråd med forordningen, må vurderes i forhold til ny vphl. § 2-8 på vanlig måte. Dette innebærer at atferden etter omstendighetene kan anses som markedsmanipulasjon, men at løsningen i så fall beror på tolkning og anvendelse av § 2-8 slik som for andre transaksjoner i markedet”.

⁸¹ Jf. TfF, nr. 1, 2004, s. 50.

⁸² Jf. Bergo s. 17, ”EØS-direktivene er ikke gjeldene som norsk rett, siden vårt rettsystem bygger på det såkalte ”dualistiske prinsipp”. Det betyr at det må en norsk lov eller annen rettsakt ti for å gi rettigheter eller pålegge plikter som kan håndheves ved norske domstoler”.

⁸³ Se Eckhoff, s. 140-147, (sml. s. 146).

Dette taler for at vphl. § 2-12 ikke skal anses uttømmende. Departementet foretok også en endring i ordlyden til bestemmelsen fra det opprinnelige forslagetets ordlyd, jf. vphl. § 2-12, 1 pkt. ”vphl. § 2-8 kommer ikke til anvendelse” til ”gjelder ikke”⁸⁴ som ble antatt å gi sterkere uttrykk for departementets synspunkt.

Konklusjonen blir at vphl. § 2-12 ikke er uttømmende.

⁸⁴ Se Ot.prp.nr. 12 (1994-1995) pkt. 11.6.

3.3 Hva kan kursstabilisering foretas i?

Forordningens artikkel 2.7 oppstiller her to krav. Dette går først på hvilken type finansielle instrumenter stabiliseringstiltaket kan rettes mot, jf. ”relevant securities”, samt ”signifikant distribution” og for det andre hvilke avledede verdipapirer som også omfattes av stabiliseringsadgangen, jf. ”associated instruments”. Begge spørsmål behandles under dette punktet. Først vil spørsmålet om hva som ligger i forordningens ”relevant securities” behandles”.

3.3.1 ”Relevant securities”

Forordningen definerer ”relevant securities” i artikkel 2.6 som ”transferable securities as defined in Directive 93/22/EEC”. Direktive er en del av EØS-avtalens vedlegg IX III, og er implementert i vphl. § 1-2, 2. og 3. ledd.

Juridisk litteratur, (jf. Bergo s. 26) uttaler ”at det er ellers grunn til å understreke at definisjonen i vphl. § 1-2 gjelder uavhengig av om de aktuelle finansielle instrumenter er børsnoterte eller ikke”. Forordningen presiserer imidlertid at ”relevant securities” kun gjelder ”transferable securities” som er ”admittet to trading on a regulated market”. Det siktes her til handel på børs eller annen autorisert markedsplass, jf. børs. § 1-3. Det følger av børs. § 1-3, 1. pkt. som ”foretak som er organisert eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter til børsnotering i overensstemmelse med kravene i børs. § 5-6 med forskrifter”. (Sml. kravene i fotnote nr. 18)

Forordningen krever ikke at det relevante verdipapiret rent faktisk er notert. En søknad om notering er etter ordlyden tilstrekkelig, men da oppstiller forordningen krav om at søknaden

er rettet et marked som omfattes av børs. § 1-3, og at det relevante verdipapiret i tillegg er gjenstand for betydelig distribusjon, jf. ”significant distribution”.

Forordningen definerer “significant distribution” i artikkel 2.9 som ”initial or secondary offer of relevant securities, publicly announced and distinct from ordinary trading both in terms of the amount in value of the securities offered and the selling methods employed”.

Det stilles her krav både til at søknaden offentliggjøres, (se behandlingen under ”transparancy”, jf. pkt. 3.8), og at omstendighetene rundt søknaden tilsier at dette skiller seg ut fra vanlig annenhåndsomsetning. Ved vurderingen av ”omstendighetene” vil Kredittilsynets ”aksepterte markedspraksis” virke veiledende, (se pkt. 2.4). Kravene til beløpets størrelse kan utledes av formålet bak stabiliseringen. Det følger av omtalen knyttet til hensynene, jf. pkt. 1.7.1, at stabiliseringen foretas ut fra behovet om å fange opp overskuddslikviditeten, og dette gjør seg kun gjeldene ved større emisjoner, slik som børsintroduksjoner, hvor spredningssalg er et godt virkemiddel for å reise tilstrekkelig kapital for å fylle kravene i børs. § 5-6, jf. børsforskriften. Forordningen fastsetter ikke beløpet mer presist, men gode grunner taler for å ikke legge beløpsgrensen lavere enn 40.000 euro, jf. vphl. § 5-1, jf. prospektet utgjør en viktig informasjonskanal til investorene. Det er tvilsomt om lavere kapitalutvidelser enn dette har noe behov for stabiliseringstiltak, og omgåelses- og misbrukshensyn taler for at grensen ikke går lavere enn dette, (sml. beskyttelseshensynet under pkt. 1.6.6). Dette harmonerer også best med ”innberetningsplikten”, (jf. pkt. 3.8, flg.).

3.3.2 ”Associated instrument”

Videre må forordningens uttrykk: ”associated instrument” behandles. Det følger av omtalen under hensyn, (jf. pkt. 1.7.1, jf. pkt. 1.2), at et stort tilgjengelig antall aksjer vil være egnet til å påvirke aksjekursen i den emitterte aksje i negativ retning for utsteder/selger(ne). Dette vil også påvirke kursen på den emitterte aksjes underliggende finansielle instrumenter.

Motsetningsvis vil transaksjoner i et underliggende instrument, eks. et derivat, kunne være egnet til å påvirke kursen i aksjen. Dersom tilrettelegger velger å foreta kjøp av slike underliggende finansielle instrumenter, eks. derivater, i stedet (eller i tillegg) for kjøp av den emitterte aksje, vil også dette kunne virke stabiliserende. Det er på dette grunnlag at forordningen tillater stabiliseringstiltak som foretas i ”associated instruments”⁸⁵.

Det følger av artikkel 2.8 en definisjon av ”associated instruments”. Ordlyden retter seg mot ”financial instruments”. De finansielle instrumentene forordningen omtaler vil her tilsvare det som følger av vphl. § 1-2, 2. og 3. ledd, (jf. særlig derivater og konvertible obligasjoner er aktuelle her, se petitavsnitt).

Derivater kjennetegnes ved en samlebetegnelse på en rekke forskjellige avledede rettigheter som kan stiftes i et underliggende instrument⁸⁶. Dersom det underliggende instrumentet er et finansielt instrument, vil dette bli omtalt som et finansielt derivat. (Eks. terminer, swap-kontrakter og derivater knyttet til valuta, FRA-er, varederivater etc). Dersom det tas utgangspunkt i kontraktens betingelse om oppgjør, ved handel i børsnoterte derivater, vil derivatbegrepet kunne deles inn i to hovedkategorier, opsjoner og terminer. Forordningen retter seg mot begge ”typer” derivater, se artikkel 2.8 litra a, jf. litra b.

⁸⁵ Forutsatt at den emitterte aksje her fyller kravene som forordningen oppstiller.

⁸⁶ Jf. Bergo pkt. 2.5 flg. s. 35-45.

3.4 Hvem kan utøve stabiliseringen?

3.4.1 "Investment firm or credit institution", jf. konsesjonsspørsmålet

Forordningen oppstiller krav til hvem som utøver stabiliseringstiltakene. Det fremgår av forordningens artikkel 2.1 og 2.2, jf. 2.7, at det kun er "investment firm or credit institution" som har tillatelse til å utøve stabiliseringstiltak. Spørsmålet blir hva forordningen legger i disse begrepene. I artikkel 2.1 blir "investment firm" definert som "any legal person as defined in point (2) of Article 1 of Council Directive 93/22/EEC. Det siktes her til "ISD" -direktivet. "Credit institution" er definert i forordningens artikkel 2.2 som "a legal person as defined in article 1(1)" i Europaparlament- og råddirektiv av 2000/12/EC. Ordlyden svarer til vphl. §1-2.

For handel på Oslo Børs eller annen autorisert markedsplass, jf. pkt. 1.4.1, vil kreditt og verdipapirforetakenes transaksjoner av finansielle instrument bli regulert i vphl. Det følger av § 7, 1. ledd 1. pkt. at rett til å drive investeringstjenester, jf. vphl. § 1-2, 1. ledd nr. 1-5, forutsetter tillatelse fra departementet. Stabiliseringstiltak i det norske markedet kan dermed bare utøves av verdipapirforetak, samt tilsvarende utenlandske foretak, med tillatelse til å yte slike tjenester i medhold av vphl. § 7-7 og § 7-8⁸⁷. For investeringsfirmaer som operer i EØS området, og som bruker norsk filial, jf. vphl. § 7-7, er det antatt i juridisk teori at det er tilstrekkelig at firmaet oppfyller kravene hjemlandet stiller. Begrunnelsen går på at hovedpoenget med ISD-direktivet, er nettopp at slike foretak kan operere i hele EØS-området i medhold av tillatelse fra hjemlandets myndighet⁸⁸. Følgelig vil slike foretak ha krav på tillatelse fra Departementet.

⁸⁷ Jf. Kommentartutgave s. 139.

⁸⁸ Jf. Bergo, kapittel 7, flg.

3.4.2 Tillater forordningen flere tilretteleggere?

Spørsmålet om flere tilretteleggere er tatt opp under FSA`s utarbeidelse av utenlandske praksisen, jf. som Norge har adoptert, via EU/EØS-avtalen, er betenkeligheter med å tillate flere tilretteleggere, jf. utenlandsk omtalt som stabilisation manager(s), fordi dette skaper problemer knyttet til konsekvensene en tilretteleggers handling får for de øvrige tilretteleggere, jf. faller hele stabiliseringsordningen utenfor ”a safe harbour”?

Spørsmålet blir særlig om tilretteleggerne skal ilegges et solidarisk ansvar for hverandres kunnskap, jf. alternativt vil et samarbeid fort kunne medføre en omgåelsesadgang ved fordelingen av arbeidsbyrden, jf. beskytte ”utøvende tilrettelegger” for informasjon knyttet til at eks. kursen er kunstig på stabiliseringstidspunktet, jf. vphl. § 2-8.

Når forordning (EF) nr. 2273/2003 artikkel 9.5 likevel etter ordlyden tillater flere tilretteleggere, så gjøres dette under den forutsetning at en av tilretteleggerne opptrer som ”a central poin of inquiry for any request of the competent athority”, jf. Kredittilsynets forespørsler. Ordlyden tyder her på at det oppstilles et krav om at en av tilretteleggerne har det overordnede ansvar for stabiliseringen.

Videre er det anført at et samarbeid mellom flere tilretteleggere som her oppstilles vil kunne gjøre prosessen unødig komplisert⁸⁹, jf. foreligger det tilstrekkelig behov for en slik løsning? Det er av FSA her antatt at dette først og fremst blir aktuelt ved stabilisering over ulike jurisdiksjoner.

Her uttaler fra FSA under pkt. 2.25 “The proposal on multiple managers is currently the subject of discussion ininternational fora, particularly amongst FESCO⁹⁰ members. (nå CESR). The FSA has considered this option and, with a view to maintaining international

⁸⁹ Se FSAs <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp78.pdf>, særlig pkt. 2.24.

⁹⁰ FESCO står for Forum of European Securities Commission, nå omgjort til “CESR”.

consistency, proposes to make no change to the approach of the current rules pending FESCO's consultation. The FSA has, however, clarified the position – a single stabilising manager responsible for a single agent per jurisdiction is to be allowed (see MAR 2.6.3R)".

En tilrettelegger er ansvarlig for seg selv, og hva vedkommendes agenter, dvs. tilretteleggere måtte forta pr. jurisdiksjon, jf. sml. Departementets uttalelser om ulik praksis på ulike marked, jf. pkt. 2.3.2. Dette passer for øvrig godt inn med forordningens ordlyd, jf. ovenfor.

Konklusjonen blir at forordningen oppstiller adgang til å benytte flere tilretteleggere⁹¹, såfremt en av disse påtar seg det overordnede ansvaret ovenfor Kredittilsynet, jf. "competent authority".

⁹¹ Jf. Forutsatt at de øvrige vilkår, jf. innberetnings- og varslingsplikten er oppfylt.

3.5 Stabiliseringskursen

Når stabiliseringskursen skal vurderes vil det måtte tas utgangspunkt i emisjonskursen, jf. pkt. 1.4.6. Det vil si den siste kursen som det tilbys å tegne aksje til, jf. normalt vil denne svinge utover stabiliseringsperioden, noe stabiliseringstiltaket har til formål å motvirke⁹².

Problemstillingen blir her om emisjonskursen ”samsvarer” med markedskursen under stabiliseringsperioden, jf. stabiliseringstiltaket skal fortas mot den ”reelle kursen” og ikke i forhold til en kunstig eller fiktiv kurs, jf. vphl. § 2-8, (jf. FSAs praksis⁹³), jf. hensynet om å hente ut ”overskuddslikviditeten”. Problemet blir å fastslå hva som er en slik ”reell kurs”. Juridisk litteratur har her rettet kritikk mot stabiliseringsadgangen under henvisning til manglende forutberegnelighet⁹⁴. Kritikken går på hvordan den objektive vurderingen av kursen skal foretas, jf. det er først etter stabiliseringsperiodens utløp at man ser hva som er den ”virkelige markedskursen”⁹⁵. Årsakssammenhengen vil her utgjøre problemets kjerne, da kursen kan sies å være et resultat av mange objektive, så vel som subjektive, kriterier. (Sml. ”Efficient Capital Market Hypothesis”⁹⁶ under pkt. 1.6.3).

Slik vil det ikke alltid være like kurant å fastsette kursen. Dette beror også på at varslet om at kursstabiliserende tiltak i seg selv kan virke inn på kursen⁹⁷. Skal det eks. være adgang til å kompensere for dette? Spørsmålet behandles i det følgende. Et annet spørsmål som blir tatt opp i teorien er om forordningen må innfortolke at transaksjonene ”ikke må kunne leses” av markedet. Dette spørsmålet omtales under pkt. 3.6.1 og pkt. 3.6.2

⁹² Jf. Kommentirutgave s. 458/459.

⁹³ Jf. se <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp78.pdf>

⁹⁴ Sml. Bergo s. 298, jf. s. 308-310.

⁹⁵ Jf. ”Stabiliseringstiltaket vil påvirke kursen”.

⁹⁶ Jf. pkt. 1.6.3, jf. ”all tilgjengelig informasjon” indikerer at en nøyaktig og riktig prisfastsettelse er meget vanskelig, hvis overhode mulig, på stadiet før markedskursen lar seg påvise.

⁹⁷ Jf. Kommentirutgave s. 459.

3.6 Stabiliseringstiltaket

Som antydnet under pkt.1.3, vil et sentralt spørsmål her være om stabiliseringstiltaket kun kan rette seg mot støttekjøp i den relevante aksjen eller tilknyttede verdipapir, eller om salg også er akseptert etter forordningen ordlyd. Tilretteleggers kjøp (og salg) av det relevante verdipapir vil utgjøre selve stabiliseringstiltaket. Spørsmålet er hvor langt tiltaket kan gå, jf. kan tiltaket virke ”kursdrivende”?

Det vises her til pkt. 2.1, jf. pkt. 1.6.1 om markedets oppbygning, jf. markedsmanipulasjonsforbudet retter seg mot påvirkning i tilbud, etterspørsel eller pris, jf. pkt. 2.2.3. (Tilretteleggers kjøp og salg av de overtildelte verdipapirene er egnet til å påvirke disse tre faktorene).

Forutsetningen under pkt. 3.6.1 og 3.6.2 er at stabiliseringstiltaket iverksettes etter at emisjonskursen er fastlagt. Vurderingen av adgang til å stabilisere kursen, også forut for kursfastsettelsen, behandles i pkt. 3.6.3.

Det foreligger to typer stabiliseringssituasjoner under pkt. 3.6.1 og pkt. 3.6.2. Det siktes til støttekjøp og/eller støttesalg over og under emisjonskursen, og støttekjøp og/eller støttesalg over og under siste tegningskurs.

Utgangspunktet er at tilrettelegger foretar støttekjøp opp mot emisjonskursen. Dette behandles i det følgende, jf. under pkt. 3.6.1 for ”upward stabilisation”. Spørsmålet er om dette kan gjøres over eller under siste tegningskurs?

3.6.1 "Upward stabilisation"

Utgangspunktet er at tilrettelegger foretar støttekjøp i aksjen etter at emisjonen er gjennomført. Dersom tilrettelegger foretar kjøp pålydende (eller lavere enn) siste tegningskurs vil dette virke stabiliserende. Går tilrettelegger lengre og foretar kjøp over siste tegningskurs vil dette derimot virke kursdrivende, jf. vil slik presse kursen oppover. Spørsmålet blir hva tillater forordningen her?

Utgangspunktet følger av forordningen (EF) nr. 2273/2003 artikkel 9 nr. 1 litra b hvor det heter; "stabilisation transactions are aimed to support the market price of the relevant securities". Den danske tilsvarende ordlyden bruker begrepet "støtte de relevante værdipapirers markedskurs". Ordlyden taler for at stabilisering som støtter markedskursen er legitim, mens kjøp over siste tegningskurs vil derimot falle utenfor ordlyden.

Det følger videre av den angloamerikanske meglerpraksisen, jf. Regulation M Section 104⁹⁸ at "Stabilizing is prohibited except for the purpose of preventing or retarding a decline in the market price of a security", jf. også Rule 2.2.2 i FSA hvor det fremgår; "the general effect of this Chapter is to enable the stabilising manager of an offer of securities in order to support (though not to suppress) the market price...". Dette vil også taler i retning av at kjøp med en kursdrivende effekt er forbudt.

Juridisk teori anfører på denne bakgrunn at "som hovedregel skal stabiliseringen således finne sted på eller under emisjons- eller salgskurs, og det bør settes en nedre grense for stabiliseringen slik at operasjonen avbrytes dersom forskjellen mellom styrt og reell markedssinteresse blir for stor⁹⁹". Det følger videre at "stabilisering skal med andre ord ikke være en kursøkende aktivitet, men kun i en viss utstrekning fange opp overskuddslikviditet

⁹⁸ Se også <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8511.htm>

⁹⁹ Jf. Kommentartutgave s. 140.

som ikke absorberes av markedet”. Dette innebærer i praksis at ”et første stabiliseringstilbud ikke kan overstige emisjons- eller salgskurs, med justeringer for valutakurser mellom de markeder hvor instrumentet omsettes”. Teorien argumenterer her for at dette må gjelde fortløpende under hele stabiliseringsperioden, jf. ”dersom det finner sted en ny transaksjon over siste stabiliseringskurs vil denne representere en ny maksimumkurs. Som hovedregel bør det til enhver tid kun stå ett stabiliseringstilbud på en kurs i ethvert marked, og ethvert stabiliseringstilbud bør vike prioritet i forhold til enhver uavhengig markedsordre på samme pris”.

På den annen side kan det reises spørsmål om dette gjelder i et hvert tilfelle. Dette beror særlig på formålet med stabiliseringstiltaket. Det siktes her til stabiliseringstiltakets synlighet i markedet og hensynet om å innhente overskuddslikviditeten. Det er på det rene at stabiliseringen ikke fungerer etter sitt formål¹⁰⁰, dersom transaksjonen ikke skjules for markedet, jf. de øvrige investorer vil her i verste fall utnytte tilretteleggers kjøp, noe som kan medføre at stabiliseringstiltaket skaper større kurssvingninger, stikk i strid med intensjonen. Skal kursstabilisering først tillates bør det innfortolkes et unntak for transaksjoner som ellers er ”synlige” for markedet. Da dette eventuelt vil bero på Kredittilsynets utvikling av ”akseptert markedspraksis”, jf. pkt. 2.4, samt rundskrivnet som er på trappene. Da dette enda ikke foreligger vil konklusjonen falle tilbake på utgangspunktet, som er at stabiliseringen ikke skal ha en kursdrivende effekt, jf. forordningen tillater kun kjøp på eller under siste tegningskurs.

Konklusjonen blir at kjøp over siste tegningskurs (jf. ”kursdrivende effekt”) er forbudt.

Det neste spørsmålet blir om forordningen også tillater støttesalg under emisjonskurs. Forordningens ordlyd retter seg mot ”stabiliseringstiltak”, jf artikkel 9.1. Dette vil også omfatte tilretteleggers ”støttesalg”. Spørsmålet blir om de underliggende legale hensyn som aksepterer stabiliseringstiltaket her gjør seg gjeldene. Det kan her umiddelbart være

¹⁰⁰ At transaksjonene må skje skjult følger også av forordningens ordlyd knyttet til greenshoe opsjonen, jf. forordningens artikkel 2.14 ”purpose of covering overallotments”.

vanskelig å se at tilretteleggers salg under emisjonskurs kan medføre en økning av tegningsinteressen i den emitterte aksje. Imidlertid vil tilretteleggers ”market maker” virksomhet her medføre at det blir vanskeligere for markedet ”å lese” stabiliseringstiltakene. Dette taler for at også støttesalg bør tillates. Forutsetningen må imidlertid være at støttesalg ikke virker ”kursdrivende”, jf. ovenfor. Det vil si at salget ikke må foretas høyere enn siste markedskurs. Da tilrettelegger opptrer som ”market maker” i praksis legges dette følgelig til grunn, se pkt. 1.2.

Konklusjonen er at også støttesalg er akseptert etter forordningen dersom dette kan forankres i legitime hensyn, jf. pkt. 1.7.1.

3.6.2 ”Downward stabilisation”

Forutsatt at tilretteleggers kjøp og salg ikke er ”kursdrivende”, jf. pkt. 3.6.1, blir spørsmålet om det er adgang for tilrettelegger å foreta stabiliseringstiltak over emisjonskursen. Dette kan være aktuelt dersom kursen stiger over emisjonskursen, da for å regulere markedskurs ned mot emisjonskurs. Problemstillingen blir om tilrettelegger kan foreta slik ”downward stabilisation”?

Da den nevnte angloamerikanske meglerpraksisen tradisjonelt har nektet slik stabilisering ut fra en betraktning om manglende behov, er det ikke særlig overraskende at anbefalingen fra CESR lyder; ”stabilisation may only be undertaken to support the market price of the Relevant Securities having due regard to prevailing market conditions and in any event may not be executed above the offering price”. Anbefalingen ble innført i forordningens artikkel 10.1 som lyder; “stabilisation of the relevant securities shall not in any circumstances be executed above the offering price”. I dette ligger det et forbud mot å foreta kjøpstransaksjoner over emisjonskursen. Da ordlyden retter seg mot ”stabilisation” må dette forstås slik at også salgstransaksjoner over emisjonskursen er forbudt etter forordningen.

Konklusjonen blir at ”downward stabilisation” ikke er tillatt.

3.6.3 ”Tidspunktet for stabiliseringen”

Ovenfor er det forutsatt at emisjonskursen er fastsatt. Her vil det imidlertid forutsettes at emisjonskursen enda ikke er fastsatt.

Juridisk teori¹⁰¹ tar opp spørsmålet om det er adgang til å foreta stabilisering på stadiet før emisjonen. Emisjonsprosessens uønskede kurssvingninger kan tilsi et stabiliseringsbehov allerede på ”booking” stadiet, jf. kan være vanskelig å få nok investorer til å tegne verdipapiret, og kurssvingninger vil kunne skremme vekk potensielle investorer. Dette vil verken være ønskelig for selskapet eller de øvrige tegnerne.

NOU 1996:2 s. 85, (2. spalte), anfører at ”det er internasjonalt anerkjent at kan være behov for å stabilisere kursen både i forkant og etterkant av en emisjon”. (Se pkt. 1.7.1, flg.). Synspunktet går igjen i Ot.prp.nr. 29, (1996-1997), s. 55, jf. ”i forkant (av emisjonen) er det kanskje særlig dersom utsiktene til en emisjon medfører et kursfall i markedet, at tilrettelegger kunne ønske å ”støtte kursen” slik at den ikke faller under det tegningskursnivå utsteder er villig til å emitte til”. Forarbeidene går følgelig klart i retning av at det er legitimt å foreta stabiliseringstiltak også i forkant av emisjonen.

Dette synspunktet er imidlertid gjenstand for krass kritikk i juridisk litteratur. Bergo anfører at forarbeidene går for langt her. Dette begrunnes hovedsakelig i at CESRs utfyllende anbefalinger kun retter seg mot kursstabilisering i etterkant av emisjonen, samt en ”de lege ferenda” kritikk av stabiliseringsinstituttet, ”som sådan”, se pkt. 1.7.1. I tillegg vil øvrig juridisk litteratur, (jf. Kommentartutgaven s. 140, jf. ovenfor under pkt. 3.6.1), tale i tilsvarende retning, jf. ”første stabiliseringstilbud ikke kan overstige emisjons- eller salgskurs”, jf. forutsetter at emisjonskursen er fastsatt.

¹⁰¹ Jf. Bergo s. 308-310

Problemet som kan oppstå ved en eventuell aksept her vil først og fremst rette seg mot kontroll og tilsynsbehovet¹⁰², jf. vanskelig å kontrollere tiltak som foretas denne prosessen, både fordi markedskursen kan være vanskelig å fastsette, og fordi en tillatelse vil kunne åpne for relativt enkle omgåelser av vphl. § 2-8.

På den annen side vil gode varslings- og rapporteringsordninger avhjelpe og oppdage slike omgåelser. CESRs høringspapir av juli 2002 (som Bergo henviser til) går tilsynelatende langt i å etablere slike ordninger. (Se pkt. 3.8, flg.). Imidlertid taler forordningens ordlyd mot en fortløpende offentliggjøring her, jf. ”adequately disclosed to the public¹⁰³”, jf. artikkel 9.1. Her oppstilles det klart et krav om offentliggjøring av stabiliseringstiltaket eksistens, før åpningen for handel i aksjen.

Dette følger av artikkel 8.1 at stabiliseringen kan kun utøves i en begrenset tidsperiode. I følge artikkel 8.2, 2. pkt. fremgår det at medlemsstater som tillater handel i aksjen forut for handel på et regulært marked, eks. transaksjoner av tegningsrettigheter, kun kan forta stabiliseringstiltak etter en ”adequat public disclosure” of the final price. Begrepet ”final price” kan vanskelig forstås som rammene book-buildingen må holde seg innenfor, jf. pkt. 1.4.6. Her kreves det en fastsatt pris. Dette taler for at stabiliseringstiltak kun kan foretas etter kursfastsettelsen. Da artikkel 8.2, 1. ledd i tillegg oppstiller krav om handel på det regulære marked før stabiliseringstiltaket kan iverksettes (forutsatt at handel før dette tidspunkt ikke er akseptert av medlemsstaten) vil også dette tale for at det ikke er adgang til å foreta stabiliseringstiltak før kursen er fastsatt. Artikkel 8.2 retter seg mot kursstabilisering som følge av emisjon i aksjer eller verdipapirer som tilsvarer aksjer. For spredningssalg følger det klart av artikkel 8.3 at kursstabiliseringsperioden begynner først ved ”the disclosure of the final price”. Heller ikke her er det adgang til å utøve stabiliseringstiltak på et tidligere tidspunkt.

¹⁰² Jf. ”omgåelsessynspunktet”, nevnt under pkt. 1.7.2.

¹⁰³ Begrepet er legaldefinert i forordningens artikkel 2.5 som offentliggjøring i samsvar med prosessen oppstilt av artikkel 102(1) og 103(1) i direktiv 2001/34/EC.

Det følger av forordningens artikkel 7 at legale stabiliseringstiltak kan kun foretas dersom disse utøves i samsvar med artikkel 8, 9 og 10. Da stabiliseringstiltak ikke er tillatt før fastsettelse av sprednings- og emisjonskurs etter forordningen, vil spørsmålet knyttes til forordningens rekkevidde. Det følger av tidligere drøftelse under pkt. 3.2, at det kan oppstilles unntak for stabilisering på annet grunnlag enn forordningen, jf. vphl. § 2-12 er ikke utømmende. Problemstillingen knyttes til tolkningen av forarbeidene.

At lovgiver ikke har ment å oppstille noen adgang til å villede investorer til å tegne, eller kjøpe, aksjer til en "urimelig" overkurs er lite tvilsomt. Kursstabiliseringen må kunne forsvares ut fra det underliggende forhold. De ovenfor nevnte uttalelsene i forarbeidene retter seg mot det internasjonale behovet for å foreta stabiliseringstiltak før emisjonen. Forordningen kan tyde på at dette beror på en misforståelse, da forordningen ikke tillater den typen stabiliseringstiltak, jf. forordningen uttrykker stabiliseringsbehovet for EU/EØS-området, samt USA, jf. adopsjonen av den angloamerikanske meglerpraksisen.

Når forutsetningen om at det internasjonale behovet til å foreta stabiliseringstiltak før kursfastsettelse svikter, vil dette tale imot at forarbeidene mente å gjøre et unntak. Heller ikke Kredittilsynets forskrift, se pkt. 2.4 om akseptert markedspraksis, vil tale for noe unntak her. Dette taler for at forarbeidene må forstås med en reservasjon om at stabiliseringstiltak kun kan foretas etter kursfastsettelse. Alternativt vil løsningen forankres i lex superior prinsippet¹⁰⁴. Prinsippet går her ut på at lovtekst har forrang til fortrensel for forarbeidene ved motstrid. Da forordningen er vedtatt som norsk lov vil følgelig forarbeidene måtte vike her.

Konklusjonen blir at det ikke er adgang til å foreta stabiliseringstiltak før kursfastsettelse.

¹⁰⁴ Se Eckhoff pkt. 2.4.2 flg. s. 315-325. (Spørsmålet om det er mer korrekt å anvende "lex posterior" i stedet for, eller i tillegg til, lex superior prinsippet vil ikke få betydning for resultatet her, og behandles derfor ikke ytterligere).

3.7 De to ”overordnede” vilkår, ”transparantcy og organized”

Utgangspunktet er ”MAD” artikkel 8 som oppstiller unntak fra forbudet mot markedsmanipulasjon, kun¹⁰⁵ dersom kursstabiliseringen utøves i samsvar med bestemmelsene i forordningens artikkel 8, 9 og 10, jf. artikkel 7.

I forordningens preambel nr. 6 fremgår det at ”transparency is a prerequisite for prevention of market abuse”, jf. tilsvarende som den danske oversettelsen; ”Gennemsigtighed er en forudsætning for at forhindre markedsmissbruk”.

Når begge oversettelsene setter gjennomsiktighet som et absolutt vilkår, jf. forutsetning, for å forhindre markedsmissbruk blir det naturlig nok interessant å se på hva forordningen legger i begrepet ”gjennomsiktighet”, jf. ”transparency”¹⁰⁶. Bestemmelsen oppstiller her et krav om offentliggjøring av opplysninger. Det siktes her til tanken om at det er vanskelig å manipulere et marked som har tilgang på den relevante og nødvendige informasjonen. Dette kan forklares ut fra markedseffisiensen, (jf. ”Efficient Capital Market Hypothesis”, se pkt.1.6.3), jf. hypotesen om at informasjon reflekterer verdipapirets reelle kurs. Åpenhet eller ”gjennomsiktighet” er slik en viktig forutsetning for å motvirke markedsmanipulasjon. Bestemmelsen er lite effektiv uten et apparat som ivaretar og realiserer motivet, jf. oppnå gjennomsiktighet. Det følger derfor av forordningens preambel nr. 6 at medlemsstatene skal etablere mekanismer, jf. ”mechanisms”,(dansk; ”ordninger”), for å offentliggjøre opplysningene. For Norges vedkommende vil den overvåkende myndigheten her bli tillagt Kredittilsynet. (Kontrollen med selve prospektet vil bli foretatt av Oslo Børs¹⁰⁷). Dette behandles under ”organised”.

¹⁰⁵ At det i tillegg kan oppstilles unntak intern rettslig følger av pkt. 3.2.

¹⁰⁶ Jf. også direktiv av 15.12, 2004/71/EF, det såkalte ”transparency direktivet”. Er på skrivende tidspunkt ikke innlemmet i EØS-avtalen, jf. Materialsamling i børs- og verdipapirrett, s. 360.

¹⁰⁷ Jf. Børsl. § 5-1, 2. ledd jf. 1. ledd. Om grensespørsmål knyttet til kontrollkompetansen, se pkt. 3.9.2

3.8 "Transparency".

Det første spørsmålet som her reiser seg er hvilken informasjon som forordningen krever offentliggjort. Det vises her til "stabiliseringstiltaket", jf. pkt. 3.6. Varslings- eller innberetningsplikten, jf. offentliggjøring, er knyttet til denne.

3.8.1 Innberetningsplikten forut for stabiliseringstiltaket.

Det følger av artikkel 9.1, litra a-e, hvilken informasjon som skal offentliggjøres. For det første må det varsles om stabiliseringstiltakets eksistens, jf. litra a "the fact that stabilisation may be undertaken", jf. selve eksistensen i seg selv vil kunne få betydning for kursen¹⁰⁸. Det er ikke et krav om at tiltaket rent faktisk blir iverksatt, kun at det kan bli iverksatt, jf. "may" og "no assurance that it will be undertaken" og dersom tiltaket først er iverksatt vil det kunne stanses på et hvilket som helst tidspunkt.

Det følger av CESRs anbefaling¹⁰⁹, som ligger til grunn for forordningen, at opplysningene må inntas i "one clearly identified section" i prospektet, (jf. motvirke "kamouflering/villedende fremstilling av opplysningene). Det følger videre av CESR anbefaling: "the Greenshoe may only be exercised in connection with an Overallotment of Relevant Securities. The Overallotment Facility and the Greenshoe must be disclosed in the Prospectus"¹¹⁰.

Oslo Børs har lagt til grunn at en løpende informasjon her vil forstreke den markedsutviklingen ordningen har ment å utbalansere, noe som i praksis har medført at

¹⁰⁸ Jf. Kommentarutgave, pkt. 10.1 s. 458.

¹⁰⁹ Se CESR/02-020b.

¹¹⁰ Jf. Kommentarutgave s. 141.

ordningen kan praktiseres uten løpende å informere markedet. Forordningen har tilsynelatende ikke tatt hensyn til dette synspunkt, da det i artikkel 9.1 kreves at markedet varsles, jf. ”adequately publicly disclosed” før den offentlige emisjonen iverksettes, jf. ”before the opening of the offer period”, og hvilke perioder stabilisering vil finne sted, jf. litra c.

Videre må det varsles om hvilke finansielle instrumenter som stabiliseringstiltaket knytter seg til, jf. artikkel 9.1, litra b, jf. the relevant securities. Her må det følgelig etter ordlyden oppstilles et krav om at varslingsplikten krever at det aktuelle verdipapiret kan identifiseres¹¹¹. Dette taler for at et generell varslingsklausul ikke er tilstrekkelig dersom denne ikke gjør det mulig for de potensielle investorene å se hvilke verdipapirer varslet gjelder. (Eks. dersom emisjonen omhandler flere aksjeklasser, jf. asal. § 4-1).

Varslingsplikten retter seg også mot de som skal utføre selve stabiliseringen. Det følger av artikkel 9.1, litra c, at stabiliseringslederens identitet skal offentliggjøres, jf. ”identity of the stabilisation manager”. Den tilsvarende oversettelsen på dansk lyder ”stabiliseringslederens identitet”. Ordlydens entallsform kan her reise spørsmålet om denne utelukker flere stabiliseringsledere? Dette vil kunne få betydning dersom flere verdipapirforetak ønsker å samarbeide om stabilisering i det samme finansielle instrument, se pkt. 3.8.2. Det vises her til omtale ovenfor, jf. pkt. 3.4.2, hvor det fremgår at forordningen åpner for flere tilretteleggere/stabiliseringsmanagere.

Forordningen oppstiller et unntak for varslingsplikten om identiteten til stabiliseringsmanager dersom denne ikke er kjent på offentliggjørelsestidspunktet. Her kreves det imidlertid at stabiliseringsmanagers identitet offentliggjøres før stabiliseringstiltaket iverksettes, jf. artikkel 9.1, litra d.

¹¹¹ Se pkt. 3.8.2

3.8.2 Innberetningsplikten etter stabiliseringstiltaket

Varslingskravet gjelder også etter gjennomføringen av stabiliseringstiltakene, jf. forordningens artikkel 9.2 og 9.3. Da hhv. til de kompetente myndigheter, jf. ”competent authority” og til markedet, jf. ”disclosed to the public”.

Forskjellen mellom artikkel 9.2 og 9.3 er at de kompetente myndigheter, jf. Kredittilsynet, har krav på varsling senest syv dager etter at stabiliseringstransaksjonen ble foretatt, jf. artikkel 9.2, mens markedet for øvrig skal varsles senest en uke etter at stabiliseringsperioden er utløpt, jf. normalt maksimalt 30 kalenderdager, avhengig av det finansielle instrumentet stabiliseringstiltaket retter seg mot.

Kravet til varslingens innhold etter artikkel 9.2 er en detaljert oversikt over stabiliseringstiltakene, jf. ”details of all stabilisation transactions”. Når det gjelder opplysninger til markedet vil artikkel 9.3 kreve at det redegjøres for om stabiliseringstiltak ble iverksatt, dato for første og siste stabiliseringstransaksjon og kursen de eventuelle transaksjonen(e) ble foretatt til. Det kan stilles spørsmålsteget ved behovet for en slik varsling til markedet ved siden av tilretteleggers varslingsplikt til Kredittilsynet. Bestemmelsen kan imidlertid sees i lys av den nye bestemmelsen om rapporteringsplikt for markedsaktørene¹¹², jf. inntatt i vphl. § 2-11. Her følger det at ”den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal straks rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om... markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner”, jf. 1. ledd 1. pkt. Ved å gi de øvrige markedsaktørene varsel om samtlige transaksjoner vil dette kunne bidra til å kartlegge hvilke transaksjoner som eventuelt ikke blir varslet Kredittilsynet.

¹¹² Vphl. § 2-11 er først og fremst vedtatt som følge av kampen mot (internasjonale) hvitvaskingsforbrytelser, men bestemmelsen vil også ramme markedsmanipulering som primærforbrytelse, jf. ot.prp.nr. 12, (2004-2005) pkt. 14.2, s. 87 flg.

Ønsket om et selvregulerende marked er ikke nytt i EU/EØS-rettslig sammenheng, jf. eksempelvis (noe av) begrunnelsen for å la (EU)EØS- avtalen gi private rettssubjekter rettigheter og forpliktelser, i stedet for kun å rette seg mot medlemsstatene¹¹³. Det kan imidlertid reises spørsmål om dette er nødvendig her, ved siden av børsens varslingsystem, jf. børsforskriften § 12-5.

Spørsmålet kan forankres i forordningens artikkel 9.1 litra e, 2. pkt, som gjør unntak for tilfeller som rammes av ”prospektdirektivet”, jf. direktiv av 4. november 2003/71/EF¹¹⁴. Da dette på skrivende tidspunkt ikke er trådt i kraft vil vurderingen her knytte seg til en de lege ferenda vurdering, se pkt. 3.9.2.

3.8.3 Lengden på stabiliseringsperioden

Det vises her til drøftelsen ovenfor, jf. pkt. 3.6.3. Forutsatt at emisjonsprisen er fastsatt, så blir spørsmålet hvor lang er fristen for utøvelse av stabiliseringsperioden?

Reglene i forordningens artikkel 8.1 danner utgangspunktet; ”stabilisation shall be carried out only for a limited time period”.

Da forordningen tar utgangspunkt i tidspunktet for offentliggjørelsen må dette bero på at varslingsplikten om at kursstabiliserende tiltak vil kunne bli anvendt faller senest sammen med dette tidspunkt, jf. forordningens artikkel 9.1 litra e jf. a. Når varslingsplikten inntreer, og tidsfristen begynner å løpe, vil bero på hva slags finansielt instrument man står ovenfor.

For aksjer eller ”securities ezuivalent to shares” som omsettes på verdipapirmarkedet, vil tidsfristen utløpe senest 30 kalenderdager etter transaksjonene på markedet ble iverksatt, jf.

¹¹³ Jf. private rettssubjekters håndhevelse anses å gjøre EØS- avtalen mer effektiv.

¹¹⁴ Direktivet har resultert i endringer i vphl. § 5-1, samt lovendring ved lov av 10. juni 2005 nr. 42, men denne har ikke trådt i kraft, jf. Materialsamling s. 360.

artikkel 8.2, 1. pkt. I 2. pkt. åpnes det for en friststart på tidligere tidspunkt dersom aksjen kan tegnes, eller omsettes, jf. artikkel 8.3, på et tidligere tidspunkt. Fristens lengde vil for øvrig være lik 1. ledd.

For obligasjoner som ikke kan konverteres til aksjer, jf. artikkel 8.4, oppstiller forordningen en frist knyttet til tidligst av to følgende tidspunkter; 30 kalenderdager etter selger/utsteder(ne) mottok overdragelsesvederlaget eller 60 dager etter overtildelingen av verdipapiret.

3.9 "Organized"

Gjennomsiktighet har nær sammenheng med kontrollbehovet. Som nevnt under hensyn, jf. pkt. 1.6.4. følger det av juridiske litteratur at selve oppdagelseshyppigheten har en viss preventiv effekt¹¹⁵, noe som vil kunne motvirke markedsmanipulasjon, jf. vphl. § 2-8. Dette forutsetter et effektivt kontrollorgan. Den nærliggende problemstillingen blir her relatert til kompetansefordelingen mellom Oslo Børs og Kredittilsynet.

3.9.1 Kravet til kontrollorganene

I følge forarbeidene legger Kredittilsynet til grunn at de har det overordnede ansvaret for kursstabiliseringen, jf. forordningens artikkel 9.2, "kompetent myndighet". Kredittilsynet uttaler at "offentliggjøring etter forordningens artikkel 9.3 skal skje på ordinær måte, det vil si i overensstemmelse med børsforskriften kapittel 23, jf. forordningens artikkel 2.5. Det vil si at det ikke er nødvendig med innrykk av annonse i riksdekkende avis¹¹⁶". Etter praksis skal detaljene om kursstabilisering fremkomme av den aktuelle transaksjons prospekt. Videre fremgår det av Kredittilsynets uttalelser at forordningen reiser spørsmålet om hvem som skal ha det operative kontrollansvaret; Oslo Børs eller Kredittilsynet?

Kredittilsynet presiserer (i Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) pkt. 11.4, s. 70/71) at det operative ansvaret vil både innebære kontroll, så vel som kommunikasjon med utsteder og/eller selger(ne), samt rådgivere, både før og etter stabiliseringsperioden. Det avgjørende etter forarbeidene er at det nye prospektdirektivet¹¹⁷ vil regulere forholdet. Da det forut for gjennomføringen av "MAD" var Oslo Børs som er tildelt ansvaret for kontroll av prospekt,

¹¹⁵ Jf. pkt. 1.6.4

¹¹⁶ Jf. Høringsnotat s. 61-62.

¹¹⁷ Direktiv 2003/71/EF av 4. november 2003.

ble ordningen foreslått videreført av Kredittilsynet, inntil prospektdirektivet trer i kraft. Kredittilsynet foreslo videre en forskriftshjemmel i vphl. § 2-12 som skal fungere som en ”sikkerhetsventil” for Departementet, dersom ansvarsdelingen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs ikke finnes hensiktsmessig. Da Departementet samtykket til Kredittilsynets vurdering på dette pkt, blir spørsmålet hvilken kontrollplikt oppstilles for Oslo Børs, mht. kontroll av prospektet.

3.9.2 Kontrollen med emisjonsprospektet av Oslo Børs

Vphl. av 1985 § 9, 3. ledd, 1. pkt. inneholdt en plikt¹¹⁸ for børsstyret til å nedlegge forbud mot emisjoner dersom tegningsmaterialet inneholdt villedende eller ufullstendige opplysninger. Denne plikten ble vurdert ved ny vphl, jf. NOU 1996:2, s. 157, hvor det blir presisert at det er opp til børsens skjønn om forbud skal nedlegges. Kontrollen vil knytte seg til om kravene i asal. § 10-1 og § 10-17¹¹⁹.

Kravet om børsens kontroll av emisjonsprospektet følger nå av vphl. § 5-7. Juridisk teori¹²⁰ argumenterer for at Børsstyret også bør foreta en kontroll med lovligheten av det aktuelle tilbud, men oppstiller ikke noen ”plikt”, jf. ordlyden i vphl. § 5-7, 4. ledd, 1. pkt. ”kan nedlegge forbud”. Teorien anfører videre at dersom (s. 334) ”spørsmålet (om lovlighetskontroll) settes på spissen, er børsen i sin vurdering ikke forpliktet til å innhente råd fra eksterne fagkyndige eller de myndigheter som er satt til å forvalte det aktuelle regelverk, selv om dette i noen tilfeller kan være et naturlig alternativ”.

Konklusjonen er at Oslo Børs ikke har noen plikt til å kontrollere lovligheten av prospektet.

¹¹⁸ Jf. Ryel ”Noen rettslige forhold ved prospekter. Særlig om kravene til prospekter ved aksjeemisjoner”, 1992, s. 65 flg. antar at det er en plikt. Se Tff. nr. 3, 2004 s. 332/333.

¹¹⁹ Børsens kontroll overlapper her til en viss grad Foretaksregisterets kontroll, jf. foretaksregisterloven (fregl.) nr. 78 av 21. juni, 1985, § 5-1, 1. ledd, jf. § 5-2.

¹²⁰ Jf. Tff. nr. 3, 2004, s. 333.

Spørsmålet er om gjennomføringen av ”MAD” endrer dette utgangspunkt? Da det i påvente av det såkalte ”prospektdirektivet” ikke ble foreslått endringer i forarbeidene på dette pkt. vil vurderingen i det følgende være av de lege ferenda karakter.

Det er mulig å se på vphl. § 5-5 som forsøk på overtredelse av § 2-8, jf. hva er grunnen til at prospektet inneholder uriktige eller villedende opplysninger? En slik betraktning tilsier at Oslo Børs bør kontrollere loveligheten av emisjonsopplysningene i prospektet, da dette vil forebygge markedsmanipulering, jf. vphl. § 2-8. Forordningen og ”MAD” ble utarbeidet som følge av manglende effektiv gjennomslagskraft i markedet, jf. effektivitet. Børsens kontroll av lovligheten ville bidra til en mer effektiv håndhevelse av reglene, sml. vphl. § 1-1, ”effektiv”.

Formålet følger av vphl. § 5-5 og børsforskriften § 14-1, hvor investorenes mulighet til å foreta en ”velfundert vurdering” av selskapets ”aktiva, passiva, økonomiske stilling, resultater ... (etc.)”. I forskriftens 2. pkt. oppstiller forbud mot ”villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må¹²¹ tillegges vekt ved spørsmål om å erverve eller avhende selskapet”. Børsens ”lovlighetskontroll” ville kunne bidratt til å øke muligheten for investorene til å fatte en slik ”velfundert vurdering”. Dette harmonerer godt med ”beskyttelseshensynet” ovenfor. Kredittilsynets forskrift, jf. pkt. 2.4, synes imidlertid å gå i en annen retning, jf. § 2-3, som omhandler rapporteringsplikt ved mistanke om mistenkelige transaksjoner kun for verdipapirforetak og kreditinstitusjoner, jf. § 1-1, nr. 3.

På den annen side vil de øvrige markedsaktørene pålegges en varslingsplikt etter vphl. § 2-11, så bør også Oslo Børs kontroll økes til å omfatte en mer inngående lovlighetskontroll av prospektet? Dette må imidlertid avveies mot hensynet til børsens ressurser, samt praktiske hensyn, jf. eks. tidsknapphet, jf. en grundig kontroll er bedre utført i ettertid av Kredittilsynet, men det er lite tvilsomt at en økt kontroll på dette pkt.

¹²¹ Se kravet til årsakssammenheng i vphl. § 2-8, jf. pkt. 2.2.2 og 2.2.3.

ville kunnet bidra til å redusere overtredelsene av vphl. § 2-8 for fremtiden. Hva som blir den endelige løsningen vil framtiden vise, men gode grunner vil tale for en økt lovlighetskontroll av Oslo Børs på dette punkt, jf. også ”beskyttelseshensynet”, (jf. pkt.1.6.6).

4 Litteraturliste

4.1 Lovtekst

Asal.	Lov om allmennaksjeselskaper, av 13. juni, nr. 45, 1997.
Asl.	Lov om aksjeselskaper, av 13. juni, nr. 44, 1997
Avtl.	Lov om avtaler, av 31. mai, nr. 4, 1918.
Børsl.	Lov om børsvirksomhet, av 17. november, nr. 80, 2000.
Forordning(en).	Forordning (EF) nr. 2273/2003.
EMK	Lov om europeiske menneskerettighetskonvensjon av 21. mai, nr. 30, 1999.
EØS-avtalen.	Lov av 27. november, nr. 109, 1992.
Fregl.	Lov om foretaksregistrering, av 21. juni, nr. 78, 1985.
Kjl.	Lov om kjøp av 13. mai, nr. 27, 1988.
Kredl.	Lov om tilsyn av kredittinstitusjoner, av 7. desember, nr. 1, 1956.
Sel.	Lov om ansvarlige selskaper, av 21. juni, nr. 83, 1985.
Strl.	Den alminnelige borgelige straffelov, av 22. mai, nr. 10, 1902.
Vpfl.	Lov om verdipapirfond, av 12. juni, nr. 52, 1981.
Vphl.	Lov om verdipapirhandel, av 14. juni, nr. 61, 1985. (Opphevet).
Vphl.	Lov om verdipapirhandel, av 19. juni, nr. 79, 1997.

4.2 Forarbeider

NOU 1996:2	Norsk offentlig utredning.
NOU 2003:15	
Ot.prp. nr. 12, 2004-2005	Odelstingsproposisjon.
Ot.prp. nr. 29, 1996-1997	
Inst.O. nr. 38,	Innstilling Odelstinget.

4.3 Forskrifter

Børsforskriften, Forskrift av 17. januar, nr. 30, 1994.

Forskrift om mistenkelige markedstransaksjoner. Forskrift av 1. juli, nr. 785, 2005.

4.4 EUs direktiver og forordninger

”Forordning(en)”.	Kommisjonsforordning (EF) nr. 2273/2003.
”Innsidedirektivet”.	Direktiv 89/592/EØF, av 13. november 1989.
”Investordirektivet”.	Direktiv 2003/125/EF, av 22. desember 2003.
”ISD-direktiv (I)”.	Direktiv 93/22/EØF, av 10. mai, 1993.
”ISD-direktiv II”	Direktiv 2004/39/EF, (FIMD). Avløser ISD I
”MAD”.	Direktiv 2003/6/EF, ”Market Abuse Directive”,
”Prospektdirektivet”.	Direktiv 2003/71/EF, av 4. november, 2003.
Råddirektiv.	Direktiv 1997/9/EC, av 3. mars 1997.
”Transparency”.	Direktiv 2004/109/EF, av 15. desember 2004.

CESRs anbefaling av april 2002, ”stabilisation and Allotment –an European Supervisory Approach”(CESR/02-020b).

4.5 Annet

”CESR”.	Committee of European Securities Regulators. (Tidligere FESCO).
”EMD”.	Den Europeiske Menneskerettighetsdomstol.
”EMK”.	Den Europeiske Menneskerettighetskonvensjon.
”FESCO”	Forum of European Securities Commission.
”FSA”.	Financial Services Authority.
”Kommisjonen”.	Den Europeiske menneskerettskomisjon.
”Rådet”.	EU-rådet.
”SEC”.	U.S. Securities and Exchange Commission.
”Tilsynet”.	Kredittilsynet.

4.6 Rettspraksis

Rt. 1993 s. 564, ”fulltegningsgaranti avgjørelsen”.

Rt. 1996 s. 243, ”Kursgaranti”.

RG 2004 s. 833.

4.7 Tekniske & elektroniske henvisninger

<http://www.okokrim.no/>

<http://www.sec.gov>

<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8511.htm>

<http://www.fsa.gov/>

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm

<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp78.pdf>

4.8 Juridisk litteratur

Andernæs: Andernæs, Mads Henry "Aksje- og allmennaksjeselskap", 1. utgave. Oslo 1998. ISBN 82-91064-12-1.

Bergo: Bergo, Knut "Børs og verdipapirrett", 1. utgave. Oslo 2004. ISBN 82-02-21851-9.

Eckhoff/Helgesen: Eckhoff, Torstein og Helgesen, Jan "Rettskildelære", 5 utgave, Oslo 2001. ISBN: 82-518-3988-2.

Eskeland: Eskeland, Ståle "strafferett", 1. utgave. Oslo 2000. ISBN 82-02-19692-2.

Kommentarutgave: Verdipapirhandelslovens Kommentarutgave, 1 utgave, Oslo 2002. ISBN 82-15-00142-4.

Materialsamling: Christiansen, Erling "Materialsamling i Børs og verdipapirrett", 1. utgave. Advokatfirmaet Schjødt AS, 2005. ISBN 82-92697-00-4.

Slettan/Øie: Slettan, Svein og Øie, Toril Marie "Forbrytelse og straff". 1. utgave. Oslo 1997. ISBN 82-518-3515-1.

Sæbø: Sæbø, Rune "Innsidehandel med verdipapir". Bergen 1995. ISBN 82-7674-162-2.

TfF: Christiansen, Erling, "Tidsskrift for forretningsjuss", nr. 1, 2004, årgang 10.

TfF: Rogdaberg, Bjarne, "Tidsskrift for foretningsjuss", nr. 3, 2004, årgang 10.

<http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/VALSPE10/>

5 Lister over tabeller og figurer m v

<http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/VALSPE10/>