



Handelshøyskolen BI

GRA 19703 Master Thesis

Thesis Master of Science 100% - W

Predefinert informasjon

Startdato:	16-01-2022 09:00	Termin:	202210
Sluttdato:	01-07-2022 12:00	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	T		
Flowkode:	202210 10936 IN00 W T		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Navn: Helene Ragg og Felicia Astroza Pettersen

Informasjon fra deltaker

Tittel *: I hvilken grad passer det eksisterende rammeverket for markedsmanipulasjon på aktiviteter som foretas i sosiale medier?

Navn på veileder *: Morten Kinander

Inneholder besvarelsen
konfidensielt
materiale?:

Nei

Kan besvarelsen
offentliggjøres?:

Ja

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)
Gruppenummer: 212
Andre medlemmer i
gruppen:

**Masteroppgave ved
Handelshøyskolen BI**

*- I hvilken grad passer det eksisterende rammeverket for
markedsmanipulasjon på aktiviteter som foretas i sosiale
medier? -*

Veileder

Morten Kinander, Ph.D.

Studieprogram

Master of Science i forretningsjus og økonomi

Eksamenskode

GRA 19703 - Master Thesis

Oslo, 28 juni 2022

*Denne masteroppgaven er en del av MSc studiet ved
Handelshøyskolen BI. Skolen og samtaleobjektene tar ikke ansvar
for metodene som er anvendt, resultatene som er fremkommet og de
konklusjoner som er gjort.*

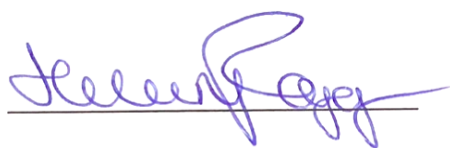
Forord

Denne oppgaven er en avsluttende del av vårt tverrfaglige masterstudium i økonomi og forretningsjus ved Handelshøyskolen BI Oslo.

Fordypningen i finansieringsrett har bidratt med økt kunnskap og interesse for den europeiske integrasjonen av verdipapirmarkedene. Mastergraden har vært utfordrende, men lærerik og kilden til interessen for verdipapirmarkedet. Likevel har studiet gitt oss et unikt tverrfaglig grunnlag som gjør oss i stand til å vurdere omfattende utfordringer i større grad. Etter å ha gjennomført et år på masteren, fant vi allerede ut sommeren 2021 hvilket område vi ønsket å fordype oss i. Vi ble mer nysgjerrige på det europeiske regelverket tilknyttet markedsmisbruk gjennom faget “kapitalmarkedsfinansiering” som vi studerte samtidig med at forordningen trådte i kraft i norsk rett. Regulering av verdipapirmarkedet er helt avgjørende for å skape tillit til markedets funksjoner og aktører, slik at det finansielle systemet kan opptre effektivt, stabilt og verdiskapende. Vi fikk tidlig hjelp av Finanstilsynet med en avgrensning og innspill til et første utkast på en problemstilling. Siden utviklingen av sosiale plattformer har ført med seg nye utfordrende måter å oppmuntre til aksjehandel på, ble dette et spennende og aktuelt område å undersøke videre. Området vi har undersøkt balanserer både et juridisk og et finansielt perspektiv, som er to sentrale felt i vår tverrfaglige mastergrad.

Vi var heldige da vi fikk Morten Kinander som veileder etter å ha avgrenset vår problemstilling. Vi vil takke han for hans bidrag og innspill til avhandlingen, samtidig som vi har satt stor pris på de utfordringer han har gitt oss underveis. Vi ønsker også å takke gode støttespillere som har lest korrektur, og aktører fra det norske og svenske næringslivet som har tatt seg tid til å prate med oss.

Oslo, 28. juni 2022



Helene Ragg



Felicia Astroza Pettersen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	1
FORKORTELSER	2
KAPITTEL 1 – INNLEDNING	3
1.1 - FORSKNINGSMÅL	3
1.2 - MOTIVASJON	3
1.3 - LITTERATURGJENNOMGANG	4
1.4 - MANGEL PÅ LITTERATUR	5
1.5 - AVGRENSNING AV PROBLEMSTILLINGEN	6
1.6 - METODEDEL	6
1.6.1 - Forskningsdesign & primær og sekundærdata.....	7
1.7 - FORDELER OG UTFORDRINGER VI HAR MØTT UNDERVEIS.....	8
1.8 - OPPGAVENS DISPOSISJON	9
KAPITTEL 2 - BAKGRUNN	10
2.1 INNLEDNING	10
2.2 INFORMASJONSBASERT ATFERD	10
2.3 SOSIALE MEDIER OG HANDELSAPPER SOM INFORMASJONSKANAL	12
2.4 LOVLIG KURSPÅVIRKNING	15
2.5 INFLUENSERE VS. FINFLUENSERE	16
2.6 FINFLUENSERES PÅVIRKNINGSKRAFT.....	19
2.7 YTRINGER AV EGNE MENINGER	21
2.8 ELON MUSK - VERDENS MEST EFFEKTIVE PÅVIRKER.....	22
2.9 ENDRINGER I INFORMASJONSPREDNINGEN	24
2.10 “HAUSINGEN” AV GAMESTOP SOM EKSEMPEL	26
2.11 BEKYMRINGER FRA NORSKE AKTØRER.....	29
KAPITTEL 3 - DET JURIDISKE GRUNNLAGET	29
3.1 HENSYNET OG FORMÅLET TIL REGULERINGEN AV MARKEDSMISBRUK	29
3.2 MARKEDSMISBRUKSFORORDNINGEN (MAR).....	31
3.3 OVERSIKT OVER REGELVERKET	32
3.4 FORBUDSBESTEMMELSEN MOT MARKEDSMANIPULASJON - ART. 15	32
3.5 DEFINISJONSBESTEMMELSEN - ART. 12 NR. 1 OG UNNTAKSBESTEMMELSEN - ART. 13	33
3.5.1 Virkningsbasert regime med to subjektive kriterier.....	34
3.5.2 Informasjonsbasert atferd - art. 12.1 c)	35
3.5.3 Art. 12.1 b) og vedlegg 1B.....	37
3.6 “LIKELY TO” TIL “EGNET TIL”	38
3.7 EN AV FORBUDETS KJERNEEKSEMPLER - ART. 12.2 D).....	39
3.8 RETTSPRAKSIS.....	40

3.9 ESMA'S UTTALELSER	42
3.10 YTRINGSFRIHETEN OG MAR ART. 12. 1 c).....	43
3.11 FINANSTILSYNETS ADMINISTRATIVE SANKSJONERINGSMYNDIGHET	43
KAPITTEL 4 - DISKUSJONEN.....	44
4.1 INNLEDNING	44
4.2 KATEGORISERING AV FORMIDLERNE.....	45
4.3 AKTIVITETER SOM GIR LOVLIG KURSPÅVIRKNING.....	46
4.3.1 Forskningsspørsmål 1	46
4.3.2 “Hausing” og spekulasjoner av fremtidige kurser.....	46
4.3.3 Publiserte innlegg uten risiko for markedsmanipulasjon	50
4.3.4 Kunstig oppblåsing av kursen til GameStop aksjen.....	52
4.4 AKTIVITETER SOM KAN UTGJØRE MARKEDSMANIPULASJON	56
4.4.1 Forskningsspørsmål 2 og 3.....	56
4.4.2 Feilprising som en konsekvens av desinformasjon.....	56
4.4.3 Ytringsfrihetens rolle på sosiale medier.....	58
4.4.4 Publiserte innlegg med risiko for markedsmanipulasjon	60
4.4.5 Samarbeidende “pump & dump” i sosiale medier.....	63
4.4.6 Finfluensere bak lukkede digitale møterom	67
4.5 BEGRENSNINGER	72
5. KONKLUSJON.....	73
5.2 FORSLAG TIL VIDERE UNDERSØKELSER.....	75
6. LITTERATURLISTE.....	77

Sammendrag

Vi har i denne oppgaven sett nærmere på om aktiviteter på sosiale plattformer kan rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon på verdipapirmarkedet.

Den 1. mars 2021 ble markedsmisbruksforordningen implementert i norsk rett og er en viktig kilde i drøftelsen av grensedragningen mellom en lovlig og ulovlig kurspåvirkning, men også for om aktivitetene som utspilles på nettet passer inn under rammene til forbudet. Regelverket skal forebygge markedssvikt ved å sikre integrerte, effektive og velfungerende verdipapirmarkeder i Europa.

I takt med den digitale utviklingen har bruken av ulike sosiale plattformer blitt en sentral kilde til informasjonsformidling på verdipapirmarkedet. Børsmeldinger og annen offentlig tilgjengelig informasjon, bidrar til å sikre at investorene sitter med et likt informasjonsgrunnlag. Samtidig kan spredning av feilinformasjon på sosiale medier lede til feilprising og uro i markedet. Brukere av slike plattformer kan defineres som influensere og finfluensere, ettersom de kan påvirke individers handlinger og tankemønstre ved å publisere informasjon i sosiale medier.

Finfluensere er et relativt nytt begrep som skiller seg noe fra influensere, fordi deres publiseringer kun omhandler informasjon av finansielt innhold.

Publiseringer i sosiale medier kan medføre at influensere og finfluensere utnytter sin påvirkningskraft for og uten egen vinning. På den måten kan deres formidlingsmetoder kunne omfattes av markedsmanipulasjonsforbudet.

Spredning av villedende og falsk informasjon (desinformasjon) i sosiale medier kan resultere i at handler tas på et feilaktig grunnlag. Flere kursvolatile hendelser som GameStop- skandalen og Twitter meldinger fra Elon Musk, kan bidra til å gi indikasjoner på metoder og omfanget bruken av sosiale medier har fått på finansmarkedet. Siden det er et fravær av norsk rettspraksis på området for vår problemstilling etter implementeringen av MAR, har også svenske domfellelser belyst i hvilken grad influensere og deres påvirkningskraft utgjør en trussel mot aksjekursene på finansmarkedet. Vi ser også på aktiviteter som har sammenheng med en informasjonsbasert “pump & dump”- strategi. Den nyere metoden som er avdekket er de lukkede digitale møterommene, men kan by på usikkerhet i om aktiviteten passer inn under definisjonsbestemmelsen rammer og anser som markedsmanipulerende atferd.

Forkortelser

AMP - Akseptert markedspraksis

EMH - Efficient Market Hypothesis

EMK - Den europeiske menneskerettskonvensjonen

ESA - European Security Academy

ESMA - European Securities and Markets Authority

EU - Den Europeiske Union

EUCFR - European Union Charter of Fundamental Rights

EØS - Det Europeiske Økonomiske Samarbeidsområdet

FOMO - Fear of missing out

IPO - Initial Public Offering

Jf. – Jamfør

MAD - Markedsmisbruksdirektivet

MAR - Markedsmisbruksforordningen

NOU - Norges Offentlige Utredninger

Ot.Prp. – Odelstingsproposisjon

SEC - Securities and Exchange Commission

TRV - Trends, Risks and Vulnerabilities

Vphl. - Verdipapirhandelloven

KAPITTEL 1 – Innledning

1.1 - Forskningsmål

Vi har i denne oppgaven valgt å se nærmere på *“I hvilken grad det eksisterende rammeverket for markedsmanipulasjon passer for aktiviteter som foretas på sosiale medier”*. Vi skal se nærmere på om finfluensere og influensere kan utgjøre en risiko for kursmanipulasjon. Sosiale medier har de siste årene vært en populær metode for deling og innhenting av informasjon på verdipapirmarkedet. En kurspåvirkning kan lede til markedsmanipulasjon, men dette vil ikke nødvendigvis alltid være tilfellet. Siden vår problemstilling tar for seg det nye fenomenet *“finfluencing”*, har vi observert at det foreligger lite litteratur og studier på området.

Hovedproblemstillingen vil besvares ut ifra tre ulike perspektiver. Vi vil undersøke hvordan sosiale medier har en sammenheng med kurspåvirkning, markedsmanipulasjon og finfluencing. De relaterte forskningsspørsmålene som skal underbygge vår hovedproblemstilling er:

1. I hvilken grad kan aktiviteter på sosiale medier lovlig påvirke kursen på en aksje?
2. Når kan kurspåvirkning fra sosiale medier anses som markedsmanipulasjon?
3. Kan finfluensere utgjøre markedsmanipulasjon?

1.2 - Motivasjon

Internett og sosiale medier har alltid vært en del av vår generasjons hverdag. I takt med den teknologiske utviklingen har de digitale mulighetene blitt betydelig utvidet. Vi synes det er interessant å undersøke hvordan publiseringer på sosiale medier påvirker finansmarkedene. Lovgivningen på verdipapirmarkedet har de

siste årene vært nødt til å tilpasse seg de økende forandringene innenfor verdipapirkriminalitet. Ved å tilpasse lovverket til nye fremtredende måter å investere, handle og drive næringsvirksomhet på, vil den enklere kunne bevare tilliten til markedsaktørene, den offentlige forvaltningen og unngå en negativ konkurransevridning gjennom regelverksarbitrasje (Lehmann & Kumpan, 2019). Det er derfor interessant å videre undersøke hvordan og når publisering på sosiale medier kan føre til markedsmanipulasjon og om lovverket passer de aktivitetene som foregår på internettet. Ideen og motivasjonen til innholdet i oppgaven fikk vi tidlig sommeren 2021, og begynte aktivt med innhenting av data allerede desember 2021. I tillegg startet vi samtalene med Finanstilsynet i januar 2022.

1.3 - Litteraturgjennomgang

For å unngå å gjenta eksisterende litteratur, vil denne delen kun gi en kort introduksjon over problemstillingens relevante teori. En mer detaljert redegjørelse vil være integrert i den juridiske metoden i kapittel 3.

Markedsmisbruksforordningen ble implementert i norsk rett 1. mars 2021 og vil være en sentral rettskilde i vår analyse. Markedsmisbruk omfatter, i henhold til taksonomien til europeisk lov (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 644), innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon, jf. MAR art. 1. Vi vil i denne oppgaven studere markedsmanipulasjon i forhold til ulike atferder på sosiale medier. Formålet bak forbudet mot markedsmanipulasjon, er å forhindre at handel sluttes på et feilaktig grunnlag og for å sikre riktig prising i markedet. Hensikten med forordningen er å skape et fullharmonisert og felles administrativt regelverk for alle verdipapirmarkedene i EU og EØS området. Den europeiske reguleringen av finanssektoren er forankret i reglene om det indre marked, og fri bevegelighet av kapital og tjenester.

Overgangen fra MAD (Market Abuse Directive) til MAR (Market Abuse Regulation), medførte at det forelå lite handlingsrom for nasjonale valg ved implementering av den nye forordningen. Samtidig er anvendelsesområdet mer omfattende enn det forestående direktivet og den norske lovgivningen. Integrasjonen av verdipapirmarkedene gir MAR en ekstraterritoriell virkning siden den omfatter handlinger foretatt over hele verden, så lenge det finansielle

instrumentet er innenfor lovens anvendelsesområde (Borchgrevink & Bakken, 2017). Markedsmisbruk kan skade et lands økonomiske vekst og tilhørende markedsplass. Derfor har implementeringen av MAR i Norge vært viktig for å forhindre mulig regelverksarbitrasje, jf. fortale premis 4 i MAR. Det felles regelverket skal også sikre at aktørene har tillit og tilgang til effektive og velfungerende markeder, jf. art. 1.

ESMA, tilsynsorganet på verdipapirmarkedet i EU (ESMA, u.å.), består av tilsynssjefer fra alle EØS-medlemslandene. Mot slutten av 2021, gav ESMA ut en uttalelse der de fremhevet risikoen for økt investor-tap ved prissvingninger. Det ble pekt på risikoen knyttet til markedsmisbruk basert på meningsutvekslinger, uformelle anbefalinger, og deling av innhold på sosiale og uregulerte online plattformer (ESMA, 2021a). ESMA opplever den økte handelen fra oppmuntringer og uttalelser på sosiale medier som en trussel for investorbeskyttelsen (ESMA, 2021c). Tilsynet viser med dette til eksempler på amerikanske aksjer som opplever store kurssvingninger basert på informasjon delt på sosiale medier (ESMA, 2021a). I utgangspunktet skal markedene ha robuste rammer til selv å kunne gi en effektiv ressursallokering, slik at myndighetene kun skal regulere for å avhjelpe markedssvikt. I takt med en stadig økende internasjonalisering av verdipapirmarkedene og kommunikasjonskanalene, vil en liten forstyrrelse på det utenlandske markedet, fort kunne forplante seg til å bli en utfordring for det norske finansmarkedet.

1.4 - Mangel på litteratur

Finansielle ytringer og tilknyttede aktiviteter på sosiale medieplattformer har vist seg å utfordre de nasjonale tilsynsnemndene. Ettersom vår problemstilling omhandler markedsmanipulasjon på sosiale medier, har vi sett at det er en begrenset mengde med relevante kilder å studere. Vi har likevel anvendt teori fra Mårten Knuts doktorgradsavhandling “Kursmanipulation på värdepappersmarknaden” fra 2010, som var den første monografien om markedsmanipulasjon i Norden da den ble publisert (Knuts, 2010 baksideteksten på boken). Kommentarer til artikler i MAR i “European financial Services Law” fra 2019 skrevet av Lehmann og Kupan, er også benyttet i den juridiske fremstillingen sammen med den relative nye boken til Jonas Myrdal og Jan

Leopoldson "Aktiefusk -var går gränsen? En bok om marknadsmanipulation" fra 2021. Vi har også snakket med Jan Leopoldson i forbindelse med oppgavens problemstilling. Videre har vi supplert med Andri Fannar Bergþórsson's bok "What Is Market Manipulation?: An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context" fra 2018.

Videre foreligger det lite nasjonal rettspraksis på området etter MAR. Vi har derfor benyttet rettsavgjørelser fra Sverige som implementerte MAR i 2016, for å belyse omfanget av problemstillingen. Helt konkrete analyser og empiriske studier på området har vi sett at det eksisterer lite av. Internasjonale masteravhandlinger har vist seg å undersøke den voksende utfordring knyttet til sosiale medier, samtidig som noen bøker knyttet til temaet er utgitt det seneste året. Vi har også sett tilfeller av at internasjonale markedsplasser som Nasdaq, har begynt å samarbeide med analyseselskaper for å overvåke bruken av sosiale medier knyttet til handel på børsen. I takt med den økende aktualiseringen internasjonalt, og ESMA's videre fokus på problemstillingen, vil en ikke utelukke at vi vil være vitne til en større andel av relevant litteratur på området fremover.

1.5 - Avgrensning av problemstillingen

Markedssvikt på verdipapirmarkedet er omfattende, og vi har derfor valgt å begrense oppgaven til å omhandle kursmanipulasjon på verdipapirmarkedet. Ved å analysere kursmanipulasjon, skal vi undersøke påvirkning av aksjekursen gjennom sosiale plattformer. I utgangspunktet kommer vi til å fokusere på det norske verdipapirmarkedet med henvisninger til internasjonale rettsavgjørelser og hendelser i forklaringen av temaene. Etersom kryptovaluta ikke anses som et finansielt instrument dekkes det ikke av MAR eller verdipapirhandelloven, og blir et tema vi derfor utelukker. MAR art. 2 begrenser anvendelsen av markedsmisbruksretten til børsnoterte finansielle instrumenter som ellers er notert på regulerte markeder. Videre vil analysen begrenses til å omhandle aksjer.

1.6 - Metodedel

Forskningsspørsmålene studeres ved bruk av juridisk metode, koblet sammen med

en finansrettslig analyse der vi i oppgaven vil se på kursutviklinger i spesifikke aksjer som har sammenheng med hendelser på sosiale plattformer. Oppgavens forskningsrammeverk utgjør en kombinasjon, av europeisk- og norsk lovgivning med tilhørende underrettsakter og vedlegg, forarbeider, høringsbrev fra Finansdepartementet, ESMA's uttalelser og rapporter, Finanstilsynets webinar og innlegg, juridisk litteratur, nordisk rettspraksis, Nasdaqs artikler, tidligere undersøkelser og avhandlinger, avisartikler, SECs rettsavgjørelse, dokumentarer om kjente hendelser og samtaler med ulike aktører fra det norske og svenske næringslivet. Oppgavens hovedfokus er å prøve å redusere kunnskapsgapet, og gjøre relevant informasjon mer tilgjengelig.

Analysen vil basere seg på finansielle data fra både det europeiske og amerikanske markedet. Den rettslige analysen vil bestå i å beskrive og presentere problemet med relevante emner, redegjøre for rettskilder og anvende lovgivningen på forskningsspørsmålene som undersøkes for å kunne konkludere. Undersøkelsen vil imidlertid ikke utelukkende være en rettsdogmatisk analyse, men en undersøkelse av i hvilken grad det eksisterende rammeverket for markedsmissbruk passer for aktiviteter som foretas på sosiale plattformer.

1.6.1 - Forskningsdesign & primær og sekundærdata

Vår datainnsamling består hovedsakelig av sekundærdata. Vi har brukt en kvalitativ tilnærming for å utforske, beskrive og forklare. Formålet med oppgaven er å utforske hvordan markedet vurderer og forholder seg til reglene om markedsmanipulasjon og om "*finfluencing*" utgjør en trussel for verdipapirmarkedet. Derfor anser vi den utforskende metoden å være mest hensiktsmessig. Den utforskende undersøkelsen har et bredt fokus innledningsvis som etter hvert innsnevres og konsentreres til å se på "*finfluencing*" til slutt. De øvrige metodene, beskrivende og forklarende, benyttes i den juridiske metoden der problemet presenteres, redegjøres og konkluderes.. Dette kan oppfattes som generaliserende, så for å styrke oppgaven ytterligere tenkte vi først å benytte kvalitative, semi-strukturelle intervjuer av sentrale aktører, som oppgavens primærdata. Men vi fant fort ut at svarekvenser ikke ville være like bidragsytende som samtaler kunne være. Samtaleformen tok likevel for seg noen forhåndsplanlagte spørsmål, med oppfølgende spørsmål for å undersøke de

svarene som ble gitt. Dermed kunne samtalerne ligne på et semi-strukturert intervju (Robson & McCartan, 2011) Samtalerne var basert på markedsaktørenes subjektive oppfatninger av området og vil ikke nødvendigvis alene være tilstrekkelig, men sette oss i stand til å få en forståelse av hvordan erfarne forvaltere, analytikere, finfluensere og den norske og svenske tilsynsmyndigheten opplever problemet.

Vi har dermed valgt å utelukke en intervjuguide og protokoll fra vedleggene fordi vi sluttet med å gjennomføre møtene i samtaleform. Vi fikk godkjenning til opptak av samtalerne på forhånd, og vi sendte over avhandlingen på e-post til alle aktørene for godkjenning til refereringene i teksten. Forberedelsene i forkant av samtalerne var lik, men vi justerte noen av spørsmålene ut fra hvem respondenten var. Etter samtalerne transkriberte vi det som ble sagt for å enklere kunne anvende dette i oppgaven. Aktørenes uttalelser er markert i kursiv i egne avsnitt så det enklere fremkommer for leseren av oppgaven. Samtalerne har vært med aktører som har lang erfaring på verdipapirmarkedet og som kjenner til "*finfluencing*" fenomenet. Finanstilsynet, en analytiker fra Nordnet, forvaltere i Sissener AS, svenske Ekobrottsmyndigheten og en finfluenser på Instagram som deler finansiell informasjon, ble oppgavens samtalepartnere. Samtalerne ble holdt (en-til-en) mellom oss og respondenten. Verktøyene som er brukt var Skype, Zoom og Teams som følge av covid-19 pandemien og geografiske forskjeller. Vi fikk likevel til et fysisk møte med analytikeren til Nordnet på kontoret deres i Akersgata i Oslo. Dette var veldig nyttig da vi samtidig fikk møte andre på kontoret som også kunne gi innspill til datainnsamling. Det er benyttet sekundærdata for å identifisere det som fremkom av primærdata fra samtalerne. Ved valget av hvem som skulle kontaktes la vi vekt på tidligere arbeidserfaring, men også faglig kompetanse slik at samtalerne i størst mulig grad kunne bidra til diskusjon og analyse av oppgavens problemstilling.

1.7 - Fordeler og utfordringer vi har møtt underveis

Underveis i arbeidet har vi støtt på både vanskeligheter og positive opplevelser. Det å være kildekritisk vil alltid være avgjørende ved vurderingen av troverdigheten av informasjonen man leser. Dette gjelder spesielt for vår oppgave siden problemstillingen er såpass ny. Vi kom tidlig i kontakt med relevante

personer innenfor tilsynsmyndigheter og investor-bransjen. Med et såpass nytt og dagsaktuelt tema, opplevde vi at det var mange som ønsket å bidra etter beste evne, samtidig som andre ikke svarte. Andre utfordringer vi har støtt på er at aktørene ofte har en hektisk hverdag og dårlig med tid til å gi rask respons. Dette har ført til enkelte forsinkelser i vår fremdriftsplan som vi kontinuerlig oppdaterte og arbeidet ut fra siden desember 2021. Vi så det som mest ønskelig å kunne gjennomføre fysiske samtaler, men ser likevel også fordelene ved et digitalt møte da vi hadde en respondent lokalisert i Trøndelag.

1.8 - Oppgavens disposisjon

Den rettslige analysen vil ta utgangspunkt i forskningsspørsmålene for å kunne svare på hovedproblemstillingen som er presentert innledningsvis.

Oppgavens *kapittel 2* vil presentere og beskrive de relevante elementene ved problemstilling. Videre redegjør vi for relevante rettskilder i oppgavens *kapittel 3*.

Forskningsspørsmålene er ment å besvares gjennom funn ut fra redegjort teori og virkelighetsbaserte internasjonale saker sammen med primærdata fra samtalene i det påfølgende *kapittel 4*. Her vil forskjellene i hva som angår forskningsspørsmålene tydeliggjøres fra det som er presentert i avhandlingens andre kapittel, men også ses i sammenheng. Egne meninger om sammenhengen mellom funn og lovgivningen vil bli drøftet. Begrensninger i oppgaven blir påpekt avslutningsvis i *kapittel 4*.

En sammenstilling av funnene og del-konklusjonene fra *kapittel 4*, vil fremkomme under *punkt 5* i oppgavens hovedkonklusjon.

KAPITTEL 2 - Bakgrunn

2.1 Innledning

Formålet med dette kapitlet er å gi en beskrivelse av ulike elementer ved oppgavens problemstilling. Kapittel 3 vil så gi en redegjørelse av de relevante juridiske rettskildene.

Den teknologiske utviklingen har preget effektiviteten og mulighetene i næringslivet. De sosiale plattformene, som kom i lys av det digitale skiftet, har lagt til rette for et digitalt investeringsmiljø og økt informasjonsflyt på finansmarkedet. Påvirkningskraften fra sosiale medier kan føre til at flere investerer i aksjemarkedet, framfor å la pengene stå i banken. Hensikten med å investere sparepengene er å dra nytte av den verdiutviklingen som er i verden, og kan være et godt alternativ for å oppnå bedre avkastning. Ved at verdipapirmarkedet blir mer likvid gjennom investeringene i aksjer, kan dette generere samfunnsøkonomiske gevinster i form av økt sysselsetting i takt med selskapenes utvikling. Sosiale medier bidrar til en global promotering av aksjer og selskaper som både er bra, men som på en annen side kan utnyttes i forsøk på kursmanipulering. Markedsmanipulasjon anses spesielt som en stor trussel mot tilliten til verdipapirmarkedet og mulighetene til å gjøre gode investeringer (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 21). Tilliten til verdipapirmarkedet presenteres som en av de viktigste mekanismene for at investorene skal ønske å investere. For at tilliten skal opprettholdes, er riktig prising av finansielle instrumenter en viktig forutsetning (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 21 ff.). Dette drøftes videre under punkt 4.4.2.

2.2 Informasjonsbasert atferd

Markedsmanipulasjon kan skje gjennom en transaksjonsbasert eller informasjonsbasert metode. Vi avgrensner undersøkelsen til å gjelde informasjonsbasert atferd der spredning av villedende og falske opplysninger (desinformasjon) gjennom sosiale medier er egnet til å påvirke kursen på børsen. Informasjonsspredningen gjennomføres gjerne av profiler som allerede eier noen av aksjene de uttaler seg om, men er ikke en forutsetning for å omfattes av

forbudet. Planen kan være å selge aksjene på et senere tidspunkt som følge av at informasjonen har generert en økt etterspørsel og pris. Å begå markedsmanipulasjon gjennom spredning av desinformasjon kan være mer utbredt i dag, enn manipulasjon gjennom handel (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 123). Derfor kan en anse spredning av informasjon som en mer skadelig form for markedsmanipulasjon.

Det som nå er presentert kan betraktes som en “pump & dump” strategi. Dette er en type bedrageri der det forsøkes å oppnå en kunstig inflasjon av prisen (pump) på en aksje, og som vanligvis anses som en ordre-strategi der selve transaksjonene virker manipulerende. I denne oppgaven anvender vi strategien ved å forklare en “*informasjonsbasert pump & dump*” som foregår på sosiale plattformer. Det manipulerende element ved strategien er selve informasjonen som deles og ikke transaksjonene i seg selv. Når aksjene selges ved ønsket prisnivå, faller gjerne kursen (dump) fordi flere selger seg ut i frykt for en synkende kurs. De øvrige investorene kan miste en betydelig andel av sin investering som følge av “dumpen” (CFI, u.å.). Det er ikke uvanlig å blåse opp verdiene ved å lage rykter om gode kontrakter, kvartalstall og analyser. Det nevnes sjeldent om risikoen tilknyttet til investeringen, kun det positive (Nielsen, 2021). Vi har sett at måten mange av innleggene på sosiale medier generelt formuleres på er styrt av uttrykket “*survivorship bias*”. Slike innlegg har en tendens til å utelukkende fokusere på suksessen ved å investere, framfor feil og potensiell risiko (Chen, 2021). En bevisst utelatelse eller unøyaktig rapportering kan skape et villedende signal for mottakerne og få investorer til å kjøpe seg inn i en aksje de ellers kanskje ikke ville kjøpt. Daglig leder i stiftelsen AksjeNorge har merket seg at særlig sparehorisont og informasjon om risiko ofte blir “glemt” i sosiale medier. Sammen med aksjonærene, blir utstederne også skadelidende gjennom en svekket tillit til de opplysninger som er tilgjengelige om deres selskap. Dette kan svekke deres mulighet til å sikre kreditt fra andre markedsaktører til finansiering av deres virksomhet, og vil være svært ødeleggende. Feilinformasjon om forhold det ikke er informasjonsplikt på, kan også tenkes å omfattes av forbudet. Eksempler på dette kan være egne planer om transaksjoner, som vi skal se på senere i oppgaven i forbindelse med uttalelsene til Elon Musk om hans planer om å kjøpe Tesla.

Vi kommer tilbake til informasjonsbasert markedsmanipulasjon i den juridiske redegjørelsen under punkt 3.5.2. Under neste punkt presenteres hvilken effekt sosiale medier og handelsapper kan ha på kursen til en aksje.

2.3 Sosiale medier og handelsapper som informasjonskanal

Sosiale plattformer har blitt en populær kilde til generell informasjonsformidling og grunnlag for investeringsbeslutninger for nye og unge investorer. Det deles ofte på Twitter, Discord, Instagram og Reddit (Konrad, 2021), og tiden vi bruker på sosiale medier øker i takt med årene. Aldersgruppen mellom 16 og 64 år bruker i gjennomsnitt 145 minutter om dagen på sosiale medier i 2021 og 147 minutter i 2022, som er en betydelig økning fra 90 minutter i 2012 (Statista, 2022). Sosiale nettverk og utveksling av erfaring i sosiale medier bidrar til å endre måten utstedere, meglerhus og investorer tilegner seg informasjon på. Kilder viser til at ca $\frac{2}{3}$ av den norske befolkningen bruker sosiale plattformer i og utenfor næring (Pedersen, 2014). Videre ser vi at 80% av de institusjonelle investorene benytter sosiale medier i sitt arbeid, hvorav 30% av de sier at informasjonen som er hentet fra sosiale medier har skapt grunnlag for en investeringsbeslutning (Liselottew, 2021). Samtidig sier 34% av de private investorene at de minst en gang har endret investeringene sine etter kunngjøringer de har kommet over på sosiale plattformer (Liselottew, 2021). Dette viser aktualiteten og betydningen sosiale medier har fått for finansmarkedene, ettersom plattformene virker å styre mye av beslutningene som tas.

Vi har også lagt merke til at mange av de yngre investorene bruker sosiale medier til å se på mulige investeringer. Ca. 35% mellom 18–34 år uttrykte dette i en undersøkelse foretatt av CNBC (Fox, 2021). I tillegg har nye finansielle emneknagger på plattformen TikTok økt i eksponeringer. Hashtaggen “*fintok*” fikk 304 millioner visninger bare i november i fjor (Feratovic et al., 2021). Dette belyser mangfoldet av personer som mener noe om penger og investeringer, og hvor mange som ønsker å oppsøke informasjon. Tall fra Medietilsynet i 2020 viser at 65% av brukerne på TikTok er mellom 9 og 18 år (Meisingset et al., 2021). Dette gir også en indikasjon på hvilken målgruppe som eksponeres for innholdet. Det ser ut som at bruker majoriteten befinner seg i en utsatt og sårbar fase i livet. Barn har som regel ikke utviklet den kritiske holdningen til

informasjon i like stor grad som eldre. For kort tid siden innførte TikTok også et forbud mot finansiell informasjonsdeling som et tiltak for å hindre at unge og uerfarne skulle bli et “offer” for tvilsom informasjon. (Meisingset et al., 2021). Ser en på deres tiltak opp mot ESMA's risikoreporter TRV (“Trends, Risks and Vulnerabilities”), vil TikToks initiativ være et forsøk på å forhindre en videre utvikling av villedende informasjonsspredning på deres plattform.

I tillegg til den hyppige bruken av sosiale medier, har også en tredjedel av børsens private aksjonærer begynt å handle aksjer de tre siste årene. I 2020 kom det over 91 000 nye aksjonærer og i 2021 over 68 000 (AksjeNorge, 2022). Antallet av investorer som eier aksjer har økt fra over 360 000 aksjonærer i 2018 til over 544 000 i 2021 (AksjeNorge, 2022). Økningen er ikke bare noen marginale tall, men en kraftig oppgang innenfor flere aldersklasser enn bare den eldre generasjonen. Det er særlig de under 40 år som drar opp veksten (AksjeNorge, 2022). Hva som er årsaken til den kraftige oppgangen, kan skyldes covid-19 pandemien som brøt ut i 2019. Samfunnet fikk stadig strengere tiltak og reguleringer samtidig som den økonomiske aktiviteten for mange selskaper ble raskt redusert i takt med et redusert konsum i husholdningene. Interaksjonen ble i større grad flyttet over til de sosiale plattformene. Mange opplevde også å bli permittert, noe som bidro til et økt fokus på personlig økonomi. Det er derfor ikke utenkelig at flere har søkt seg mot finansielle plattformer i håp om å få gratis økonomisk rådgivning og generere en biinntekt fra verdipapirmarkedet.

Finanstilsynet og Jan Leopoldson fra Ekobrottsmyndigheten mente også i en samtale med oss 4 april og 20 mai 2022 at covid-19 pandemien sannsynligvis var årsaken til at så mange unge investorer de siste årene har fått en økt interesse for finansmarkedet.

Mer tid og lavere kostnader til fritidsbruk kan også være to forklaringer for investerings oppgangen. Innhold på sosiale medier kan spres i høy hastighet av den yngre generasjonen uten redaksjonell vurdering, bakgrunnssjekk av fakta eller tredjeparts filtrering. Uriktige nyheter sprer seg ofte raskt, fordi de yngre har en tendens til å stole mer på nettkilder fremfor hverandre (Warner-Søderholm et al., 2018). Studier undersøkte sammenhengen mellom det raske bredbåndet som kom på plass hos de fleste i Norge i 2010 og aksjehandelen. Det ble avdekket at

aksjehandel i aksjefond på Oslo Børs fikk en større oppgang etter at bredbåndet kom på plass hjemme hos folk (Hvide et al., 2021). Internett vil derfor kunne anses som en mer effektiv metode for informasjonsinnhenting ved aksjehandel og har eksistert i mange år. Med internett og handelsapper blir aksjehandelen mer tilgjengelig og enklere. Norges bank har dessuten et årlig prisvekstmål på 2%, så sparepenger må ha en bankrente på mer enn 2% for å ikke tape seg i verdi. Normalt ligger denne renten i dag på 0,5-1,5% (Revfem, 2021). Så tilgjengeligheten kan bidra til at flere plasserer pengene i markedet i stedet for i banken, ettersom dette kan oppfattes som mer gunstig. ESMA har likevel uttalt en bekymring for at funksjonene på handelsappene, i sammenheng med økt bruk av sosiale medier, kan gi opphav til strategier som pump & dump (ESMA, 2022b). Under kapittel 4 drøftes sosiale medier som et effektivt verktøy for å spre innhold raskt i sammenheng med hvorfor det er viktig å inkludere ulike aktiviteter på sosiale medier i lovgivningen.

Når vi samlet inn data for denne avhandlingen, la vi spesielt merke til et interessant samarbeid mellom det tyske selskapet Stockpulse og internasjonale børser. Samarbeidet går ut på å avdekke “pump & dump” tilfeller, hvor villedende eller falske utsagn i sosiale medier kan relateres til en merkbar kurspåvirkning (Nasdaq, 2019). Dataintelligens og et nettsøkerprogram med logaritmer kobler sammen hvordan emosjonelle reaksjoner henger sammen med markedsbevegelser. Dette gjøres ved å skanne sosiale medier for tusenvis av tweets, likes, omtaler, anbefalinger, kommentarer og delinger for relevante økonomiske emner. De leverer grundige analyser av sosiale medier til europeiske og amerikanske børser, og har særlig et tett samarbeid med Nasdaqs markedsovervåkningsteam (Nasdaq, 2019). Deres arbeid drøftes videre under punkt 4.4.5, opp mot hvordan aktiviteter på sosiale medier bør håndteres. Selv om vi fokuserer på aktiviteter i sosiale medier som kan omfattes av markedsmanipulasjons forbudet, anser vi det viktig å også belyse aktiviteter som har en lovlig kurspåvirkningseffekt. På den måten vil man lettere kunne se hvor grensen til en ulovlig atferd går og er en del av problemstillingens første forskningsspørsmål.

2.4 Lovlig kurspåvirkning

Det er mange forhold som vil bidra til å påvirke aksjekursen. Vanligvis vil en normal påvirkning være delt mellom selskapsrisiko, bransjerisiko og markedsrisiko (AksjeNorge, u.å.), og trenger ikke være en manipulerende kurspåvirkning (Knuts, 2010). Dette kan inkludere reelle uttalelser om utsteders prospekt, regnskap eller børsmelding av personer i ledelsen, styre og grundere.

Andre faktorer som meldinger på Twitter fra offentlige personer kan også utløse en større respons på kursen i negativ og positiv retning (Bergh, 2020, s. 62), uten at det anses som en manipulerende uttalelse. Meldinger fra sosiale medier kan være en risiko som er vanskelig å kvitte seg med og lik for hele markedet. Et eksempel er da Kylie Jenner i 2018 delte en negativ tweet om Snapchat som resulterte i en drastisk prisreduksjon og et tap på 1,3 milliarder dollar. Analyser i etterkant påpekte at det var flere mulige faktorer bak tapet, men det ble antydnet at tweeten hadde en sterk påvirkning (Bizzi & Labban, 2019).

Videre foreligger det en sammenheng mellom resultater fra selskapet og aksjekursen, slik som forventninger til inntjening, produksjon, posisjonering, utskiftninger og etterspørsel i markedet. For å kunne ha et effektivt og velfungerende marked er man avhengig av aktørenes tillit gjennom en løpende informasjonsplikt på børsen. Meldingssystemet på børsen tilrettelegger for at aktørene på markedet får lik tilgang på offentlig tilgjengelig informasjon om forhold og hendelser like raskt, som kan benyttes til investeringsbeslutninger. På den måten vil de kunne foreta korrekte og fullstendige vurderinger, samtidig som offentliggjøringen vil kunne ha en lovlig kurspåvirkning basert på reelle reaksjoner (AksjeNorge, u.å.). Deres informasjonsplikt hjelper også til ved at informasjonen som spres ute på sosiale medier, kan verifiseres opp mot de aktuelle børsmeldingene. Dette kan bidra til å skape en trygghet i markedet om hva som anses som riktig selskapsinformasjon, med forutsetning om at meldingene er reelle og beskriver de faktiske forholdene. Så lenge kurspåvirkende informasjon behandles i tråd med MARs meldingssystem for informasjonsplikt, vil ikke aktiviteten som skaper en effekt på kursen være ulovlig. Vi skal videre drøfte forskjellene mellom legitim og illegal kurspåvirkning under kapittel 4.

Først skal vi redegjøre for skillet mellom hvem som anses som influensere og finfluensere i sosiale medier.

2.5 Influensere vs. finfluensere

Informasjonen som har vist seg å ha en påvirkning på kursen, spres også av formidlere med en viss påvirkningskraft, autoritet og følgerskare. Vi vil i denne oppgaven betegne såkalte “influensere” som en opinionsleder som offentlig ytrer meninger gjennom sosiale medier. På den måten kan de påvirke holdninger og handlinger hos sine følgere (Pihl, 2021). Med en slik tolkning av betegnelsen, kan vi derfor inkludere offentlige personer som ikke nødvendigvis er de man anser som den stereotypiske influenser.

Elon Musk kan betraktes som verdens mest effektive påvirker gjennom sin Twitter konto. Med sitt engasjement, utover å snakke om sine egne selskaper, kontrollerer han en stor del av nettkulturen gjennom sine publikasjoner på kontoen sin. Han uttalte seg også med “*GameStonk*” i forbindelse med Gamestop saken (Walker, 2021). Det viktigste med Musk er hans skrivestil og kommentarer på Twitter, som vi skal se nærmere på i kapittel 4. Transaksjoner han selv foretar kan også ha en effekt på kursen, men vil være avgrenset fra oppgaven.

Andre forvaltere som Jan Petter Sissener uttaler seg også om dagsaktuelle temaer i media. Han kan dermed forstås som en “*influenser*” fordi det han uttaler seg om kan ha en betydning for leserens forståelse av markedet. Dette var også noe to forvaltere i Sissener AS trakk frem i en samtale med oss 21. april angående hvem som kunne betraktes som influensere. Musk og Sissener er to eksempler på personer med en viss autoritet, og som ikke anses som den gjennomsnittlige hobbyinvestoren. De snakker heller ikke isolert om finans og kan derfor ikke betegnes som “*finfluensere*” i samme utstrekning som profiler som bare konsentrerer seg om å dele finansielle råd og informasjon.

Fenomenet “*finfluensere*” består av ordet “*finans*” og “*influenser*”, og omfatter gjerne påvirkere med en stor følgerbase som legger ut informasjon og råd relatert til personlige investeringer (Bøe, 2021). I takt med den økende interessen for aksjemarkedet blant generasjonen under 40 år, som vi presenterte under punkt 2.3,

har gruppen med finfluensere fått et større fokus og selverklærte roller som “finansekspert” på sosiale plattformer (Fykse, 2021). Plasseringer i høy risiko og vekstaksjer synes å være i fokus, uten at informasjonen rundt risikoen fremheves. I denne oppgaven er det viktig å klargjøre om finfluensere egentlig omfattes av forbudsbestemmelsen og regelverket. Det vi så underveis under datainnsamlingen, var at media uttrykte usikkerhet rundt nettopp dette.

Influensere og finansrådgivere er underlagt reguleringer, men det foreligger ingen presiseringer av finfluensere. Media stilte spørsmål til om det forelå eventuelle hull og gråsoner i regelverket vedrørende det nye fenomenet finfluensere, og etterspurte presiseringer og innspill fra Finanstilsynet for å avdekke om det forelå behov for en eventuell innstramning (Schwebs & Nilsen, 2021). En stor del av kommunikasjonen i de sosiale mediene dreier seg ofte om ubetalte og private ytringer om investeringsstrategier og markedstendenser. Finanstilsynets uttalte at dette ikke er underlagt deres tilsyn, uavhengig av ytringens faglige standard (Gjedrem, 2021a). Som andre områder det ytres om i sosiale medier kan dette ha en uheldig påvirkning, så dette må møtes med informasjon, debatt og kritikk. Likevel presiserte Finanstilsynet at det viktige unntaket er at markedsmisbruksregelverket *kan* komme til anvendelse for de tilfeller der det i sosiale medier drives markedsmanipulasjon gjennom spredning av villedende informasjon om aksjer (Gjedrem, 2021a). Dette indikerer at finfluensere i utgangspunktet og på lik linje med andre profiler på sosiale medier, også kan være underlagt regelverket. Lovgivningens ordlyd utelukker heller ikke finfluensere gjennom å bruke “*vedkommende som har utbredt opplysningene ...*”. Spørsmålet ligger forøvrig i hvilke type handlinger begått av finfluensere som kan være underlagt Finanstilsynet. Vi vil i løpet av kap. 4 undersøke mer nøyaktig hvor grensen kunne tenkes å gå for om aktivitetene utspilt av influensere og finfluensere på sosiale medier er underlagt regelverket og dermed Finanstilsynets tilsyn.

Finanstilsynet advarer forøvrig “finfluensere” mot å ukritisk dele analyser og informasjon i sosiale medier. Det er særlig av frykt for at den yngre målgruppen som ikke har spesielt med kunnskap og erfaring (Finanstilsynet, 2021b) ukritisk tar rådene til følge. De advarer også for personer som ikke har den nødvendige

kompetansen eller åpenheten om sine kommersielle bindinger (Fykse, 2021). Dette er noe vi vil komme tilbake til under punkt 2.11.

For å tilegne oppgaven flere perspektiver, gjennomførte vi en samtale 21. april med en finfluenser som heter Hege Lindseth og står bak profilen “Aksjereisen” på Instagram. Hun kjøpte sin første aksje i 2019 og har de siste årene brukt mye tid på å lese om aksjer. Hun ville etterhvert dele sine kunnskaper med andre på nettet og opprettet derfor en profil på Instagram. Med tiden fikk profilen både flere følgere og et større publikum.

“Jeg innså vel med tiden at jeg, med over 9 500 følgere og innlegg som har eksponeringer for over 100 000, kunne kategoriseres som en “finfluenser”.

Hun tilbyr også kurs for 2.700 kroner med oppfølging i etterkant på en annen nettside. Vi observerte at flere finfluensere på Instagram opererer under skjulte kallenavn. I følge Jan Petter Sissener, er personene bak de anonyme kontoene feige og kan drive med markedsmanipulasjon (Fykse, 2021). “Aksjereisen” fortalte selv at hun i starten i et par måneder, delte innlegg på Instagram uten å oppgi navn.

“Intensjonen var ikke å skjule noe da jeg fortsatt delte videoer som viste ansiktet mitt og man kunne høre stemmen min. Jeg tror det hadde en sammenheng med komfortsonen min å gjøre. Det tok noe tid før jeg ville dele fullt navn og bilde av meg selv, som jeg i dag gjør både på Instagram og på vår nettside.”

Videre i samtalene med aktørene og finfluenseren var det en bred enighet i at ordet “finfluenser” er blitt assosiert med mindre kompetente mennesker innenfor feltet finans, som gjerne snakker ren synsing. Ordet ser ut til å ha fått en negativ ladning. Årsaken til dette mener “Aksjereisen” kan ha en sammenheng med hvordan større profilene med større følgerbase tidligere har fremstått i media når de har delt informasjon med sine følgere.

“De har satt en standard for hvordan en finfluenser gjerne opptrer og hva som sies. Et eksempel er hvordan finfluensere bidro i hausingen som ble skapt i media om Rec Silicon aksjen. En offentlig influenser på TikTok som gikk under navnet

“Wolf of bygda” lovte “gull og grønne skoger” i forbindelse med hvor mye aksjen skulle gå opp.”

Hausingen av Rec Silicon aksjen vil bli gjenstand for videre analyse under punkt 4.3.2.

Finanstilsynet har understreket at finfluensere ikke fullt ut er omfattet av deres overvåkingsområde i de tilfeller de gir uttalelser om kjøp og salg av noe annet enn et finansielt instrument, som eksempel krypto (Gjedrem, 2021b). Vi har begrenset fremstillingen, som tidligere påpekt, til å omfatte informasjon om finansielle instrumenter. Likevel benyttes det et par eksempler i oppgavens neste underpunkt som inkluderer kryptovaluta, for å understreke den generelle påvirkningskraften finfluensere har på sine mottakere.

2.6 Finfluenseres påvirkningskraft

“Aksjereisen” og *“Wolf of Bygda”* er to eksempler på finfluenser kontoer som snakker om verdipapirmarkedet (Meisingset, Feratovic & Hartwig, 2021). De publiserer informasjon i tilknytning til egne tekniske analyser på sosiale medier.

Finfluenseren bak kontoen *“Wolf of Bygda”* er blitt mye omtalt i media i forbindelse med hans uttalelser for sine 34 000 følgere. Uttalelsene bestod i hvor enkelt andre kunne tjene like mye penger som han selv gjorde på ulike investeringer. Senere innrømmet han å ha gitt uriktig informasjon om sin formue og sine eiendommer på TikTok. Finfluenseren var heller ikke tinglyst på noen av de syv eiendommene han uttalte seg om. Han mente således at formålet med videoene var å vise hvordan folk kunne tjene penger på andre måter enn en vanlig A4-jobb (Meisingset, Feratovic, Hartwig, et al., 2021). Det er gjerne slike publiseringer med feilaktige opplysninger om sammenhengen mellom livsstiler og investeringer som kan gi feilaktige signaler av selve verdipapirmarkedet og den aksjen det eventuelt er snakk om.

“Aksjereisen” delte også videre hvordan hun opplevde å være i stand til å påvirke noen av sine følgere gjennom å dele hvilke investeringer hun skulle foreta.

“Det kom stadig inn mange spørsmål på Instagram etter jeg hadde publisert innlegg om hvilke aksjer jeg hadde kjøpt. Spørsmålene bestod i hva jeg hadde gjort og hvorfor jeg ikke gjorde ting annerledes. Gjerne kom spørsmålene i etterkant av at jeg på ny hadde meddelt at jeg hadde solgt de samme aksjene. De var for sent ute og hadde allerede tapt masse penger.”

Dette understreket “Aksjereisen” at hun ikke ville være med på. Så derfor deler hun nå kun det hun har investert i fortiden og hvorfor, for å forsikre seg. Hun forteller at hennes formål er å lære publikum tankegangen i analysene, og snakker fortid for å forsikre seg mot å villedde noen økonomisk på hvilken som helst måte. Å publisere sine egne investeringer vil bli videre gjenstand for drøftelse under kap. 4 i grensedragningen for hvilke aktiviteter som er lovlig og ikke.

Både “Aksjereisen” og analytiker Roger Berntsen understreket i samtalene med oss viktigheten av å forstå at det ikke finnes en snarvei for å tjene “de store pengene”. Nøkkelen til suksess er å tilegne seg kunnskap og gjøre egne undersøkelser. Mao. å stole blindt på informasjon som gis på sosiale medier er ikke veien å gå, mente Roger Berntsen.

Likevel finnes det aktører som er mer skeptiske til om finfluensere utgjør den samme trusselen for markedet som de større profesjonelle aktører er i stand til å gjøre.

Analytiker i Nordnet Roger Berntsen påpekte, i en samtale med oss 26. april 2022, at selv om man i dag, i forhold til tidligere, kan nå et større publikum raskere gjennom sosiale medier, så har børsen, med dets selskaper blitt vesentlig større i perioden. Mao. er det ikke gitt at graden av påvirkningskraft fra enkeltindivider, det være seg profesjonelle investorer eller finfluensere, er vesentlig endret den senere tid, mente han.

Med en høyere befolkningsvekst og flere større børsnoterte selskaper i verden, skal det trolig mer til for enkeltindivider å påvirke en utvikling. Analytikeren fra Nordnet ser ikke på problemstillingen med finfluensere og andre offentlige personer på sosiale medier som noe annerledes enn lignende epoker eller perioder tidligere i historien.

“For lenge siden snakket man også om rykter, der offentlige personer kunne påvirke andre med det de sa gjennom folkemunne og andre informasjonskanaler. Vi var også færre som levde før i tiden, så risikoen for å bli lurt av informasjonen man var eksponert for og innvirkningen dette hadde på markedet, kan anses som proporsjonal med den risiko vi har i dag. Det skal mer til å påvirke mange flere mennesker til tross for at vi har informasjonsmidler som effektiviserer spredningen.”

Forskjellen i hvordan informasjonen spres i dag ligger i informasjonskanalene. Før var de ledende lokalavisene VG og Dagbladet. De har ikke den samme verdien i dag etter at Facebook og Twitter tok mye av rollene avisene spilte før i tiden. Vi skal videre drøfte aktiviteter utført av fenomenet “*finfluensere*” i sammenheng med lovgivningen under kap. 4.

I samme grad som at markedsaktørene bruker sosiale medier for informasjonsinnhenting, er dette også en arena for å ytre egne meninger om hendelser, selskaper, estimer og anslag. I oppgavens neste punkt skal vi derfor gjøre rede for ytringsfrihetens rolle ved publisering i sosiale medier.

2.7 Ytringer av egne meninger

Ytringsfrihet, retten mennesker har til å ytre sine meninger, er essensiell for et velfungerende demokrati. Samtidig går rettigheten ut på å gi eller motta informasjon uavhengig av hvilken plattform man benytter. Således kan en offentlig publisering, spredning av villedende feilinformasjon og uforutsigbare handler basert på ren gjetning, lede til manipulasjon av verdipapirmarkedet.

Som vi har påpekt innledningsvis, vil offentlige personer med en stor grad av autoritet og høy følgerskare, også besitte en stor påvirkningskraft. Kjente personer kan raskere nå ut internasjonalt enn mindre kjente influensere. De vil kunne utgjøre en direkte trussel for et selskaps kursutvikling, samtidig som investeringer basert på publiserte meldinger innebærer en stor risiko for retail investorene. Donald Trump er et eksempel på en tidligere twitrer som, i årene før han ble suspendert grunnet hans innhold, publiserte meldinger om sine selskaper som fikk

en betydning for hvilken retning kursene ville bevege seg. Hvis det ble twitret positive meldinger var det som oftest en garanti for at aksjekursen ville stige (Bishop, 2021).

Videre ser vi hvordan en annen sterk påvirker som Elon Musk, benytter Twitter for å ytre sine meninger om behovet for endringer av Twitters retningslinjer. Den 25 mars, 2022 publiserte han en avstemningspoll i forbindelse med hans rolle som Twitters største aksjonær. Innlegget omhandlet hvorvidt selskapet overholdt yttringsfriheten i samfunnet. Musk anså plattformen for å ha en sentral rolle for den internasjonale yttringsfriheten (Milmo & teknologiredaktør, 2022). Vi vil videre redegjøre for yttringsfriheten i punkt 3.10 og drøfte dette under 4.4.3. Elon Musk sine ytringer vil senere bli gjenstand for drøftelser under kap. 4, men hans påvirkningskraft vil presenteres mer inngående i neste punkt.

2.8 Elon Musk - verdens mest effektive påvirker

Noen eksempler på sammenhengen mellom Elon Musks ytringer på sosiale medier og aksjekursen er da han skrev på sin Twitterkonto at Dogecoin var “folkets kryptovaluta”. Kursen steg på dogecoin med nærmere 16% på 20 minutter. Kursen stupte således igjen like etter at Musk delte en bekymringsmelding om utvinning av bitcoin grunnet tilhørende skader på miljøet. Mange investerte i Dogecoin og tapte dermed store summer som følge av Musk sine publiseringer (Liselottew, 2021). Videre ble han beskyldt for å ha bidratt til at prisen på Bitcoin steg betraktelig etter at han annonserte at Tesla hadde kjøpt 1,5 milliarder dollar i Bitcoin.

Det finnes andre metoder på sosiale medier som kan påvirke kursen enn ytringer i seg selv. Musk ble nylig kjent for sin avstemningspoll på Twitter der han ønsket å la følgerne sine avgjøre hvorvidt han skulle selge 10% av sin aksjeholdning i Tesla, som tilsvarte ca 240 milliarder kroner (Paul, 2022). Avstemningsresultatet viste 58% ja. Tesla kursen falt 4,9% da det ble kjent at Musk skulle ettergå det flertallet ville og avstemningen var ferdig (NTB, 2021b). Han solgte nesten 10% av aksjeposten, som utgjorde en verdi på 11,82 milliarder dollar (Aurdal, 2021).

Videre har også andre “Musk-uttalelser” rokket ved kursen på Twitter selskapet. Dagen etter at Musk informerte de amerikanske finansmyndighetene om sitt oppkjøp i Twitter, steg kursen med 27% (Mozée, 2022). Hans aksjehandel på 73 486 938 aksjer, resulterte i at Twitter opplevde sine to største handelsdager noensinne. Sluttkursen steg fra 13 dollar til 52,30 dollar per aksje 5. april (Nordnet, u.å.-b). Vi vil i denne oppgaven fokusere på den informasjonsbaserte siden ved Musk sine handlinger. Vi vil derfor ikke drøfte videre den påvirkningen transaksjonen isolert gir, men tilfellet som er nevnt er en interessant observasjon av en typisk ‘bjellesau’ effekt. Nordnets analytiker Roger Berntsen delte sine tanker om Musks mulige kjøp av Twitter i en samtale med oss 26 april 2022.

“Elon Musks historiske suksess med selskaper som Paypal, SpaceX og Tesla, har gjort han til den han er i dag, verden rikeste (i 2022) og verdens kanskje største ‘bjellesau’. Som storeier og derfor også ‘insider’ i en rekke selskaper, må han trå svært varsomt for å ikke bryte lovverket.”

Personer som Elon Musk må opptre varsomt og ansvarlig når de skal uttale seg i media. Slike personer har en nær tilknytning til selskapet og kan ha en sentral ledelsesrolle. Som oftest vil de sitte på viktig informasjon om det aktuelle selskapet, som kan påvirke aksjekursen ved offentliggjøring. Deres troverdighet er gjerne større når de deler informasjon og det er derfor viktig at deres utsagn ikke oppfattes som villedende eller falsk. Det tyske selskapet Stockpulse, som vi presenterte under punkt 2.3, rangerte profiler i sosiale medier basert på deres omdømme og gjennomslagskraft. I denne settingen fikk Musk tildelt en høy “omdømmerangering” (Nasdaq, 2019). Vi anser det som viktig at profiler med en slik høy rangering har en stor grad av personlig integritet, ved å opptre ryddig og redelig. Samtidig bør man være forsiktig med å uttale seg på en slik måte som vil kunne påvirke og misforstås, nettopp fordi de har en større innvirkning på oppfatningene til andre aktører i markedet.

Musk ble dømt for markedsforstyrrelser i 2018 av de amerikanske finansmyndighetene (SEC- Securities and Exchange Commission) for å ha bidratt til forstyrrelser i Tesla aksjen med falske og villedende tweets. Han balanserer derfor på en knivsegg som en høyt profilert påvirker gjennom sosiale medier. SEC påpekte i etterkant av saken at det stilles større krav til hva som sies og skrives av

personer i lignende posisjoner som Musk (SEC, 2018). Han meddelte på Twitter at han kunne ta Tesla privat for 420 dollar per aksje, som var en betydelig premie i forhold til markedskursen på det tidspunktet. Finansieringen var ifølge Musk sikret, og at det eneste usikkerhetsmomentet var én aksjonærstemme. Dette var opplysninger som viste seg å ikke stemme, da spesifikke avtalevilkår ifølge regulatorerne ikke var diskutert med noen finansieringspartnere (SEC, 2018). Tesla-aksjen steg med 11% 7. august, til en kurs på \$379, 57 per aksje, samme dag som meldingen til Musk ble publisert (Bøe et al., 2018). Konsekvensen ble ut fra dommen at han måtte trekke seg som styreleder i Tesla i minst tre år, og det ble ilagt en bot på 20 millioner dollar. (Redaksjonen, 2019). Tesla aksjen falt til en pris på \$264,77 per aksje fredag 28. september 2018, dagen etter at SEC åpnet bedragerisaken mot Elon Musk (Aftenposten, 2018).

Musk sine uttalelser demonstrerer tydelig virkning av hans Twitter-konto og hvordan investorer reagerer på meldingene. På grunn av hans påvirkningskraft, er det mange som mener at han utnytter sin posisjon for å hente inn kapital til selskapet (Ponciano, 2021). Ettersom han besitter en såpass høy følgerskare på Twitter, er det lite innsats som trengs for at innleggene skal nå ut til mange. Uttalelsene til Musk ble delt for langt flere mennesker enn det vi har avdekket i en ny trend, som vil presenteres under neste punkt.

2.9 Endringer i informasjonsspredningen

I takt med utviklingen av mulighetene i nye kommunikasjonskanaler, vil måten investorene sprer informasjon på, stadig være i endring. Både Twitter, Facebook, Instagram og Youtube, har i lang tid blitt benyttet til informasjonsdeling. Den digitale distribusjonsplattform Discord, er en av de nyere plattformene vi har sett aktivt blir brukt til å kommunisere i ulike chattekanaler. På Discord kan lukkede møterom dannes, der deltakerne kan se og høre hverandre. I et begrenset fellesskap, som ekskluderer offentligheten, kan gruppen bestemme seg for å kjøpe en aksje til et gitt tidspunkt. Kjøper et tilstrekkelig antall deltakere seg inn i en aksje, vil kursen stige som følge av økt etterspørsel. Er man rask nok da til å selge seg ut igjen, har en øynet en mulighet til å tilegne seg en avkastning.

Finansinspektør i markedsavdelingen, Carl Öhman, observerte at finfluensere i Sverige begynte å bruke lukkede digitale møterom, etter at Finansinspektionen fulgte med på de åpne kanalene på de ulike sosiale plattformene (Holsen, 2021b). I Sverige bruker Finansinspektionen MAR som veileder for finfluensere. Ekobrottsmyndigheten mener at villedende og falsk informasjonsspredning er et økende problem i Sverige. Svensk påtalemyndighet mener tydelig at flere domfellelser må på bordet for å hindre at ulovlig virksomhet brer seg (Roll, 2022b).

I tillegg forteller Jan Leopoldson fra Ekobrottsmyndigheten 20. mai 2022 hva som kan foregå i de lukkede kanalene.

“Man snakker gjerne om dagens Squeeze og hvilket selskap den organiserte handelen vil skje i, og de som gir bevis for at de har handlet den spesifikke aksjen kan faktisk få en premie eller vite hvilken aksje som blir neste mål.”

Dette vil naturligvis øke insentivene og motivasjonen til andre for å delta. Ulike metoder for informasjonsspredning er blitt mer aktualisert også i senere rettspraksis. Regelverket og tilsynsmyndighetene ønsker best mulig å inkludere og ramme de nye utfordrende metodene. Dette skal vi mer drøfte mer utdypende under punkt 4.4.6.

Selv forteller Finanstilsynet i en samtale med oss 4. april 2022 at det er tilfeller der de må utarbeide nye tiltak inn mot områder som de ikke har jobbet så mye med tidligere. Et eksempel de drar frem er webinarer de holdt i januar som var ment for finfluensere. De må også kartlegge og skaffe seg en oversikt over hva som sies ved å være profesjonelt ute på plattformene som TikTok. Dette krever flere ressurser og større kapasitet på de områdene.

Ekobrottsmyndigheten mener videre at kursmanipulasjon er mer utbredt nå enn tidligere. Årsaken mener de er den økende interessen for aksjer i flere kretser av befolkningen og at flere selskaper noteres på børsen. De legger til enkelheten av å handle aksjer gjennom ulike apper, uten en megler. Videre påpekes det at handelen er blitt såpass kompleks at lovverket ikke kan utformes bedre for å forhindre aksjesvindel. Dette er begrunnelsen for at domfellelser kan gi en bedre

grensedragning på dette området (Roll, 2022). Jan Leopoldson tror kursmanipulasjon gjennom sosiale medier er et voksende problem og ikke bare er en forbigående trend, som derfor må håndteres.

Spredningen av villedende informasjon er vanskelig å forhindre fullt ut fordi man ikke kan stenge ned sosiale medier uten at dette kan ha større samfunnsøkonomiske kostnader. De fordelene minoriteten bærer ved å ikke være utsatt gjennom plattformene vil være mindre enn kostnadene fordi man kan eksponeres andre steder også, mente Leopoldson. Derfor må heller tilfellene håndteres. Analytiker Roger Berntsen i Nordnet snakket nettopp om dette 26. april.

“Selv med strengere reguleringer av sosiale medier plattformer så er det ikke gitt at risikoen for å bli “manipulert” av individer med lav integritet vil bli mindre.”

Det å være utsatt for mennesker på Twitter sammenlignet han med å møte andre ute på gaten i byen. Eksponering av tvilsom informasjon skjer også i den fysiske verden. Dermed skal vi i fjerde kapittel se på i hvilken grad det eksisterende rammeverket for markedsmissbruk passer for aktiviteter som foretas på sosiale plattformer, både av influensere og finfluensere. Samhandlingen som skapes i de lukkede digitale møterommene, kan vi se ha likhetstrekk med “hausingen” som foregikk under Gamestop saken.

2.10 “Hausingen” av Gamestop som eksempel

GameStop skandalen førte til en massesuggesjon der større menneskemengder ble påvirket av det ekstreme engasjementet på de forskjellige sosiale plattformene. Selskapet hadde i utgangspunktet slitt lenge med dårlig økonomi og synkende aksjekurser. En rekke hedgefonds så en mulighet for å vedde på at aksjekursen ville synke enda mer og derfor “shortet” den. Det som foregikk på Wall Street, gjorde at flere småspekulanter ønsket å påføre de profesjonelle “shorterne” et større økonomisk tap. Selve “hausingen” og “gamifiseringen” foregikk hovedsakelig på nettsamfunnet Reddit. Handelsplattformen Robinhood ble benyttet hyppig i kjøpene av GME-aksjene i forsøket på å snu kursutviklingen. Den skapte flokkmentaliteten kan også vekke redsel hos investorer og derfor

presse folk til å ta del i en ekstrem “opphausing” av en aksje (Khan, 2021). Kursen beveget seg fra \$17 til \$40 innen 20. januar 2021, som tilsvarte en dobling i kursen på bare tre uker. Fem dager senere økte kursen ytterligere til \$76 per aksje og på morgenen 28. januar toppet kursen seg på \$483 per aksje. Etter det vi regnet på, viste det seg at GME- aksjen steg med 1700% i løpet av hele januar. Grafen under illustrerer GME-kursens bevegelse i takt med “hausingen” på Reddit.

Graf 1 illustrerer kursutviklingen i GME aksjen i januar og februar 2021



(Nasdaq, 2021).

Som vi ser, er den drastiske endringen kortvarig og volatil. Den hyppige stigningen i kursen kan samtidig ha medført en FOMO-effekt hos flere som også var vitne til kommentarene på forumene. Slike “gamifiseringsteknikker” er også noe ESMA anser som risiko og ulempe dersom investorer engasjerer seg i handelsatferd de ikke forstår (ESMA, 2022d). Analytiker i Nordnet Roger Berntsen kommenterte flokkmentaliteten som kan oppstå.

“Flokkmentaliteten trigget av ‘hausning’ leder sjeldent til gode langsiktige resultater i finansmarkedene. Hvis prisen (aksjekursen) skulle stige mer enn selskapets reelle langsiktige inntjeningsevne, så vil denne (prisen) komme ned igjen før eller siden.”

Selskapet Sprout Social sporet de nettbaserte omtalene av Gamestop i perioden 20.–27. januar 2021. De kom fram til at rundt 1,6 millioner innlegg på Twitter, 82 000 omtaler på Reddit og 1465 videoer på Youtube ble publisert i den aktuelle perioden (Rechel, 2021). Dette tydeliggjør hvilken rolle og hvor omfattende bruken av ulike sosiale plattformer er blitt for finansmarkedet. Samtidig viser det påvirkningskraften og konsekvensene av et omfattende sosialt nettverk. Det sosiale nettverket brukte også hyppig “meme-aksjer” i “hausingen” av GameStop. En “meme” er et bilde med en tilhørende kort tekst hvor samspillet mellom de skal være morsom og sarkastisk. Fenomenet kan både ha positive og negative innvirkninger på aksjer gitt den større oppmerksomheten det skaper. Den høye prisvolatilitet til meme-aksjer har bidratt til høyere risiko i markedet. Berntsen kommenterte videre:

“Flokkmentalitet trigget av “hausing” sendte selskaper som AMC, Gamestop mfl. til uante høyder under pandemien. Selskapenes aksjekurser steg til nivåer som ikke var i tråd med selskapenes reelle inntjeningssevne og ble følgelig kraftig overpriset.”

Det kjente forumet “*WallStreetBets*”, med millioner av følgere, har også skapt flere “aksje-rallyer” (Daytrader, 2021). Både Twitter meldinger og meme-aksjer har ved flere anledninger bidratt til å presse aksjekurser til nye høyder. Risikoen ved å investere på bakgrunn av den publiserte informasjon i sosiale medier kan bli stor. Som vi vil drøfte under punkt 4.3.4, ser man ofte at interessen i slike “hausinger” er kortvarig og at unge uerfarne investorer gjennomfører kortvarige plasseringer med ønske om å selge seg raskt ut. For de som ikke forstår hvilken risiko investeringene vil innebære, kan lide store økonomiske tap. GameStop-saken resulterte i at myndighetene krevde å få større innsyn i rollen som handelsplattformene, sosiale medier og hedgefondene har til å manipulere markedet (NTB, 2021a). Vi vil komme tilbake til Gamestop saken under punkt 4.3.4. Der fravær av forståelse og kunnskap til hvilke investeringer man foretar, kan konsekvensen være dramatisk hvis plasseringene er store. Misbruk av sosiale medier til både auksjoner, slik som skjedde i Gamestop, og informasjonsspredning bekymrer aktørene som vi kort vil se på under 2.11.

2.11 Bekymringer fra norske aktører

Influensere blir stadig kritisert for å misbruke sin påvirkningskraft. Forvalter Jan Petter Sissener har uttalt seg til media om at han mistenker at flere finfluensere driver med markedsmanipulasjon ved først å kjøpe aksjer selv, for å så spre positiv informasjon til sine følgere slik at de vil gjøre det samme. Finfluenseren vil så selge seg ut når alle følgerne kjøper seg inn (Fyksen, 2021). Videre har han også uttrykt sterk skepsis til hvordan unge slavisk følger og lyttet til alt som blir publisert i media (Fyksen, 2021). En kan sammenligne dette med hvordan vi vanligvis lytter til fagfolk og oppsøker de for hjelp, sammenlignet med at vi nå bruker sosiale medier i beslutninger som har konsekvenser for vår egen økonomi.

Finanstilsynet uttrykker også en stor bekymring knyttet til at forbrukere blir påvirket til å investere i ukjente produkter, som mange heller ikke har økonomi til å håndtere og som i ytterste konsekvens kan redusere deres evne til å nedbetale personlig gjeld (Gjedrem, 2021a). Også Finans Norge, politikere og banker er bekymret for den økende trenden av at influensere gir informasjon og råd basert på synsing i sosiale medier (Fyksen, 2021).

I henhold til den juridiske analysen skal vi nå gå over til å redegjøre for de relevante rettskildefaktorene for det som nå er presentert. I kapittel 4 vil rettskildefaktorene anvendes på ulike aktiviteter som foregår på sosiale medier både av influensere og finfluensere for å se om lovverket MAR passer på de aktuelle aktivitetene.

KAPITTEL 3 - Det juridiske grunnlaget

3.1 Hensynet og formålet til reguleringen av markedsmissbruk

I takt med utviklingen av teknologien og finansmarkedene, har behovet for et oppdatert og mer omfattende regelverk meldt sin ankomst, jf. markedsmissbruksforordningens fortale punkt 3. Stadig nye og fremtredende former for manipulativ atferd krever en kraftigere integrering av finansmarkedene i Europa (Ot.prp. nr. 12 (2004–2005), 2004, s. 55). Når markedet manipuleres forstyrres markedsmekanismene og investorbeskyttelsen på en slik måte at

markedslandskapet fremstår annerledes enn realiteten (Finansdepartementet, 2017a). Formålet med reguleringen er å fastsette et felles regelverk for markedsmissbruk for å sikre integriteten, samtidig å forhindre at det skjer for å verne investorenes tillit til markedene, jf. art 1. Markedsmanipulasjon håndteres mye strengere hos oss enn resten i Europa. Håndteringen er viktig for å sikre innbyggernes tillit til rettsapparatet, samfunnet og næringslivet (Bergo, 2018, s. 323–324).

Målet med en streng regulering av verdipapirmarkedene er å bidra til finansiell stabilitet som sikrer at markedene er velfungerende, robuste og effektive overfor forstyrrelser i økonomien (Norges Bank, 2021). I den nylige finansmarkedsmeldingen fra Finansdepartementet til Stortinget for året 2022, ble det redegjort for utviklingen av finansmarkedene i lys av målene for finansiell stabilitet og velfungerende kapitalmarkeder. Meldingen fokuserte også på hvordan markedssvikt kan skade forutsetningene for tillit i sammenheng med fremveksten av “finfluensere” og økt bruk av sosiale medier for omtale av aksjer og investeringsmuligheter (Meld. St. 12 (2021–2022), 2022). Markedssvikt kan medføre at de tilgjengelige ressursene ikke utnyttes til sitt fulle potensiale. Som en konsekvens kan det genereres asymmetrisk informasjon eller interessekonflikter som kan skade markedets funksjoner gjennom mistillit (Meld. St. 12 (2021–2022), 2022). Resultatet kan innebære at investorene gjennomfører handler på et mangelfullt eller feil grunnlag. Dette er formålet til forbudet i art. 15, jf.12.

I en uttalelse fra Ekobrottsmyndigheten om viktigheten ved å bekjempe markedssvikt på verdipapirmarkedet, snakket Jan Leopoldson om hvor essensielt formålet til MAR er.

“I fortalen til MAR kommer jo hensikten og formålet med reguleringen fram, og er noe jeg er opptatt av å få frem under mine rettssaker. Det er viktig med et velfungerende kapitalmarked for hele samfunnsøkonomien og for å unngå en svekket likviditet. Det er på kapitalmarkedet foretak får tak i sin finansiering, så de kan ekspandere, ansatte flere mennesker og betale skatt. Både selskaper og privatpersoner plasserer sine sparepenger på finansmarkedet og det er her den fremtidige pensjonen kan hentes ut.”

3.2 Markedsmisbruksforordningen (MAR)

Markedsmisbruksforordningen nr. 596/2014 ble vedtatt i 2014 og trådte i kraft i EU 3. juli 2016. Forordningen fikk direkte rettsvirkning for EU sine medlemsland, jf. TFEU art 288 annet ledd (TFEU, 2012). Gjennom EØS-avtalen (EØS-avtalen, 1994) har Norge forpliktet seg til å innføre EUs lovgivning, som omfatter vedtakelse av direktiver og implementering av forordninger (Ot.prp. nr 85 (1991–92), 1992, s. 3). Det er likevel først et behov for et gjennomføringsvedtak gitt vårt dualistisk system (Myklebust, 2011, s. 76). Forslaget til ny verdipapirhandellov § 3-1 slik vi kjenner den i dag, ble foretatt i Prop 96 LS (2018–2019) ved henvisningen til markedsmisbruksforordning ((EU)596/2014). MAR ble først gjennomført i norsk rett 1. mars 2021, gjennom inkorporasjonen i vphl. § 3-1.

Forordningen ble gjennomført etter sin ordlyd og lovgiver kunne ikke bestemme formen for gjennomføringen, jf. EØS-avtalen (1994 art. 7). I henhold til EØS-avtalen ble MAR oversatt til norsk og utgitt som et EØS-tillegg (Finans Norge, 2017). Forordningen medfører at enhver handling med et finansielt instrument som er foretatt i eller utenfor EØS, vil bli berørt av reguleringen (Finansdepartementet, 2019). Den gjelder for alle personer som er bosatt i og utenfor EU, så lenge informasjonen omhandler finansielle instrumenter på det europeiske verdipapirmarkedet, jf. forordningens ekstraterritorielle effekt.

MAR opphevet markedsmisbruksdirektivet MAD som trådte i kraft i 2003 (ESMA, u.å.-a) med et tydelig EØS-forbud mot “*market manipulation*”. MAD ble i 2016 videreført i MAR. Årsaken til erstatningen var at det etter den globale finanskrisen i 2007–2008 ble avdekket flere hull i lovverket av Kommisjonen (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 649). MAR konsoliderer og forsterker det tidligere regimet ved å gi en mer definert bestemmelse av markedsmanipulasjon i art. 12, innføre et forbud mot forsøk på markedsmanipulasjon i art. 15, og lette håndhevingen av forbudet i art 16. I tillegg til utdyping av definisjonen i art. 12 ble indikasjonene som signaliserte manipulerende atferd, tidligere nedfelt i art. 4 og 5 i direktiv 2003/124/EC, integrert i vedlegg 1. ESMA sin rolle i å etablere akseptert markedspraksis ble styrket og sikrer konsistensen mellom medlemslandene (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 733).

Overgangen fra MAD til MAR medfører også at anvendelsesområdet utvides fra kun å inkludere finansielle instrumenter på et regulert marked, til også å omfatte handel på multilaterale handelsfasiliteter (MHF) og organiserte handelsfasiliteter (OHF), jf. MAR art 2.1 b) og c) (Finanstilsynet, 2022). De nevnte markedene vil således være avskåret fra den videre analysen. Finansielle instrumenter der kursen eller verdien avhenger av eller påvirker et annet finansielt instrument som handles på et av markedene omfattes også, jf. MAR fortalen premiss 8.

3.3 Oversikt over regelverket

For å belyse vektingen av de ulike rettskildefaktorene i denne oppgaven, vil regelverket kunne kategoriseres inn i tre ulike nivåer. Nivå 1 tar for seg verdipapirloven og markedsmissbruksforordningen. Nivå 2 gjelder presiseringer og utfyllinger til de ulike bestemmelsene. Disse er implementert i norsk rett gjennom verdipapirforskriften fra 2007 og underrettsakter. Vi supplerer med vedlegg 1B i MAR og ulike lovkommentarer til vphl. § 3-1 fra Karnov i denne avhandling. Nivå 3 gjelder uttalelser, retningslinjer og anbefalinger fra ESMA, Finanstilsynet og Ekobrottsmyndigheten (Finanstilsynet, 2022).

3.4 Forbudsbestemmelsen mot markedsmanipulasjon - art. 15

Forbudet mot manipulerende atferd reguleres i forordningens art. 15, og suppleres av definisjonsbestemmelsen i art. 12. Artiklene erstatter art. 1 og 5 i MAD (Bergo, 2021, s. 486–496 kap. 11.4 “Markedsmanipulasjon”).

Bestemmelsen i art. 15 etablerer et administrativt forbud og ikke et straffbart forhold (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 770). Forbudet inkluderer også forsøk på manipulerende atferd som gir en bredere anvendelsesområde enn det art 5. i MAD tillot (Finansdepartementet, 2017a). Bestemmelsens ønske om å ramme forsøk kommer tydelig frem i fortalens premiss 41 (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 772). Hensikten med å inkludere forsøk er på bakgrunn av at myndigheter skal kunne ilegge sanksjoner for dette også. Markedet vernes bedre og inkluderingen senker også insentivene til å prøve å manipulere kursen. Videre påpeker fortalen at det skilles mellom manipulerende atferd som anses som et forsøk og atferd som er egnet til å resultere i markedsmanipulasjon. For at atferden anses som et forsøk

må handlingen være satt i gang, men avbrytes før den fullføres. Dette kan eksempelvis skyldes tekniske problemer eller at en ordre ikke vurderes, jf. MAR fortale pkt. 41. Videre må det bevises at hensikten var å fullføre aktiviteten (Nordfaldt Laws, 2020). Et forsøk kan skje gjennom å føre uriktig finansiell informasjon om et selskap i sitt regnskap som oppdages av en revisor før regnskapet formidles offentlig (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 772). Verdipapirhandelloven sanksjonerer også medvirkning til overtredelse av markedsmanipulasjonsbestemmelsen art. 15 på lik linje som selve overtredelsen, jf. vphl. §§ 21-13 og 21-1. Dette vil bli gjenstand for drøftelse opp mot finfluensere under punkt 4.4.6.

3.5 Definisjonsbestemmelsen - art. 12 nr. 1 og unntaksbestemmelsen - art. 13

Artikkel 12.1 tar for seg selve definisjonene av manipulerende atferd, og supplerer forbudet i art. 15. Samtidig gir unntaksbestemmelsen art. 13, en oversikt over atferd som anses som markedsmanipulasjon, men likevel ikke er rammet av forbudet i art. 15. Art. 13, med utfyllende retningslinjer i forordningen (EU) nr. 2016/908, er en retningsgivende bestemmelse for hva som kan gjøres av de nasjonale myndighetene, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. De nasjonale myndighetenes mulighet til å sette AMP'er ble en utvidet endring i overgangen fra MAD til MAR i forsøket på å skaffe et mer forutsigbart og tydelig fritaksregime. Finanstilsynet kan sette eksempler utover det som fremkommer i art. 12.2 for hva som anses som lovlig atferd, etter godkjenning fra ESMA. Art. 13 har utfyllende retningslinjer som setter noen rammer i valget av akseptert markedspraksis. Årsaken er ESMA's ønske om at tilsynene har like AMP'er og praktiserer de likt slik at "harmoniseringsakten" ikke undergraves på bakgrunn av at medlemsstatene kan fastsette egne regler på tilsynsnivå, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. Ettersom det er i dag ikke er fastsatt noen akseptert markedspraksis i Norge, også hva som angår aktiviteter på sosiale plattformer, skal vi ikke anvende art. 13 videre i oppgaven. Finanstilsynet bekreftet dette i samtalen med oss 4. april 2022. MAR er tilpasset slik at de oppramsede atferdsformene i art. 12 ikke er uttømmende, men at nye metoder for atferd vil kunne inkluderes i takt med utviklingen, jf. E-5/19 Økokrim mot F & G og fortalen punkt 38. Dette drøftes videre under punkt 4.4.6.

Definisjonsbestemmelsen rammer to typer atferd, manipulerende transaksjoner/handelsordre og informasjonsbasert markedsmanipulasjon gjennom spredning av uriktig og villedende informasjon (Lehmann & Kumpan, 2019). Vi vil i denne avhandlingen fokusere på å analysere og undersøke tilfeller der det spres villedende og uriktig informasjon om finansielle instrumenter gjennom ulike sosiale medieplattformer. Derfor benytter vi ikke reglene for transaksjonsbasert atferd i bokstav a), men den informasjonsbaserte som reguleres i art. 12.1 c) og d). Samtidig vil bokstav b) være aktuell i forhold til om det på forhånd av en transaksjon er gitt opplysninger til markedet. Dette blir mer utdypende forklart gjennom redegjørelse av vedlegg 1B under punkt 3.5.3.

Den ikke-uttømmende listen vi finner i art. 12. 2 gir noen kjerneeksempler på hva som anses som manipulerende atferd (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 733 & 754). Vi vil videre redegjøre for art. 12.2 under punkt 3.7.

3.5.1 Virkningsbasert regime med to subjektive kriterier

Definisjonsbestemmelsen i art. 12. 1 er hovedsakelig et virkningsbasert regime, men skiller de fire definisjonene i to med et subjektivitetskriterium. Bokstav a) og b) er ikke prinsipielt basert på intensjonene til aktørene, men virkningen av atferden deres. Ved spørsmål om atferden mangler økonomisk rasjonalitet, kan intensjonene likevel bidra til å øke “straffverdigheten”, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. Annerledes er det for bokstav c) og d) der begge inneholder et subjektivt kriterium, jf. NOU 2017: 14 s. 40. Det fremkommer eksempelvis av bokstav c) at vedkommende som sprer informasjonen må eller bør vite at informasjonen er usann eller villedende. Her foreligger det altså et uaktsomhetskrav i motsetning til bokstav a) og b).

MAR art. 12 omfatter objektive vilkår for markedsmanipulasjon i dens ordlyd “*gir, eller er egnet til å gi ...*”, som synes å utelukke at det må foreligge en intensjon. Finanstilsynet har også tidligere presisert, ref. Finanstilsynet (2004) pkt. 9.4, at det “*ikke kunne oppstilles noe krav til kurspåvirkning hensikt*”. For at overtredelsen skal lede til et straffeansvar, ut over det MAR art. 15 administrativt rammer, kreves det også at de subjektive straffbarhetsvilkårene er oppfylt, jf. vphl. § 21-9. Forarbeidene omtalte det dermed som nødvendig å presisere de subjektive vilkårene i bokstav c) og b), ettersom det allerede presiseres at

skyldkravet er forsettlig eller uaktsomt i straffehjemmelen i vphl. § 21-9, jf. NOU 2017: 14. Vi vil ikke anvende straffbarhetsvilkårene videre ettersom art. 15 kun etablerer et administrativt forbud.

Ser en likevel på ordlyden i art. 12.2, kan en tolke det i den retning av at bestemmelsen tar sikte på å omfatte disposisjoner der hensikten var å manipulere markedet, jf. art. 12. 2 d). “*The Committee of European Securities Regulators*” inneholder veiledningen fra 2007, (CESR/04-505), med 14 eksempler på markedsmanipulasjon der det indirekte viser til aktørenes hensikt med handelen. Retningslinjene påpekte at direktivet den gangen tvilsomt ville vektlegge og vurderes rent virkningsorientert (CESR/04-505). Dette peker dermed på at intensjonen kan bidra til å belyse det hele for hva som gjelder art. 12.1, men at det først og fremst er et virkningsbasert regime der bokstav c) og d) i tillegg inneholder et subjektivt kriterium.

3.5.2 Informasjonsbasert atferd - art. 12.1 c)

Utbredelse av villedende og falsk informasjon kommer til uttrykk i art. 12. 1 c) og d). Det ulovlige element er ikke selve transaksjonen slik som bokstav a) sammen med b), men informasjonen som spres. Vi kaller dette verbal manipulasjon. Feilinformasjon er en av de største truslene mot riktig prissetting og derfor setter et reguleringsbehov av dette for å verne tilliten, jf. MAR fortalen punkt. 47. Bestemmelsen inkluderer også villedende informasjon som ikke nødvendigvis trenger å omfatte feilaktig informasjon. Informasjonen kan være riktig men mangelfull. Det kan være det er utelatt viktig informasjon, slik at fremstillingen anses som skjev og virkelighetsfjernt. Art. 12.1 d) omhandler spredning av feilinformasjon vedrørende referanseindekser og vil ikke anvendes videre i oppgaven. Art. 12. 1 c) legger videre opp til at atferden må falle inn under fire vilkår (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 750).

Det første vilkåret er at det må foreligge “*opplysninger gjennom mediene, herunder internett ...*”. Vilåret inkluderer all type informasjon i gjerningsbeskrivelsen, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1.

Definisjonen vil kunne inkludere både utelatelse, bevisst unøyaktig rapportering, rykter eller spredning av åpenbare falske opplysninger, jf. markedsmisbruksforordningens fortale punkt 47. Knut Bergo i “Børs- og

verdipapirrett” viser til at det ikke er opplagt at forbudet i bokstav c) gjelder selskaps-spesifikk informasjon, men at det er rom for å tolke forbudet i retning av at det rammer spredning av falsk informasjon om tilbud, etterspørsel og omsetningspriser på aksjer (handelsdata) (Bergo, 2021, s. 520–524 kap. 11.4.5 “Spredning av feilinformasjon”). Det er ikke stort behov for å nærmere definere grensen for subjektive påstander, gitt at det ikke er et krav til at informasjonen må være egnet, men med sannsynlighet påvirke kursen, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1.

Det andre vilkåret følger av at informasjonen som spres, gir eller sannsynligvis gir falske eller villedende *signaler* om tilbud, etterspørsel eller kursen på det aktuelle finansielle instrumentet. Ifølge lovkommentaren (1), kreves det ikke at det nødvendigvis er foregått noen handelsaktivitet. Men det holder likevel ikke at informasjonen er egnet. Dette gir rom for å tolke det i den retning av at informasjonen må gi sterke nok signaler til å vekke reaksjoner hos mottakeren. Påvirkningen på kursen trenger ikke være signifikant og det er tilstrekkelig å se på om en fornuftig investor ville ansett den kommuniserte og villedende informasjonen som viktig i en investeringsbeslutning (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 747–748). Selskaps-spesifikk informasjon som kan gi villedende signaler for verdsettelsen av et finansielt instrument, kan også ha en indirekte effekt på prisingen i annenhåndsmarkedet. Dette er ikke nødvendigvis alltid riktig ved forståelsen av MAR på dette punktet (Bergo, 2021). I henhold til lovteksten, forarbeidene og europeisk lov, finnes det ingen klar juridisk definisjon av “*signaler*” (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 65). Likevel har vi kommet over en definisjon som sier at alle hendelser, handler og ordre på et verdipapirmarked i utgangspunktet gir et signal (Myrdal & Leopoldson, 2021). Dette vil senere utdypes under punkt 4.4.4.

Det tredje vilkåret er at informasjonen må være spredt. Informasjonen må være “*utbredt*”, der sosiale plattformer likestilles med tradisjonelle kommunikasjonskanaler, jf. fortalen punkt 48. På denne måten vil art. 12 lettere kunne omfatte nye fremtredende metoder, uten en kontinuerlig oppdatering av regelverket. Men det kan virke som at det foreligger en avgrensning mot privat deling av informasjon som ikke kan spres på samme måte. Det er i prinsippet ikke et krav om en bred deling av informasjonen blant allmennheten, likevel kreves det en viss grad av spredning. Den praktiske betydningen av privat deling av

informasjon er imidlertid ikke stor, så lenge feilinformasjonen fanges opp av bokstav b), jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1.

Det siste vilkåret omfatter det *subjektive uaktsomhetskravet*. Juridisk litteratur peker på hva en “normal og rasjonell person” burde ha visst og ikke den kvalifiserte investor, jf. FCA Handbook, MAR 1.8.4G. Det er ingen krav til egen vinning i art. 12.1 c). MAR stiller således ingen krav til antall visninger eller mottakere (Gjedrem et al., 2022).

3.5.3 Art. 12.1 b) og vedlegg 1B

Art. 12.1 b) fanger også opp villedende informasjon der det inkluderes “... *enhver annen handling eller atferd som påvirker eller er egnet til å påvirke kursen på ett eller flere finansielle instrumenter, ..., der det benyttes fiktive innretninger eller enhver annen form for bedrag eller påfunn*”. At personer i et selskap feilinformerer (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 748) for å opprettholde aksjekursen eller for å kunne gjennomføre emisjoner, er like alvorlig som at en aktør snakker negativt om et selskap for å kunne handle aksjer billig.

Det relevante element i bokstav b) belyses i MAR vedlegg 1B (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 732–733), jf. art. 12.3. Vedlegg 1B fremhever at spredning av falsk og villedende informasjon skal vurderes ved undersøkelse av en mistenkelig transaksjon. Dette er en ikke-uttømmende indikator på hva som kan anses som markedsmanipulasjon, jf. MAR vedlegg 1B. Indikatorene i vedlegg B angår produksjon, spredning eller distribusjon av analyser som spres bredt. Den relevante indikator i a) omfatter dermed transaksjoner eller ordre utført av personer som før eller etter har spredd falske eller villedende opplysninger om samme aktiva. Dette omfatter også personer som har tilknytning til personen som utga villedende opplysninger (Bergo, 2021, s. 519 kap 11.4.4 “Handel med bedrag”).

Vedlegg 1B viser til objektive kjennetegn, men gir en indikasjon på forsettlig atferd (Christiansen & Rogdaberg, 2019, s. 721). Ettersom Kommisjonen utnyttet sitt mandat til å peke på indikatorer for manipulerende atferd fra Vedlegg 1B i en underrettsakt (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 733), blir de utfyllende indikatorene i vedlegg 1B (Europaparlamentets- og rådsforordning EU nr 596/2014) også

nærmere beskrevet i den delegerede kommisjonsforordningen (EU) 2016/522, artikkel 4 (2) og Annex II seksjon 2 punkt 1 (a) og (c), jf. seksjon 1 punkt 4 (c) ((EU) 2016/522, u.å.). Dersom en markedsaktør legger inn en ordre eller transaksjon før eller kort tid etter at vedkommende har produsert eller spredt villedende positiv informasjon med ønske om å øke prisen og selger når kursen er tilstrekkelig høy (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 742), er dette en beskrevet manipulerende atferd i underrettsakt (EU) 2016/522 Annex II, seksjon 1, punkt 4(c) tilknyttet seksjon 2 (1) bokstav a) og c) (i). Derfor ser vi art. 12.1 b) sammen med art. 12.1 c) som to relevante rettskilder i vår analyse. Men vi vil i oppgaven hovedsakelig anvende 12.1 c) og 2 d).

3.6 “Likely to” til “egnet til”

Det tidligere direktivets uttrykk “*likely to*” ble i norsk versjon oversatt til “*egnet til*”. Verdipapirfondenes forening kritiserte oversettelsen i et høringsbrev til Finansdepartementet i 2017 (NOU 2017: 14) der de mente at det kvalifiserende uttrykket var en sannsynlighetsgrad. Det skulle være sannsynlig at informasjonen var villedende og dermed får en vesentlig villedende effekt på prismekanismene (Grødahl, 2020). En sannsynlighetsgrad forhøyer terskelen for at et tilfelle anses som ulovlig enn det som er å forstå under “*egnet til*” (Prop. 96 LS (2018–2019), 2019, s. 201). Bakgrunnen for valget av oversettelsen forklares i fotnote nr. 4 til avsnitt 2.1.2.3 (NOU 2017: 14, 2017), der Finansdepartementet mente at en mer teoretisk mulighet for at villedende signaler oppstår i markedet er mer riktig (Ot.prp. nr. 12 (2004–2005), 2004, s. 65). Derfor er “*egnet til*” en dekkende implementering av sannsynlighetsgraden.

Det må understrekes at gjennomføringen av forordningen fører til en materiell endring, til tross for at direktivet inneholdt samme formulering på dette punktet. Endringen består i at det i norsk rett, ved egnethetskriteriet, er en særnorsk fortolkning ved innføringen av en “*fornuftig investor test*”. I forbindelse med anvendelsen av markedsmanipulasjonsbestemmelsen ble dette benyttet i en avgjørelse fra Høyesteretts ankeutvalg “*Funcom*”, jf. avsnitt 25–27, som vi vil komme tilbake til under punkt 3.8 i dette kapitlet. Testen er i utgangspunktet et rettslig element i vurderingen av innsidehandel, og derfor et meget kontroversielt tema å anvende på markedsmanipulasjonsforbudet. Den fornuftige investor- testen

kommer verken til uttrykk i forordningens ordlyd i art. 12, art. 15 eller i annen juridisk litteratur. Det er derfor ikke et uttrykk for gjeldende rett, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1.

Så vår oversettelse er “egnet til”, dansk og svensk oversettelse bruker “*antages at give*” og “*kan forventas ge*”. Den felles forståelsen tilsier at det må foreligge en sannsynlighetsovervekt. Men det foreligger ingen europeiske kilder som presiserer hvilken sannsynlighetsgrad som kreves (Bergþórsson, 2018, s. 246 flg). Den norske oversettelsen presenterer dermed en lavere kvalifiserende terskel for hva som anses som manipulerende atferd, uten at handlingen trenger å påvirke den faktiske kursen.

3.7 En av forbudets kjerneeksempler - art. 12.2 d)

Manipulasjonsbestemmelsen gir en forutberegnelighet som skal ivaretas ved hjelp av noen kjerneeksempler i art. 12.2 (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 754).

Eksemplene ble et resultat av en oppfordring om å konkretisere innholdet i MAD art. 2, i dag art. 12. 1 (a-c), ettersom den tidligere bestemmelsen ble tolket utvidende i noen medlemsstater. Dette skapte mindre forutberegnelighet, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. Det er uklart om strukturen i art. 12 er blitt god etter oppfordringen om å konkretisere. Delte meninger foreligger for om justeringen for mangelen førte til at den kasuistiske opplisting delvis ble gjentakende da mange av de etterlyste konkretiseringene fra MAD ble innlemmet 12.1 (a-c). Likheter vil videre drøftes under punkt 4.4.5. Art. 12.2 suppleres av underrettsakt (EU) 2016/522 art 4, og vedlegg 1B som oppgaven har redegjort for.

Art. 12.2 d) er kjerneeksempelet som vi vil benytte i oppgavens analyse. Her står det eksemplifisert at atferd som anses som markedsmanipulasjon er “*utnyttning av en tilfeldig eller regelmessig tilgang til tradisjonelle eller elektroniske medier ved å komme med en meningsytring om et finansielt instrument, ... , etter på forhånd å ha tatt posisjoner i det finansielle instrumentet, ... , for deretter å dra nytte av den virkningen meningsytringen får på kursen til det finansielle instrumentet, ... , uten samtidig å ha offentliggjort opplysninger om interessekonflikter på en utilbørlig og effektiv måte*”. Bestemmelsen henger sammen med art. 12.1 b) og c). Her prater en aktør kursen enten opp eller ned uten å informere om sin egeninteresse.

Handlingen kan føre til en fortjeneste fordi vedkommende på forhånd har inntatt en posisjon i et verdipapir. Det er den kommunikasjonsrelaterte elementet ved “pump & dump” som er det essensielle. “Pump & dump” relateres også til i seksjon 2 (1) c) (i) og seksjon 1 (4) c) i underrettsakt (EU) 2016/522 om indikatorer på manipulativ atferd der falske eller misvisende opplysninger relateres til et kjøp i et finansielt instrument på forhånd. Hvorfor det er viktig å inkludere denne type atferd i reguleringen, vil bli gjenstand for videre drøftelse under punkt 4.4.5.

3.8 Rettspraksis

Finanstilsynet uttrykte i en samtale 4. april 2022, at det per nå kun eksisterer eldre saker på kursmanipulering gjennom sosiale medier fra tiden før MAR ble innført. Et eksempel er CanArgo-saken fra 2004. En falsk nyhet om en vellykket boring ble gitt på et diskusjonsforum og førte til børspause grunnet en kursoppgang på 13,3% i samme tidsperiode (Nettavisen, 2004). Dagens markedsbilde etter at MAR ble innført kan selvfølgelig endre seg raskt og Finanstilsynet antar midlertidig at antall manipulasjonssaker vil øke med antall markedsaktører over tid (Roll, 2022). Vi har likevel to nyere dommer fra Sverige som belyser hvordan utnyttelse av sosiale medier kan være straffbart. MAR ble gjeldende i Sverige i 2016 (Strøm, 2019), og har derfor én dom der hendelsesforløpet skjedde før innføringen av MAR, og én etter. Finansinspektør Carl Öhman i markedsavdelingen hos Finansinspektionen presiserte at gjerningsbeskrivelsen i saken fra 2016 var sammenfallende med den atferd definisjonen i MAR art. 12.1 c) ønsker å ramme til tross for at hendelsesforløpet skjedde før MAR ble gjeldende i Sverige (Holsen, 2021a).

I den svenske saken fra 2016, jf. Mål nr. B 497-17-*Bloggfallet/Medisinstudentene*, ble gjerningspersoner dømt for utilbørlig markedspåvirkning og kursmanipulering. To medisinstudenter spredte falsk informasjon om egen identitet og at de hadde fagrelatert kunnskap om spesifikke aksjer. Feilinformasjonen gjaldt produktenes funksjon, og studentene ga kjøpsanbefalinger med priser som oversteg gjeldende kurs på de aktuelle aksjene. Informasjonen om selskapene ble publisert i blogginnlegg på redeye.se. Grunnet den økte etterspørselen skapt av deres informasjon, solgte de aksjene som de satt

på da kursen ble tilfredsstillende høy (Björck, 2022). De klarte til og med å skape en kursøkning på nærmere 100% (Jordheim & Torgersen, 2018).

Gjerningsbeskrivelsen er å anse som et klassisk “pump & dump” tilfelle gjennom bruk av sosiale medier (Holsen, 2021c). Medisinstudentene offentliggjorde ikke sine interesser i aksjen, men utga seg for å være profesjonelt engasjert i den objektive verdien av aksjen. Medisinstudentene lagde også fiktive kontoer på et aksjeforum som henviste til blogginnleggene med formål om å øke spredningen av den uriktige informasjonen. Dette bidro til at opplysningene fikk en stor nok gjennomslagskraft (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 25 ff.). Studentene ble dømt til to års betinget fengsel med bøter i Svea lagmannsrett.

Den andre svenske domfellelsen fra 2019, jf. Mål nr. B 4148-16-

Økonomistudentene, gikk ut på at to 18 åringer opererte som finansbloggere og spredte egne bedriftsanalyser med oppblåste kurser i kjente diskusjonsforumer på sosiale plattformer (Jordheim & Torgersen, 2018). De delte analyser om aksjer de samtidig fikk et eierskap til gjennom ulike handelstransaksjoner.

Gjerningspersonene postet informasjon gjennom to forskjellige kontoer der det kun var en av dem som skrev innleggene. Tingretten tok stilling til om den publiserte informasjonen kunne anses som misvisende og om de “innså at handlingen var ment til å påvirke utilbørlige markedspriser”. Den villedende informasjonen gjaldt mindre selskaper som nylig var børsnotert på Nasdaq First North og daværende aktietorget. Etterforskningen viste at de domfelte publiserte ti anbefalinger på fire måneder. Tingretten vektla at innleggene var villedende, også gjennom overskriftene og det faktum at de selv ikke trodde på informasjonen da de handlet motsatt. Deres handlinger ble likestilt med en “pump & dump” strategi og tingretten opplyste at de bevisst “hevet” prisen i analysene sine for å tjene på dette (Björck, 2022).

De to svenske rettsavgjørelsene vil under kap 4.4 anvendes til å belyse de strafferettslige reaksjonene og tilsynsmyndighetenes fokusering på kursmanipulering fra sosiale medier.

I sak E-5/19 *Økokrim mot F & G*, Arctic Securities og fondet Triton, ble en obligasjonsmegler og en investeringsrådgiver tiltalt 25. september 2018 for innsidehandel og markedsmanipulasjon. Tiltalen gjaldt et kjøp og et salg av

obligasjoner notert på Oslo Børs. Kjøpet ble gjennomført til en lavere kurs enn den aktuelle kursen og historiske verdier fra selskapet Beerenberg. Økokrim mente at hensikten var å presse kursen ned før de kjøpte opp et større parti. Saken ble anket inn for lagmannsretten som søkte anmodning til EFTA domstolen om tolkning av MAD (Hreinsson et al., 2020). EFTA påpekte dermed viktigheten av at lovgivningen inkluderte nye gjeldende kommunikasjonsmidler i markedet, som også er sentralt for videre drøfting i oppgaven. I tolkningen fra EFTA domstolen ble det under punkt 95 understreket at “*på annen måte*” i MAD, i dag MAR art. 12.1c), anses å vise hovedsakelig til kommunikasjonsmidler som kan sammenlignes med mediene, som forumer eller plattformer (Hreinsson et al., 2020, s. 25). Dette bekreftes i dag ved fortalen punkt 48 i MAR som likestiller utbredelse av opplysninger via tradisjonelle kommunikasjonskanaler med sosiale medier og anonyme blogger gitt den økte bruken av sosiale medier.

En direktør ble i “*Funcom*” saken dømt for medvirkning til markedsmanipulasjon ved offentliggjøring av en villedende børsmelding, jf. Høyesteretts ankeutvalg avgjørelse HR-2019-1447-U avsnitt 22 og 23. Han hadde i forkant foreslått børsmeldingens innhold for styret, til tross for at han visste at innholdet var egnet til å villedde markedet. Han handlet videre motsatt av hva børsmeldingen antydde. Det ble drøftet i lagmannsretten om han hadde “besørget, akseptert og/eller unnlatt å korrigere” opplysningene i børsmeldingen som gav markedet uriktig informasjon, jf. LB-2017-153037-3 del II punkt 8.

3.9 ESMA's uttalelser

ESMA kom med en uttalelse 17. februar 2021 der de fremhevet risikoen forbundet med handelsbeslutninger tatt på bakgrunn av innhold på sosiale medier. Som en del av ESMA's investorbeskyttelse ble en erklæring og en uttalelse publisert. Uttalelsen kom på bakgrunn av en bekymring knyttet til det amerikanske markedet der de hyppigere hadde sett hendelser med høy kursvolatilitet basert på informasjon gitt i sosiale medier. Uavhengig av de ulike markedsreglene, ønsker ikke ESMA å utelukke at slike forhold kan utvikle seg på det europeiske markedet. Derfor ønsker de å påpeke viktigheten av at investorene bruker pålitelige kilder som investeringsgrunnlag. Samtidig ønsker de å tydeliggjøre hvilken risiko det er for investortap og for å begå markedsmissbruk (ESMA, 2021a). ESMA's risikorapporter TRV (“Trends, Risks and Vulnerabilities”)

fremmer risikoen for økt investortap gjennom prissvingninger fra meningsutvekslinger, uformelle anbefalinger og deling av innhold på sosiale plattformer (ESMA, 2021c). ESMA publiserte også andre rapporter i forbindelse med undersøkelser gjort av ESA. Undersøkelsene viste at avhengigheten av digitale plattformer øker raskt og at nye aktiviteter dukker opp som både åpner for en rekke muligheter, men også risikoer (ESMA, 2022b). Dette viser at tilsynsorganet kontinuerlig følger med på utviklingen av innhold som publiseres på de ulike plattformene. ESMA's publiseringer og uttalelser aktualiserer deres syn og prioritering av vår problemstilling, og indikerer hvilke ressurser som blir nedlagt for å hindre en videre uheldig utvikling. Vi vil i oppgaven komme tilbake til ESMA i konklusjonen under kapittel 5.

3.10 Ytringsfriheten og MAR art. 12. 1 c)

Ytringsfriheten, som presentert under punkt 2.7, er lovfestet i den Europeiske Menneskerettighetskonvensjonens artikkel 11 (EUCFR (2007/C 303/01), 2007) og Norges Grunnlov § 100. Men det finnes også flere lovfestede begrensninger for ytringsfriheten. I MAR supplerer art. 21, jf. fortale premiss 77, art. 12. 1 c). Forbudet etter bokstav c) må ikke stride mot prinsippene om ytringsfrihet angitt i art. 21, som tar for seg offentliggjøring eller formidling av informasjon i mediene. Rettigheten står gjeldende med mindre to indikasjoner er oppfylt i art. 21 a) og b). Da vil forbudet gå foran ytringsfriheten. Rettskildene vil videre bli drøftet opp mot hverandre under punkt 4.4.3.

3.11 Finanstilsynets administrative sanksjoneringsmyndighet

Sanksjoneringen av art. 15, håndheves av hver kompetent nasjonal myndighet, jf. art. 22. I Norge er det Finanstilsynet som kan administrativt sanksjoner eller gjennomføre andre administrative tiltak, fastsatt i art. 30.1 a) og nasjonal lov i verdipapirhandelloven (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 770–771). Meglerhusene, Oslo Børs, utenlandske tilsynsmyndigheter, handelsplassene, enkeltpersoner eller utstederforetak varsler om mistenksomme transaksjoner til det norske Finanstilsynet. Vphl. § 21-1 (1) gjør det mulig for Finanstilsynet å administrativt sanksjonere markedsmanipulasjon med overtredelsesgebyr (Bergo, 2021, s. 532,

kap. 11.4.8 “Forbud og sanksjoner”). Forsettlig eller uaktsom overtredelse kan straffesanksjoneres med fengsel inntil 6 år eller med bøter etter vphl. § 21-15 (4) nr. 1. Ellers håndteres kursmanipulasjon mye strengere hos oss enn resten i Europa (Bergo, 2018).

KAPITTEL 4 - Diskusjonen

4.1 Innledning

I denne delen av oppgaven skal vi undersøke om det foreligger en klar forbindelse mellom forskningsspørsmålene for vi presenterte innledningsvis. I hvilken grad aktiviteter på sosiale medier kan lovlig påvirke kursen på en aksje og når kurspåvirkningen fra sosiale medier kan anses som markedsmanipulasjon, vil diskuteres under punkt 4.3 og 4.4. Under punkt. 2.5 så vi på hvorfor finfluensere inkluderes av regelverket. Det tredje forskningsspørsmålet, for om finfluensere kan utgjøre markedsmanipulasjon, vil bli drøftet gjennomgående nedover i underpunktene til 4.4. Vi vil der drøfte ulike aktiviteter som er begått, og som kan begås av finfluensere, opp mot regelverket for å se hvor grensen går for hva som tenkes å ramme av regelverket på sosiale medier og ikke. Ved å se forskningsspørsmålene i sammenheng, skal de bidra til å besvare vår hovedproblemstilling for *“I hvilken grad det eksisterende rammeverket for markedsmanipulasjon passer for aktiviteter som foretas på sosiale medier?”*.

Investoren Andre Kostolany hevdet at investeringer er basert på 90% psykologi og resten fakta, på kort- og mellomlang sikt (Kostolany, 1997, s. XII). Hvis dette er tilfellet, vil alt som publiseres gjennom sosiale medier få en enda større betydning for andre investeringsbeslutninger. I dag brukes ulike sosiale plattformer til å dele meninger, følelser og fakta, som igjen kan påvirke andres emosjonelle reaksjoner. Negativ oppmerksomhet kan også skade de øvrige investorenes oppfatninger av et selskap (Ma & McGroarty, 2017). Før vi begynner å analysere forskningsspørsmålene mer utdypende, skal vi først dele formidlerne på de sosiale plattformene inn i kategorier under vårt neste punkt, ut ifra hva vi tenker er deres utgangspunkt når det gjelder påvirknings- og gjennomføringskraft.

4.2 Kategorisering av formidlerne

For å lettere kunne analysere hvilke formidlere på sosiale plattformer som utgjør størst risiko for å begå markedsmanipulasjon, ønsker vi å kategorisere formidlerne inn i tre ulike kategorier som omfatter; børsmeldingssystemet, privatpersoners og influenseres spredning av informasjon og andre personer med en betydelig posisjon i næringslivet. På den måten kan vi enklere beskrive og forklare ulike situasjoner med de forskjellige kategoriene. De forskjellige nivåene forteller hvor innflytelsesrike og betydningsfulle vi anser deres påvirkningskraft å være i markedet.

I den første kategorien inkluderes den offentlige informasjonen som spres i form av børs- og flaggemeldinger. Selskaper og børsene sprer informasjonen bredt, både på markedsplassen og egne nettsider. Informasjonen vil ha en stor påvirkningskraft på investorenes investeringsbeslutning, som både kan ha en negativ og en positiv effekt på kursen. Markedsdeltakerne har tillit til at informasjonen er troverdig og at det foreligger lik informasjonstilgang ved investeringsbeslutninger (Knuts, 2010). Vi anser ikke selskapene å være en influenser eller finfluenser, men heller personer med sentrale stillinger som formidlere på selskapets vegne.

I den andre kategorien videreformidles informasjonen fra børsens meldingssystemer av privatpersoner, influensere og finfluensere med en mindre grad av påvirkningskraft. Slike formidlere kan også publisere annen informasjon, meninger eller analyser i sosiale medier, som vanligvis har en lav effekt på markedet (Knuts, 2010). Samtidig kan de skape en flokkmentalitet, hvor man sammen snakker kursen opp gjennom forum og andre plattformer. Denne kategorien vil ikke nødvendigvis utgjøre den største trusselen for markedsmanipulasjon, men kan likevel ikke utelukkes som en risiko. Vi kommer tilbake til “finfluensere” avslutningsvis i dette kapittelet.

I den siste kategorien samles gruppen vi tenker vil utgjøre en stor trussel for markedet ut ifra deres posisjon i næringslivet og tilgang på informasjon. Dette inkluderer både politikere, analytikere og influensere med en betydelig påvirkningskraft. Personer som Elon Musk, Warren Buffet og Donald Trump er

eksempler på slike formidlere som relativt raskt vil kunne påvirke kursen både i en positiv og negativ retning (Knuts, 2010). Kursen vil lettere kunne korrelere med deres publiserte synspunkter og meninger, ettersom slike personer ofte har en høy følgerskare på sosiale medier. Som vi forklarte under punkt 2.5, anser vi også personer i denne kategorien som influensere.

Kategoriseringen over benyttes gjennomgående til å forklare hvilken påvirkning vi i utgangspunktet tenker personene har ut fra forutsetningene, og hvordan noen personer kategorisert i nivå to med lite risiko likevel kan utgjøre markedsmanipulasjon.

4.3 Aktiviteter som gir lovlig kurspåvirkning

4.3.1 Forskningsspørsmål 1

I underpunktene til kapittel 4.3, skal vi drøfte vårt første forskningsspørsmål gjennom å se på hvilke aktiviteter på ulike digitale plattformer som gir en lovlig kurspåvirkning på markedet. Aktivitetene kan være “hausing” i kommentarfeltene på forumer, men også publiserte innlegg på forskjellige plattformer, som kan begås av både influensere eller finfluensere. Forskningsspørsmålet vi stiller er følgende:

“I hvilken grad kan aktiviteter på sosiale medier lovlig påvirke kursen på en aksje?”

4.3.2 “Hausing” og spekulasjoner av fremtidige kurser

Børsmeldinger er ofte utgangspunktet for tekniske analyser lagd av meglerhusene og bankene, som sier noe om selskaper og aksjens fremtidsutsikter. Dersom innholdet i børsmeldingene viser seg å være villedende og feil, eller selskapets atferd anses som villedende i forhold til børsmeldingen slik vi så i “Funcom”-saken som ble presentert under punkt 3.8, kan børsmeldingen ha en ulovlig effekt på kursen og skape feilaktige analyser. Likevel anses børsmeldingene som normalt reelle påvirkende aktiviteter dersom de behandles i tråd med MARs meldingssystem. Tekniske analyser kan fort bli store samtaleemner på ulike digitale plattformer som gir både positive og negative kurspåvirkninger. Vi skal begynne med på å se på hvordan “hausing” basert på tekniske analyser kan ha en

lovlig effekt på kursen. Som presentert under punkt 4.2, vil både finfluensere og influensere kategoriseres under nivå to og være sentrale formidlere videre i denne drøftelsen.

En sentral internettarena utenom newsweb systemet til børsen, er de ulike aksjeforumene. De har de siste årene blitt en populær plattform for både “hausing” av aksjer og selskaper, samtidig som kommunikasjon og diskusjoner av tekniske analyser ikke er et ukjent samtaleemne. Forumene har som regel et større antall medlemmer, hvor det ikke er uvanlig at velskrevne innlegg kan bidra til å skape en flokkmentalitet. I denne sammenhengen vil det være interessant å se på hvordan Rec Silicon ble et aktuelt og relevant tema i 2020 og 2021.

“Aksjeanalyser.com” publiserte en teknisk analyse for fremtidsutsiktene til RECSI aksjen 26. august 2020. Kursen lå på kr 3,45 da analysen ble utgitt, og 30. november 2020 var den steget til kr 9,99 (Pettersen, 2021). Kursens påvirkning illustreres i graf 2 i dette punktet. Ved hjelp av tekniske analyser kan en prøve å forutsi i hvilken retning kursen på en aksje er på vei, basert på historiske tall og andre indikatorer. Vi vil ikke kunne anse dette som verken villedende eller falsk, med mindre personene bak publiseringen har utviklet falske analyser for å spre misvisende informasjon til markedet, jf. *Økonomistudentene*. Analysene i seg selv er basert på reelle historiske tall som er offentlig tilgjengelig informasjon. I kombinasjon med andre selskapsspesifikke mønstre kan de i større grad betraktes som en mening eller en oppfatning av et selskaps fremtidsutsikter.

Imidlertid viste det seg at RECSI- aksjen også ble et populært tema på forumet til Hegnar Media. For å lettere forstå hvordan slike aksjer diskuteres i forumene, skal vi bruke eksempler fra finfluenseren “Wolf of Bygda” sine kommentarer på forumet (Wolf of Bygda, 2021). Den 6. januar 2021 kommenterte han innlegget “The year ahead for Rec” med “*Løp å kjøp..Den er 20kr på fredag*”, etterfulgt av tre dollartegn. Kommentaren fikk 4 170 visninger. Kursen steg fra kr 16,29 til kr 18,07 per aksje fra 6. til 7. januar. Den 7. januar kommenterte profilen ytterligere på et annet innlegg med tittel “Rec...Røkke med milliard satsing mot grønt...”, med “*All inn’ her. Spytt inn hver gang etter lønning. Lever som fattig student imens jeg ser rec blomstre*”, som fikk en eksponering for 5 564 lesere (Wolf of Bygda, 2021). Vi kan ikke med sikkerhet si at kursøkningen bare skyldtes hans

kommentarer, men vi kan anse økningen å ha en nærliggende sammenheng med oppmerksomheten aksjen fikk i kommentarfeltene på forumet.

I punkt 4.2 kategoriserte vi finfluensere, som “Wolf of Bygda”, under nivå 2 fordi de som formidlere i utgangspunktet har en moderat påvirkningskraft.

Finfluenserens kommentarer som her er presentert, kan ikke tenkes å være underlagt Finanstilsynets området. Årsaken er at de kun bærer preg av å være spekulasjoner i kursens fremtid som man enda ikke vet om er sann eller ikke. Kommentarene er derfor ikke å anse som feilinformasjon på publiseringstidspunktet fordi man enda ikke vet hvor kursen vil ende om noen dager. Grensen til spredning av feilaktig informasjon, vil oppstå der kommentarene hadde inneholdt informasjon som ikke var i samsvar med virkeligheten på publiseringstidspunktet. Et eksempel på det vil være der kommentarene inneholder vesentlige feil vedrørende regnskapstall som kan bekreftes gjennom andre kilder. Vi utelukker derfor også at kommentarene er å anse som villedende fordi de i utgangspunktet ikke gir opplysninger som en *“fornuftig investor ville tatt med i en investeringsbeslutning”*. Kommentarene bærer heller ikke preg av å være manglende, i lovgivningens forstand, fordi spekulasjonene som skrives verken er riktig eller galt på spredningstidspunktet. Det er ikke forbudt å dele egne investeringer i god tro.

Andre “hausende” kommentarer har typisk vært *“Jeg er med”* etterfulgt av en rakett og cash emojis. At “hausing” basert på meglerhusenes sine tekniske analyser ikke er forbudt, kan trolig ha en sammenheng med hvordan reguleringen i finansmarkedet er utformet basert på teorien om et effektivt marked. EMH (Efficient Market Hypothesis) antar at allerede publisert informasjon ikke kan skape feilprising, så lenge denne informasjonen er reell og ikke villedende. Informasjonen er allerede assimilert i prisene på markedet av de profesjonelle aktørene. Hobbyinvestorene på forumene er ofte for sent ute til å tolke informasjonen som allerede er inkludert i aksjeprisen. Som vi skal komme tilbake til under punkt 4.4.2, motvirker forbudet mot markedsmanipulasjon imidlertid kun informasjonsasymmetrier som skaper et feil informasjonsbilde og som bidrar til feilprising. Informasjonsasymmetrier som ikke er skapt av desinformasjon kan man i stedet betrakte som positive konkurransefortrinn for markedet, så lenge man handler med et likt informasjonsgrunnlag.

I grafen nedenfor skal vi se på kursutviklingen til RECSI aksjen. Den nærliggende sammenhengen mellom “hausing” av “RECSI” aksjen på Hegnar forumet og effekten på kursen, foregikk i perioden desember 2020 til mars 2021 (Finansavisen, 2021).

Graf 2 illustrerer kursutviklingen til RECSI aksjen i den spesifikke perioden



(Nordnet, u.å.-a).

Kursen 30. november 2020 lå på kr 9,99, men steg 8. februar 2021 til en toppkurs på kr 23,66 (Nordnet, u.å.-a). Oppgangen lå på ca. 136,8%, samtidig som det viste seg at aktivitetene på Hegnar forumet under den aktuelle perioden var høy med eksponeringer opp mot 200 000 per innlegg (Finansavisen, 2021). I likhet med Gamestop saken er tidsintervallet på kursoppgangen i samme periode som hausingen og praten i forumene, men at det i denne saken ikke foreligger noen synlig “aksjon”. På den måten ser vi hvordan store sosiale nettverk sammen kan ha en betydelig kurspåvirkningseffekt. Selv om sakene utspilte seg i ulike land, er det tydelig at aktivitetene rundt ulike aksjer har mange likhetstrekk. Som vi redegjorde for under punkt 3.9, kan lignende saker være en grunn til at ESMA anså det som viktig i sin uttalelse å opplyse om hvilke konsekvenser som følger av å ta del i en slik “hausing” gjennom sosiale medier.

Omfattende medieomtale vil raskt også kunne spre seg til andre sosiale plattformer og øke interessen til “utenforstående”. Gjennom en FOMO-følelsen

som skapes i sosiale nettverk, vil det kunne skape ringvirkninger i form av økte kurser. Listen over de mest omsatte aksjene hos meglerhusene, viser seg å ha en nær sammenheng med selskaper som jevnlig er i medias søkelys. Vi har også sett at det foreligger en sterk tilknytning mellom småsparernes favorittaksjer hos Nordnet og de mest omtalte selskapene på forumer og andre sosiale plattformer. Det er gjerne de største internasjonale selskapene som Tesla på førsteplass, Rec Silicon og Gamestop på fjerde og femteplass, som er et gjennomgående tema i diskusjonsforumene (Meisingset & Feratovic, 2022). Nordnet sine tall viser at RECSI var deres mestselgende aksje, med en omsetning på over 520 millioner kroner i juli 2021 (Nordnet, 2021).

Ved å se på hvordan flokkmentaliteten kan slå ut på en kurs og hvordan dette henger sammen med listen over de mest omsatte aksjene hos meglerhusene, kan man få en bedre forståelse av betydningen media har for kurspåvirkninger. Å dele egne meninger om markedstendenser, spekulasjoner i kursens fremtid og hvilke investeringer man har gjort, anses ikke som ulovlig kurspåvirkende aktiviteter, så lenge det som deles ikke er feil eller villedende på publiseringstidspunktet. Under oppgavens neste punkt skal vi fortsette å se på aktiviteter som ikke nødvendigvis vil utgjøre en risiko for markedsmanipulasjon, til tross for at de kan ha en effekt på aksjekursen.

4.3.3 Publiserte innlegg uten risiko for markedsmanipulasjon

Publiserte innlegg på ulike sosiale plattformer, trenger ikke nødvendigvis å være gjenstand for ekstrem "housing". Influensere publiserer ulike selvstendige innlegg som består av både tanker, egne meninger og annen spesifikk informasjon. Slike utsagn trenger ikke nødvendigvis å utgjøre en risiko for verdipapirmarkedet, der ikke alle tilfeller har kommersielle hensikter. Likevel har graden av formidlerens påvirkningskraft en innvirkning på omfanget av en eventuell kursbevegelse. I denne sammenhengen kan vi derfor inkludere formidlere fra nivå to og tre.

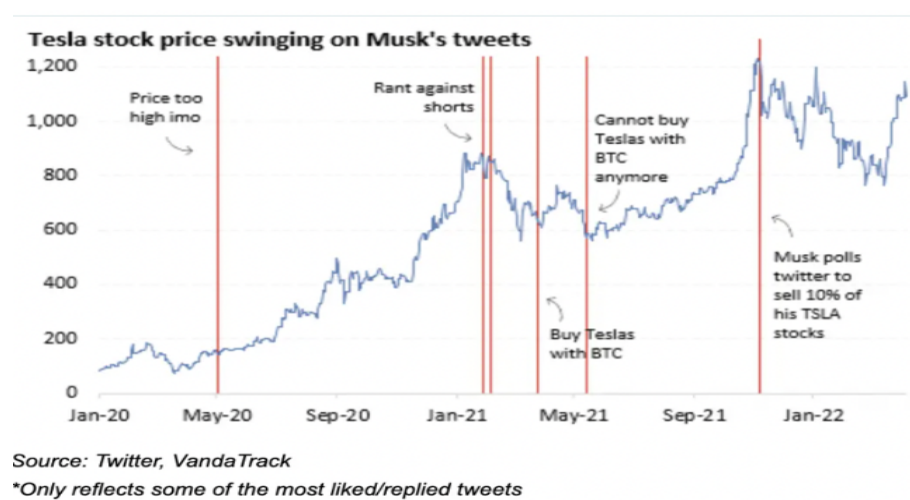
For å belyse hvilken effekt publiserte innlegg i sosiale medier kan ha på en aksjekurs, ønsker vi å benytte Elon Musk sin avstemningspoll på Twitter. Hendelsen presenterte vi ytterligere i punkt 2.8 og er et interessant tilfelle å drøfte i forhold til å se på hvordan en annen aktivitet kan ha en lovlig effekt på kursen.

Avstemningspollen ble publisert i forbindelse med at han ønsket at følgerne sine skulle få bestemme hvorvidt han skulle selge 10% av sine aksjer i Tesla. Innlegget hadde 3,5 millioner respondenter, hvorav 57,9% svarte ja til at han skulle selge en andel av beholdningen sin i Tesla (NTB, 2021b). Mengden av respondenter vil i utgangspunktet bidra til å øke troverdigheten utad samtidig som resultatet vil kunne være avgjørende for andres beslutningsgrunnlag. Ettersom Musk har rundt 90 millioner følgere på Twitter per mai 2022 (Elon Musk, u.å.), vil slike hendelser kunne oppleves som både uroskapende og forstyrrende i markedet fordi innleggene har en såpass stor eksponering. Analytiker Roger Berntsen mener således at Elon Musk så langt har klart å opprettholde sin integritet.

“Dersom Elon Musk ikke skulle klare å opprettholde sin integritet i fremtiden, er det naturlig å anta at hans børsverdier vil følge med i dragsuget.”

Det publiserte innlegget trekker ikke i retningen av å være falsk eller villedende. Årsaken er at han gjennomførte det avstemningsresultatet viste. I denne sammenhengen er det også interessant å trekke inn hvordan den svenske tingretten anså det som vesentlig at de to svenske studentene, jf. *Økonomistudentene*, handlet mot sine egne utsagn. Dette er motsatt av hva Musk endte med å gjøre. Hadde han ikke fulgt avstemningens resultat, kunne hendelsen stilt seg annerledes. Til tross for at meningsmålingen ikke trakk i retning av å være falsk eller villedende, endret likevel aktiviteten kursen, som illustreres i grafen under.

Graf 3 illustrerer Tesla kursens respons på meningsmålingen ved den siste røde vertikale linjen



Hentet fra “Markets Insider” og laget av VandaTrack (Mozée, 2022).

Den siste røde linjen på grafen indikerer kursen når Musk publiserte meningsmålingen på Twitter. Aktiviteten skapte først en “oppblomstring” i kursen etterfulgt av en negativ utvikling. Når personer som øverste sjefen i et selskap selger aksjer, kan dette være et tegn på at aksjen er overpriset (Sæter & Fraser, 2021) og en forklaring på hvorfor kursen falt da Elon Musk erklærte resultatet av pollen og begynte å selge. Likevel ser vi at effekten ikke er av varig karakter siden kursen fort innhenter seg. Lignende aktiviteter kan skape uro i kursutviklingen og gjøre den mer volatil. Rettigheten til å ytre hva som helst i sosiale medier kan i ytterste konsekvens blir en risiko for markedsbildet der uttalelsene er villedende eller feilaktige. Som vi var inne på under punkt 2.8, stilles det strengere krav til hva personer i et selskap kan publisere og si offentlig fordi det enklere kan skape større reaksjoner i markedet.

Grensen for om meningsmålingen er å anse som en lovlig aktivitet, mener vi i dette tilfellet går på hvorvidt Musk følger sine egne publiserte råd. Den svenske domfellelsen om *Økonomistudentene*, kan tolkes dit hen at å følge sine egne råd og ytringer, vil være sentralt i hvorvidt innlegget kan anses som villedende eller feilaktig for markedet. Siden Musk endte med å selge aksjene sine, kan man istedenfor oppfatte meningsmålingen som uro og støy for markedets prising, ettersom han besitter en sterk påvirkningskraft. Vi vil under neste punkt drøfte siste del av vårt første forskningsspørsmål for aktiviteter som lovlig kan påvirke kursen. Her skal vi se på ulike aspekter og konsekvenser ved den kjente GameStop skandalen.

4.3.4 Kunstig oppblåsing av kursen til GameStop aksjen

Vi har til nå vært gjennom noen av aktivitetene som utspiller seg på sosiale medier og som kan gi en lovlig påvirkning av kursen. Som siste del av drøftelsen om lovlig kurspåvirkning, skal vi nå se på ulike aspekter ved GameStop-skandalen som likevel kan ligne en markedsmanipulerende hendelse.

Store internasjonale hendelser som AMC og GameStop i 2021, viser at økt bruk av et sosialt nettverk og kommunikasjon via ulike digitale plattformer, kan ha en større fremtidig innflytelse på finansmarkedet (ESMA, 2021d). Med GME-

aksjens kraftige og hurtige kursøkning i januar 2021, er det nærliggende å tenke seg at dette skapte en FOMO effekt på investorene som stod på utsiden. Det vil i vår sammenheng si frykten for å gå glipp av en avkastning. Uttrykket “*David slo Goliat*” ble også hyppig brukt om GameStop skandalen, og kan reflektere den kunstige prisøkningen som forelå. Hendelsen fikk store konsekvenser for de private småinvestorene som handlet for sent og som ikke rakk å selge seg ut i tide (Andreassen, 2021). Mange investorer som handler basert på en FOMO, vil generelt kunne gå glipp av de største avkastningene fordi de gjerne kjøper seg inn for sent (Bishop, 2021).

Som vi redegjorde for under punkt 3.9, uttalte ESMA i februar 2021 seg om risikoen forbundet med aksjehandel gjennom sosiale medier. Uttalelsen kom på bakgrunn av flere amerikanske episoder av aksjehandel med høy prisvolatilitet og samordnede handlinger basert på informasjon delt i sosiale medier. I uttalelse oppfordret ESMA “retail” investorer til å være forsiktige med å ta beslutninger utelukkende basert på informasjon fra sosiale medier og andre uregulerte plattformer, hvis man ikke kunne verifisere troverdigheten og kvaliteten til informasjonen, gjennom eksempel børsmeldinger som vi var inne på under punkt 2.4. ESMA mener i sin uttalelse at det ikke utgjør markedsmissbruk å diskutere muligheten for kjøp og salg av aksjer i et selskap. Videre mente ESMA at organiserte og koordinerte strategier som baserer seg på tidsspesifikke handler for å flytte på aksjekursen, kan utgjøre markedsmanipulasjon. Den beskrevne strategien vil bli gjenstand for videre drøftelse under punkt 4.4.6. Derfor mener ESMA at det bør utvises særdeles forsiktighet for hva som legges ut av informasjon på sosiale medier om en utsteder eller en aksje fordi spredning av falsk eller villedende informasjon også kan være markedsmanipulasjon (ESMA, 2021b) som vi skal se videre på under punktene i kap 4.4. GameStop saken ble spesielt en av årsakene til at ESMA ikke kunne utelukke at lignende tilfeller ville oppstå på det europeiske markedet og derfor informerte om konsekvensene av å delta i “hausingen” av handel (ESMA, 2021a).

GameStop aksjen hadde en kortvarig og markant økning før den drastisk falt. Dette kan reflektere hvordan aksjonærene øynet en mulighet for å tjene raske penger under aksjonen samtidig som appen Robinhood etterhvert frøs muligheten for å kjøpe seg inn. Deres tiltak med å stoppe en del av handelen kan også skape

en FOMO effekt hos de aksjonærene som sitter på eierandeler i selskapet. Begynner folk å selge seg ut for å redde en mulig avkastning før det er for sent, vil dette bidra til en raskt fallende kurs der ingen kan kjøpe seg inn samtidig. Raske inntjening har en sammenheng med kortsiktige plasseringer og ofte kortsiktige kursøkninger. Aksjonen mot shortingselskapene varte i kun noen dager på sitt mest ekstreme, og noen investorer klarte å dra inn store fortjenester til kontrast fra andre som tapte store penger. Kammeradvokaten Jan Leopoldson i Ekobrottsmyndigheten delte sine tanker i en samtale 20. mai 2022 om hvorfor gjerne de yngre investorene investerer på kort sikt.

“Den yngre generasjonen virker mer utålmodig og ønsker ikke å investere langsiktig, men er heller ute etter måter og metoder å innhente raske penger på.”

Videre kan det stilles spørsmål om hvorvidt egentlig slike hendelser utgjør en risiko for markedsmissbruk. Generell diskusjon om kjøp og salg av en aksje i ulike selskaper vil i utgangspunktet ikke utgjøre markedsmanipulasjon. Men koordinerte strategier for å endre en aksjekurs, kan utgjøre markedsmanipulasjon. Deltakelse i koordinerte fellesskap kan føre til at markedsbildet blir betydelig forskjøvet og kunstig priset. Dette kan svekke verdipapirmarkedets naturlige funksjon og integritet, samtidig som investorbeskyttelsen settes på prøve.

Ut fra bevisbildet ble det ingen straffesak for markedsmanipulasjon etter det amerikanske lovverket i GameStop saken. Gitt vår kunnskap om den europeiske lovgivningen, er det ikke utenkelig at saken kunne fått et annet utfall her. Det er vanskelig å konkludere med det ovennevnte ettersom vi verken kjenner til alle detaljene eller har kjennskap til hvordan lovgiver ville vurdert de ulike aspektene ved sakens oppbygging. Som tidligere nevnt er amerikansk rett ekskludert fra oppgaven og vil derfor ikke bli presentert eller analysert ytterligere. Det kan riktignok være hensiktsmessig å se på resultatet av hendelsen opp mot det europeiske regelverket og et potensielt skadeomfang. En slik sammenligningen kan gi en indikasjon på hvordan markedsmissbruksforordningen faktisk ønsker å forebygge og avverge lignende hendelser på vårt marked. En sentral faktor er forordningens inkludering av moderne kommunikasjonsmidler som sosiale medier. Dette er presisert i fortalen punkt 48 og EFTA domstolens tolkning av MAD i dommen *Økokrim mot F & G*. På den måten likestiller MAR tradisjonelle

og moderne former for å begå markedsmisbruk. Vi har sett på hvorvidt det faktisk ble delt villedende eller falsk informasjon om Gamestop til markedet. Slik vi kjenner saken, er det ingenting som tyder på at det ble spredt slik desinformasjon. Istedenfor ble selskapet ekstremt “hausset” opp i forumer med et ønske om å redde selskapet fra shorterne.

Ønsket så ut til å være å få med flest mulig med på en kollektiv handel så en påfølgende kurs kunne slå tilbake mot hedgefondene, som endte i en såkalt “*short squeeze*” (ESMA, 2021d). Det kan tilsynelatende se ut som at hobbyinvestorene handlet i god tro med et eneste ønske om å redde selskapet. En kan på en annen side tolke situasjonen i seg selv som manipulerende ettersom det ble skapt et falskt og kunstig bilde av prisen. Det relevante er virkningen av hendelsen. En slik stor organisering for å presse ut hedgefondene kan ligne markedsmanipulasjon. Til tross for at det skjer i det åpne rom på nett, er intensjonen å påføre hedgefondene store økonomiske tap. Intensjonen ligner “*pump*” stadiet, fra “*pump & dump*” strategien, uten at aksjen nødvendigvis ønskes å selges i samme operasjon som “*dump*” stadiet er. Ønsket om økt kurs uten å motiveres av en eventuell pengeprofitt kan også rammes av forbudet, som vi videre skal drøfte når vi skal ta for oss forskningsspørsmål to. Ser man på MAR art. 12.1 c) så er et alternativt vilkår at opplysningene eller “*hausingen*” sikrer eller er egnet til å sikre kursen på et kunstig nivå. Dette kan anses å være tilfellet i kursutviklingen da kursen økte uten at det ble gitt ut noen meldinger fra selskapet i samme tidspunkt. Slik vi tolket hendelsen, var det ingen underliggende verdier eller holdepunkter som forårsaket en kursøkning bortsett fra “*hausingen*” i forumet. Etterspørselen etter aksjen økte som et resultat av at informasjon ble spredt om at den var underpriset. Sikring av tiltak mot markedssvikt, forsterking av tilliten og styrking av integriteten i markedet, er en del av formålet til MAR, jf art 1. Ut ifra våre observasjoner av GameStop skandalen, viser slike punkter seg å være store kontraster til saken utløp. En slik kunstig oppblåsing av kursen er svært skadende for mekanismene som sikrer riktig prising av finansielle instrumenter og tilliten som følger denne. Som vi har sett er ikke intensjonene det helt relevante i vurderingen av forbudet mot markedsmanipulasjon ettersom regimet er virkningsorientert. Men som vi redegjorde under punkt 3.5.1, kan det bidra til å belyse det hele og bevise om atferden mangler økonomisk rasjonalitet.

GameStop hendelsen endte ikke i noen straffesak, men vi tenker virkningen av det som skjedde rammes under det administrative forbudet mot markedsmissbruk på det europeiske marked. Etter vår oppfatning vil det være uheldig for markedet dersom lignende tilfeller utspilles uten noen motreaksjoner. Ut fra ESMA sin vurdering foreligger det en risiko for at slike hendelser kan skje på det europeiske markedet. Det er derfor viktig at lignende handlinger er omfattet av det MAR ønsker å ramme og at det utvises forsiktighet med hvilken informasjon om utstedere og aksjer som publiseres på sosiale medier. Under neste punkt skal vi drøfte hvilke aktiviteter som er viktig at omfattes av MAR.

4.4 Aktiviteter som kan utgjøre markedsmanipulasjon

4.4.1 Forskningsspørsmål 2 og 3

I underpunktene til kapittel 4.4 skal vi drøfte ulike aktiviteter som gjennom sosiale medier passer med det markedsmissbruksforordningen ønsker å ramme. Hvorfor særlig informasjonsbasert “pump & dump” strategier er viktig å ramme i dagens situasjon vil også bli gjenstand for drøftelse. Vi vil inkludere aktiviteter begått av både influensere og finfluensere. Vi vil derfor kombinere vårt andre og tredje forskningsspørsmål i dette punktet:

“Når kan kurspåvirkning fra sosiale medier anses som markedsmanipulasjon?”

&

“Kan finfluensere utgjøre markedsmanipulasjon?”

4.4.2 Feilprising som en konsekvens av desinformasjon

Vi har til nå drøftet ulike aktiviteter som har utspilt seg på sosiale medier og sett på hvorfor de ikke er å anse som en ulovlig kurspåvirkning eller aktivitet. Videre skal vi drøfte vårt andre og tredje forskningsspørsmål. Først begynner vi med å se på et viktig poeng angående feilinformasjon og tilhørende påvirkning, før vi videre vil drøfte forskjellige aktiviteter opp mot lovverket.

Riktig prising av finansielle instrumenter er en forutsetning for å opprettholde tilliten til investorene og deres tilstedeværelse på verdipapirmarkedet. Prisen er

viktig fordi den skal reflektere alle faktorene knyttet det finansielle instrumentet, som for eksempel antall bestillinger, referanseverdier og tilgjengelig informasjon (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 21). I den juridiske delen i kapittel 3 redegjorde vi for de relevante definisjonene av manipulativ atferd som omfattes av MAR art. 12.1 c). Definisjonen om feilinformasjon ser vi har en sammenheng med teorien om et effektivt marked, (Efficient Market Hypothesis). “EHM” går ut fra at er informasjon som påvirker prisingen av finansielle instrumenter fordi det er analysene av informasjonen som investorene bruker til å ta beslutninger (Finansleksikon, 2022). Ifølge teorien kan desinformasjon skape feilprising og informasjonsasymmetrier i markedet. Men også feilaktig fremstillinger kan skapes gjennom videoer på sosiale plattformer. Vi kan illustrere dette gjennom å se på influenseren “*Wolf of bygd*” sine publiseringer. I flere TikTok videoer har han knyttet sin “ekstravagante livsstil” til sine investeringer, slik vi var inne på under punkt 2.6. Ettersom hans livsstil ikke stemte med virkeligheten, ble signalene informasjonen i videoene ga feilaktige. Videoene kan være et grunnlag for andres investeringer, som de ellers ikke ville foretatt hadde de hatt kjennskap til sannheten. Slike hendelser kan tenkes å være bidragsytende for feilprising dersom videoene får tilstrekkelig troverdighet, men trenger ikke nødvendigvis utgjøre en feilprising for å rammes av forbudet.

Teorien om “EMH” belyser viktigheten av å regulere informasjonsspredningen under art. 12.1 c) fordi et velfungerende og effektivt marked ikke kan eksistere der investorene tar handelsbeslutninger basert på feil grunnlag (Knuts, 2010). Siden markedsprisene har en tendens til å reagere raskt på ny offentlig publisert informasjon, medfører det en tilsvarende pris-reaksjon når markedet eksponeres for desinformasjon etter art. 12.1 c) (Knuts, 2010). I de to svenske dommene, som vi redegjorde for i punkt 3.8, skal vi nå bruke til å illustrere hvordan spredningen av desinformasjon var det sentrale for sakens utløp. Oppdiktet informasjon om både aksjene og selskapene bestod i både velskrevne og troverdige blogginnlegg og analyser, og ble derfor ansett som vesentlig. På en side ble det avgjørende at de domfelte handlet motsatt av det informasjonen signaliserte. Slike tilfeller vil direkte kunne indikere at informasjonen er falsk og dermed desinformert. I tilfeller der formidlerne ikke foretar noen transaksjoner igjennom eksempel ryktespredninger, kan en stille spørsmål rundt motivet for atferden. Dette kan likevel være straffbart siden bestemmelsen ikke stiller krav til egen vinning etter

art. 12.1 c) (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 750). Det sentrale element er at informasjonen som spres *kan* forstyrre den riktige prisingen av aksjen. Likevel har vi sett at MAR art. 12.1 ikke stiller som krav at informasjonen faktisk bidrar til handelsaktivitet, slik at det oppstår feilprising eller påvirkning av kursen, for å bli rammet av forbudet. Det er tilstrekkelig at kursen *kan* bli påvirket (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 771). Forarbeidene har også påpekt at det foreligger en lavere terskel for hvilken informasjon som kvalifiserer som feil og villedende opp mot vilkåret for egnethet til å påvirke (Prop. 96 LS (2018–2019), 2019, s. 201). Begrunnelsen gjenspeiles også i art. 15 inkludering av forsøk der kursen ikke “rekker” å bli påvirket.

Feilprising som en konsekvens av desinformasjon er et viktig hensyn for reguleringen av art. 12.1.c) og mekanismene som danner et velfungerende marked. Likevel stilles det ikke et krav til at det faktisk har skjedd en kurspåvirkning eller at opplysningene har ledet til aksjehandel for å være omfattet av forbudet. Derfor vil ikke feilprising som en konsekvens av aktivitetene på sosiale medier være et vilkår i forbudet av markedsmanipulasjon. Dette indikerer at vi kan se flere manipulasjonssaker i fremtiden der kursen i seg selv ikke har blitt påvirket, som er en kontrast til de sakene vi har omtalt i denne oppgaven. Videre skal vi kort se på om ytringsfriheten på sosiale medier setter begrensninger for forbudet mot feilinformasjon.

4.4.3 Ytringsfrihetens rolle på sosiale medier

Kriminalisering og regulering av informasjon gjennom sosiale medier, vil med nødvendighet ha en side til det grunnlovfestede vernet om ytringsfrihet, jf. Grunnloven § 100. Vi vil kort drøfte emnet opp mot art. 12.1 c) fordi det er et viktig tillegg ved vurderingen av hva som kvalifiseres under gjerningsbeskrivelsen art. 12 og 15, men vil således bli noe avgrenset grunnet problemstillingen til avhandlingen.

I utgangspunktet verner ytringsfriheten ytringer mot innblandingen fra myndighetene. Alle type ytringer, meninger og opplysninger vil derfor i utgangspunktet kunne florere på informasjonskanalene (Overland, 2021). Det fremgår av MAR art. 21 at informasjonen i art. 12.1 c) likevel er akseptert dersom

det ellers ville være i strid med prinsippene for ytringsfrihet, jf. EMK art. 11 og Grunnloven § 100. Art. 21 må leses i sammenheng med fortale pkt. 77, som understreker forpliktelsen til å overholde EUs grunnleggende rettigheter som presse- og ytringsfriheten. Artikkelen er en særregel for vurderingen av MAR art. 12.1.c), jf. NOU 2017: 14 s. 44. Art. 21 er særlig aktuell for journalistikk, men også for andre uttrykksformer i media (Lehmann & Kumpan, 2019, s. 834). Derfor ser vi det hensiktsmessig å inkludere art. 21 opp mot drøftelsen av hvilken informasjon som passer inn under art. 12 og 15. Ytringsfriheten er helt essensielt i et demokrati, men av hensyn verdipapirmarkedet vil det ikke nødvendigvis være positivt om alle til enhver tid og pris uttrykte sine meninger og oppfatninger på sosiale medier. I ytterste konsekvens vil det skade det reelle bildet av finansmarkedet.

Hvis villedende og feilaktige utsagn ikke reguleres for å unngå krenkelse av ytringsfriheten, vil dette vanskeliggjøre oppnåelsen av formålene bak forordningen. Der influensere eller nærstående, direkte eller indirekte, tilegner seg fordeler som følge av formidlingen av villedende eller feilaktige opplysninger, eller har en intensjon om å villedde markedet med hensyn til kursen på det finansielle instrumentet, er opplysningene ikke beskyttet under art. 21. Forbudet i art. 15, jf. art. 12.1.c) vil da gå foran ytringsfriheten. Derfor er det ikke fri tilgang til å skrive eller ytre hva som helst på sosiale medier. Det finnes internasjonal rettspraksis som nettopp reflektert dette, jf. *Medisinstudentene & Økonomistudentene*, der myndighetene måtte blande seg inn i hva som var skrevet på blogginnleggene og i analysene fordi signalene innholdet sendte ut var villedende og feil, ref. punkt 3.8.

Med de mindre begrensningene som finnes i ytringsfriheten og er her drøftet, skal vi nå undersøke om definisjonsbestemmelsen i art. 12. 1 c) passer for utvalgte aktiviteter som foretas på sosiale medier. Vi vil først bruke et publisert innlegg fra Elon Musk i 2018 til å belyse hvordan slike publiseringer kan resultere til markedsmanipulasjon.

4.4.4 Publiserte innlegg med risiko for markedsmanipulasjon

Som vi presenterte under punkt. 2.8, forsøkte Elon Musk å ta Tesla privat i 2018. Grunnet hans store følgerbase trenger ikke Musk å gi en større innsats i å spre informasjon utover å poste tweeten. Slike influensere vil i utgangspunktet ha en større påvirkningskraft enn gjerningspersonene i *Økonomistudentene* og *Medisinstudentene*. Derfor kategoriseres personer som Elon Musk under nivå 3, ref. punkt 4.2. I dette kapittelet forholder vi oss til forskningsspørsmål to for hvordan publiserte innlegg i sosiale medier kan utgjøre en trussel for markedsmanipulasjon, begått av andre enn en finfluenser.

Musk sine publiseringer på Twitter om Tesla er underlagt det amerikanske regelverket, men vil i denne oppgaven brukes til å eksemplifisere hvilken effekter og signaler uttalelser fra kjente influensere i kategori nivå 3 kan gi til verdipapirmarkedet. Vi vil derfor bruke gjerningsbeskrivelsen fra 2018 (Elon Musk [@elonmusk], 2018) som et eksempel for å se på hvilken grad MAR art. 12.1 c) kan anvendes på lignende tilfeller. Vi vil ikke konkludere med hvorvidt Musk sin atferd kan anses som manipulerende etter europeisk rett. I den aktuelle saken hevdet SEC at innlegget førte investorene bak lyset og skapte betydelig markedsforstyrrelser ved å spre “falsk og villedende” informasjon på Twitter. Dette ble begrunnet med at finansieringen faktisk ikke var sikret slik som innholdet signaliserte (SEC, 2018). For å videre tolke hvilken betydning en slik sak kan ha, skal vi drøfte hendelsen gjennom bestemmelsens fire vilkår.

I utgangspunktet inkluderer art. 12.1 c) all type informasjon som enten er sann eller usann, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. Derfor vil opplysninger om at han vurderer å ta et selskap av børsen og bekrefter via sosiale medier at finansieringen er sikret, kunne inkluderes i definisjonsbestemmelsens første vilkår.

Det andre vilkåret i art 12.1 c) tar for seg hvorvidt informasjonen om tilbudet er egnet til å gi villedende eller falske *signaler* til markedet. Signalet, som betyr en indikasjon eller antydning (NAOB, u.å.) av en bestemt tilstand vedrørende et

finansielt instrument, vil i denne saken omhandle oppkjøpet av TESLA aksjen. Musk som gründer og storaksjonær må kjøpe opp en tilstrekkelig andel aksjer fra de øvrige aksjonærene for \$420 per aksje for å kunne ta selskapet av børs. Derfor anses informasjonen å gjelde et signal om selve tilbudet. Som vi presenterte under punkt 4.3.2, har Twitterkontoen som publiserte meldingen 90 millioner følgere. Dette indikerer at signalet vedrørende tilbudet er synlig for veldig mange og kan dermed oppfattes av andre aktører. Når andre aktører kan oppfatte signalet, finnes det dermed mottakere av signalet på plattformen. Hvem som sprer publikasjonene har også betydning for troverdigheten av signalet (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 128). Som en offentlig person, kjent som selskapets grunder og storaksjonær, tillegges han en naturlig troverdighet. Saken belyser også den generelle innflytelsen uttalelser fra personer i ledende stillinger i et selskap, har på markedet og prisen, som vi kommer til. Det er videre ikke et krav til varigheten av signalet, men tiden bør være lang nok til at andre rekker å oppfatte dette (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 65). Signalet må også være klart nok til at mottakeren forstår sammenhengen mellom informasjonen og aksjen, og kan reflektere over innholdet for å bli påvirket i investeringsbeslutningen. Det trenger dog ikke å være handlet på signalet for at publikasjonene anses å ha gitt et signal til markedet (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 128). Etersom kursen faktisk ble påvirket tyder dette på at opplysningene 7. august 2018 har gitt et signal til markedet. Det er imidlertid ikke et krav til handelsaktivitet som tidligere nevnt.

En kursøkning på 11% ble sluttresultatet da børsen stengte samme dag som meldingen ble publisert. Tesla aksjen falt midlertidig 13,9% dagen etter at SEC åpnet bedragerisaken mot Elon Musk i slutten av september (Aftenposten, 2018). Grafen under viser kursutviklingen og responsen på det som skjedde.

Graf 4 illustrer kursen i Tesla aksjens respons på uttalelsen og siktelsen av Musk



(Nasdaq, 2018).

Som det fremkommer i grafen, får kursen en topp på ca. kr 380 per aksje i starten av august, og en nedgang på ca. kr 265 i slutten av september. Det er ikke forbudt å publisere informasjon som gir et signal til markedet, så lenge informasjonen er korrekt. Ettersom informasjonen i tweeten her viste seg å være feil, ble det gitt feilaktig signaler til markedet som investorene handlet på.

Det tredje vilkåret i art. 12.1 c), er at informasjonen må være utbredt eller spredt. Plattformen Twitter er ikke i seg selv til hinder for forbudet, jf. fortalen punkt 48, ettersom mediet i seg selv ikke er relevant, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. Elon Musk publiserer kun én tweet ut fra det undersøkelsene rundt saken har avdekket, uten å foreta en bred utligning av informasjonen til offentligheten som vil si å dele innlegget videre på andre plattformer. En bred utligning er likevel ikke et krav, jf. nevnte lovkommentar 1. Det anses som tilstrekkelig å spre den feilaktig informasjon i en melding for over 90 millioner på en sosial plattform for at atferden kvalifiseres under gjerningsbeskrivelsen.

Det fjerde vilkåret i art. 12.1 c) inneholder et uaktsomhetskrav og subjektivt kriterium, jf. NOU 2017: 14 s. 40. Elon Musk burde ha skjont at finansieringen ikke var å anse som ordnet når han ikke hadde forhandlet spesifikke avtalevilkår med noen av finansieringspartnere, og at informasjonen derfor ble å anse som feil.

Alle fire vilkårene må være oppfylt for at atferden kvalifiseres under gjerningsbeskrivelsen, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. Ettersom det skjedde en kursøkning i den aktuelle saken, handlet trolig mange av investorene på feil grunnlag av de som tok utgangspunkt i tweeten. Det er akkurat dette reglene om markedsmanipulasjon i MAR ønsker å forhindre, jf. art. 1 og formålet med art. 15 og 12. Denne aktiviteten ble foretatt på en informasjonskanal som var regnet som en av de mest disponerte sosiale plattformene (Enli & Aalen, 2018), av en person som har en betydningsfull posisjon i næringslivet. Ut fra det undersøkelsene kan se i dette eksemplet byr ikke definisjonen i art. 12.1 c) på problematikk til å forby denne type aktivitet på Twitter av hensyn til formålet med forbudsbestemmelsen i art. 15. Foretas kjøp og salg på markedsplasser på grunnlag av feilinformasjon, vil prisingen bli feil og tilliten deretter svekkes. Tilliten er en forutsetning for et velfungerende verdipapirmarked, jf. MAR fortalen punkt 2. Derfor kan det tenkes at lignende aktiviteter vil rammes av MAR art. 15 og 12.

Beslutningen i siktelsen var ment for å gi et signal til markedet om at lignende atferd reguleres, og for å hindre at ytterligere markedsforstyrrelser skjer som kan skade selskapets aksjonærer (David, 2018). Nå har vi sett på Elon Musk saken om å ta Tesla privat i 2018 opp mot det MAR art 12.1 c ønsker å ramme. Her har selve informasjonsspredningen i sosiale medier vært sentral for hvordan en influenser med en sentral ledelsesrolle i selskapet spesielt bør være påpasselig med sine uttalelser. I det neste punktet skal vi ta for oss et av eksemplene på markedsmanipulerende atferd som art. 12.2 lister opp, gjennom å peke på tidligere hendelser på det internasjonale markedet. Vi vil avslutningsvis begrunne hvorfor en slik atferd er viktig å inkludere i lovgivningen. Handlingene vil skille seg fra det som under dette punkt til nå er drøftet, da vi skal se på at det nå er foretatt en transaksjon på forhånd av og i forbindelse med informasjonsutvekslingen. Dette er også en av forutsetningene for at handlingen skal anses som informasjonsbasert “pump & dump” etter MAR art 12.2 d).

4.4.5 Samarbeidende “pump & dump” i sosiale medier

Som en del av vårt tredje forskningsspørsmål, skal vi nå se nærmere på en ulovlig atferd som rammes av regelverket i MAR art. 12.2 d), ved å peke på tidligere

internasjonale rettsavgjørelser begått av finfluensere. Deretter konkluderer vi med hvorfor det er viktig at slik atferd er relevant for reguleringen.

Vi har sett at art. 12.2 d) er sammenfallende med hva som anses som en informasjonsbasert “pump & dump” strategi. Det er viktig å presisere at det er informasjonen som utveksles som anses som det ulovlig element ved strategien, og ikke transaksjonene i seg selv. En “pump & dump” strategi kan beskrives å foregå i fire stadier. “Forstadiet” er det første stadiet der investoren tilegner seg posisjonene i aksjen før informasjonen distribueres. Hensikten er å selge aksjene igjen til en høyere pris. Det andre stadiet, “varslingen”, kan foregå i mange former ut ifra hvilken type sosiale mediekanal som er benyttet. Det som er felles, er at investoren kan innlede til handel i en aksje de allerede har en eierandel i. Et eksempel er falsk informasjon om at bedriften har store nyheter på gang. Det oppmuntres til å kjøpe seg inn og det forsikres at de andre ikke kan verifisere informasjonen. Det tredje stadiet, “pumpen”, er der varslingene skaper frykt for å gå glipp av en forespeilet forfalsket avkastning. Handles det derfor raskt samtidig vil volumet, gitt den kunstige “hysten”, resultere i at kursen blåses opp. “Pump” stadiet kan også oppstå uten “varslings” stadiet og informasjonsutvekslingen. Da gjennomfører investoren ytterligere kjøpsaktiviteter i samme aksje som vil blåse opp kursen ved å tiltrekke seg andre kjøpere, jf. underrettsakt (EU) 2016/522 seksjon 1 pkt. 4 (c). Dette vil således være avskåret fra oppgaven fordi det relevante ulovlige element ved vår problemstilling er informasjonen som spres og ikke transaksjonene. I det fjerde og siste stadiet, “dumpen”, selger investoren sine opprinnelige aksjer til en pris som gir en fortjeneste uten å dele dette til de øvrige som i utgangspunktet var avhengig av varslingene gitt av investoren. Når beholdningen selges kan dette gi et salgspress som får kursen til å dumpe og utløser videre panikk der aksjene selges med tap.

Siden art. 12.2 d) tar for seg en meningsytring ved bruk av elektroniske medier, tolker vi loven dit hen at bokstav d) henger sammen med beskrivelsen i 12.1 c). Dette er fordi det forbudte elementet i “pump & dump” på sosiale medier er den informasjonsbasert atferden. Vedkommende vet at informasjonen er villedende eller falsk fordi en gjør det motsatte av det opplysningene signaliserer, nemlig selger seg ut når de egentlig har oppmuntret til å kjøpe seg inn (SEC, 2015). Under oppgavens redegjørelse av de svenske domfellelsene under punkt 3.8, så vi

at påtalemyndigheten i begge sakene avdekket et mønster på at gjerningspersonene på forhånd hadde skaffet seg en posisjon i selskapet de uttalte seg om. Dommene gir oss en indikasjon på at de beskrevne investeringsstrategiene gjennom bruk av sosiale medier strafferettslig kan sanksjoneres til betinget fengsel og bøter. Dommene viser også hvilket nivå myndigheten reagerer med på lignende metoder. “Pump’ en” forelå etter at gjerningspersonene spredte villedende analyser og blogginnlegg om det aktuelle selskapet som ga en økt etterspørsel. Da kursen nådde et ønsket nivå solgte de beholdningen, “dump’ en”, og kursen falt på bekostning av de øvrige investorene (Moe, 2019), jf. underrettsakt (EU) 2016/522 seksjon 2 (1) (c) og seksjon 1, pkt 4 (c).

Det er viktig å inkludere denne type atferd i lovgivningen, ikke bare fordi feilinformasjonen umiddelbart kan utveksles til hundretusenvis av mennesker som blir mer effektivt når sosiale medier brukes. Dette var noe den svenske tingretten også la til grunn, jf. *Medisinstudentene* (Björck, 2022). Men også fordi denne form for investeringsstrategier kan hemme andre investorers ønske i å bruke sosiale medier. Dette kan skje på bekostning av de fordelene plattformene har for verdipapirmarkedet gjennom å dele kunnskap og gjøre investeringer mer tilgjengelig for allmennheten (ESMA, 2022d) mm. Det andre er at ofrene for den villedende og feilaktige informasjonen lider økonomiske tap når kursen faller ved “dump’ en”. Myndighetenes bekymring rundt denne type form for investeringsstrategi gjennom sosiale medier er også uttrykt i SECs investorvarsel utgitt i 2015 (SEC, 2015).

I en amerikansk dom, jf. *SEC v. McKeown and Ryan* (litigation release no 21580/june 29.2010) fra 2010, pumpet et kanadisk ektepar opp prisen på aksjene til mikroselskaper gjennom informasjonsdeling på eget nettsted, Facebook og deres Twitter konto. Ut fra deres finansielle ytringer anser vi paret som noen influensere fordi de klarte å påvirke andres investorer beslutninger. Dommen fra 2010 belyser at investeringsstrategien gjennom sosiale medier ikke er et nytt tilfellet for de siste årene. Kriminaliteten skjer dessuten også på flere markeds plasser. Et annet element vi kan tilegne “pump & dump” strategien, som var tilfellet i den amerikanske rettsavgjørelsen, er at utstedere også kan motivere med kompensasjoner av aksjer i de ulike selskapene for at profilene skal spre den

positive informasjonen (SEC, 2015). Da beveger hendelsesforløpet seg over på markedsføringslovens krav om markering av innhold med reklame, jf. mfl. §§ 3, 6 og 8. Dette var et tema på webinarer til forbrukertilsynet og Finanstilsynet. Vi skal ikke gå videre inn på dette temaet. Med en manipulerende atferd som intensiveres av utstederen selv, trolig styrt av egeninteresser for økt kapital til selskapet, kan dette ha store konsekvenser for investorers tillit til utstederne, og ikke bare til det som sies om selskapet. Dette vil virke mot utstederens hensikt med å skaffe mer kapital gjennom verdipapirmarkedet fordi investorer med lite tillit til markedsaktørene trekker seg ut, jf. MAR fortalen punkt 47. Dette begrunnet også Jan Leopoldson med når han snakket om viktigheten av å beskytte verdipapirmarkedet mot svikt. Når ikke investorene tør å handle, går likviditeten til selskapene fra verdipapirmarkedet ned.

Derfor er det også viktig at “pump & dump” ordninger reguleres i sammenheng med informasjonsspredning fordi det også kan foreligge et bakenforliggende samarbeid mellom utstederen og formidleren av informasjonen som i større grad mobiliserer kriminaliteten. En regulering av det beskrevne forhold vil verne investorene og deres tillit, som formålet til MAR nettopp er. Derfor er det videre viktig å overvåke bruken av plattformene (ESMA, 2022c) gjennom systemer som reagerer på gitte scenarier. Markedet kan da også fange opp forsøk, jf. art. 15. Bidraget til Stockpulse, som vi presenterte under punkt 2.3, kan da være en ressurs for å avdekke “pump & dump” handlinger knyttet opp mot spredning av villedende informasjon på sosiale medier. Da kan man mer effektivt hindre at handlingene rekke å skade verdipapirmarkedet for mye (Nasdaq, 2019).

Gitt tilfellene på de utenlandske markedsplassene, presentert tidligere i oppgaven, er det viktig at atferden håndteres og reguleres ettersom markedsforstyrrelser innenfor et land fort kan spre seg til andre markeder. Dette var noe ESMA uttalte seg om i etterkant av GameStop saken (ESMA, 2021a). En regulering signaliserer også til markedet at atferden er forbudt og kan straffeforfølges. Derfor er det fint at art. 12.2 med tilhørende underrettsakter presiserer denne type ulovlig investeringsstrategier eksplisitt. I det neste kapitlet skal vi ta for oss vårt tredje forskningsspørsmål. Vi skal nå se på om det eksisterende regelverket omfatter aktiviteter foretatt av finfluensere i sosiale medier.

4.4.6 *Finfluensere bak lukkede digitale møterom*

Ettersom vi tidligere har drøftet enkelte aktiviteter utført av finfluensere i grensedragningen for hvilke aktiviteter som er lovlig og ulovlig, vil dette punktet også være en del av det tredje forskningsspørsmålet for *om finfluensere kan utgjøre markedsmanipulasjon*. Det vi nå skal drøfte er om en ny “finfluenseraktivitet” passer med forbudet i MAR art. 15 og 12. Som presentert under punkt 4.2, har vi valgt å kategorisere finfluensere som vi har både lest om i media og hatt en dialog med under nivå 2. Dette skyldes at vi anser det som mer krevende for finfluensere å kunne påvirke kursen på markedet (Knuts, 2010). Likevel har vi sett at finfluensere har vist at de sammen med andre kan true den riktige prisingen av kursen.

Det finnes mange måter å benytte sosiale medier på. Som vi presenterte under punkt 3.8, har referering til spesifikke blogginnlegg gjennom aksjeforum utgjort utilbørlig markedspåvirkning og kursmanipulasjon, jf. *Bloggfallet/Medisinstudentene*. Europeisk rettspraksis har belyst at mindre innflytelsesrike finfluensere med færre følgere kan utgjøre kursmanipulasjon der de har gjort en tilstrekkelig innsats, jf. *Bloggfallet/Medisinstudentene og Disclaimerfallet/Økonomistudentene*. Underrettsdommene kommer fra et annet lands rettssystem og vektlegges derfor mindre som rettskildefaktor enn hva en norsk Høyesterettsdom gjør (Bernt & Mæhle, 2007). Likevel gir dommene ulike fortolkninger vedrørende et område hvor det ikke foreligger noen norske rettsavgjørelser etter at MAR ble implementert. Den nyeste aktiviteten som er avdekket er de lukkede digitale møterommene på Discord, skapt av finfluensere selv. Som kammeradvokat Jan Leopoldson snakket om, premieres de som beviser at de har kjøpt den aktuelle aksjen gjennom å få kjennskap til hvilken aksje som blir det neste målet. De lukkede digitale rommene kan ligne en “mobilisert” gruppering, der det forsøkes å påvirke kursen gjennom en organisert handling. Blir gruppen for stor ved intensivøkende goder, kan en samhandling utgjøre en større forskjell i kursen. Er da innholdet i den informasjonen som spres innad i gruppen feil eller manglende, kan fremstillingen bli skjev og villedende og medlemmene kan ta beslutninger de ellers ikke ville tatt. Dette kan både skade gruppemedlemmene og den riktige prisingen i markedet. Vi har sett likhetstrekk med den “hausende” atferden som ble skapt under GameStop og det som skjer i

de lukkede digitale kommunikasjonskanalene. Likheten består i hvordan samhandlingen utgjør en forskjell, der man alene i utgangspunktet ikke er i stand til å gjøre den samme påvirkningen.

Det som skjer i de lukkede digitale møterommene, kan ligne det vi drøftet i forrige punkt for “pump & dump”. Finfluenseren som startet de organiserte gruppene og spredningen av informasjonen i de lukkede kanalene, kan på “forstadiet” ha kjøpt aksjer. Det er dermed gjerne de som tjener mest på den økende etterspørselen i “pump” stadiet og er årsaken til at kursen faller når de selger seg ut i “dump” stadiet. Er de øvrige medlemmene ikke raskt nok ute med å selge aksjene kan resultatet være tap dersom kjøpsprisen var høyere, gitt at en deltok mot slutten av den kunstige oppblåsing. Finfluensere informerer gjerne ikke om deres kjøp i “forstadiet” til de øvrige deltakerne i møterommet. Derfor ser vi likhetstrekk med det MAR art. 12.2 d), jf. rettsakt (EU) 2016/522 Annex II, seksjon 1, punkt 4(c) tilknyttet seksjon 2 (1) bokstav a) og c) (i) ønsker å ramme.

Vi vil nå drøfte kort Discord aktiviteten opp mot definisjonsbestemmelsen i art. 12.1 c) for å se på om aktiviteten passer inn under det loven ønsker å ramme. Ifølge utdypende lovkommentar til definisjonen, inkluderes all *informasjon* som både er usann og sann. Dette vil derfor gjelde all informasjon som deles i de lukkede digitale møterommene. Om informasjonen er egnet til å gi falske eller villedende *signaler* til medlemmene i gruppen, som er det andre vilkåret, beror på innholdets art. Deles det i de lukkede kommunikasjonskanalene analyser med innhold som er feil hva gjelder aksjens egenskaper mm., eller er villedende, gir dette naturligvis feil eller villedende signaler om kursen. Det stilles videre flere krav for at et signal er oppstått og har en innvirkning. Signalet må også være synlig og “klar” eller “tydelig”. Medlemmene må kunne forstå sammenhengen med innholdet og aksjen, og kunne reflektere over dette. Videre må signalet ha en varighet som tilsier at medlemmene rekke å oppfatte signalets innhold. Dette er tilfellet for funksjonene til Discord, til kontrast fra plattformer som Snapchat der det foreligger en tidsbegrensning i varigheten av innholdet. Etersom dette er oppfylt, vil det feilaktige signalet kunne påvirke medlemmenes investeringsbeslutninger (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 65). Er gruppene også mer organiserte, vil dette også klargjøre at signalet er tydelig i forhold til investeringsbeslutningene som senere tas sammen. Har de handelsfokuserte

finfluenserne kontoer på Discord med hundrevis av følgere, kan nye investorer som kommer over deres profil få en falsk følelse av tillit til informasjonen som gis grunnet profilens popularitet. Juridisk litteratur har påpekt at troverdighet henger sammen med hvem som publiserer signalet og seriositeten av dets innhold. Desto mer troverdighet signalene får desto større innvirkning får de på andres beslutninger (Myrdal & Leopoldson, 2021, s. 25 og 128). Finfluenserens troverdige profiler kan utgjøre en fare for at flere er mindre kritiske til å bli med i de lukkede digitale møterommene.

Det tredje vilkåret for “utbredelse” henger sammen med at informasjonen må være spredt i de lukkede kanalene på Discord. Dette har vi tidligere betegnet som “varsling” stadiet, der finfluenseren begynner å dele sine publikasjoner. Midlertidig fremkommer det av tilhørende lovkommentar, som gjennomgående er nevnt i oppgaven, at det tredje vilkåret antas å ekskludere privat deling av informasjon. Det som skaper usikkerhet rundt dette er om aktivitetene på de lukkede digitale møterommene anses som privat deling. Det er i prinsippet ikke et krav til en bred publisering av informasjonen blant allmennheten, men at en viss grad av spredning må til for å kvalifisere under gjerningsbeskrivelsen i bokstav c). Dette kan derfor bero på antall medlemmer som har tilgang til kanalen. Valget av type mediet er heller ikke relevant, jf. fortalen punkt 48 og NOU 2017: 14 s. 40. Den praktiske betydningen av privat deling er ikke stor, så lenge privat feilinformasjon fanges opp av art. 12.1 b), jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1.

De kollektive investeringsstrategiene som dannes innad i de ulike gruppene, kan betraktes som en kombinasjon av informasjonsbasert og transaksjonsbasert kursmanipulasjon etter art 12.1 b). Myndighetene må ta hensyn til om det er utbredt falske eller villedende opplysninger i forbindelse med en mistenkelig transaksjon i bokstav b), jf. vedlegg 1B a). Men deres arbeid i å avdekke informasjonen i henhold til de gitte indikasjoner vanskeliggjøres når kanalene er lukket for “uvedkommende”. Dermed kan dette skape usikkerhet rundt om feilinformasjonen som der spres fanges opp av det art. 12.1 b) krever. Satt på spissen, kan dette også vanskeliggjøre undersøkelsesmulighetene av om et signal er offentliggjort og dermed oppstått, som er bestemmelsens andre vilkår. For tilfeller som eksplisitt ikke er gitt, velger vi å tolke formålet til bestemmelsen.

For di spredningen av feilaktig informasjon kan ha en betydelig innvirkning på kursen av en aksje på relativt kort tid, jf. MAR fortalen punkt 47, og mange kan bli rammet av et økonomisk tap dersom det er mange nok medlemmer i Discord gruppen, vil dette skape mistillit og i ytterste konsekvens et ønske om å trekke seg ut av markedet. Finansmarkedene er avhengig av likviditet og denne forsvinner sammen med investorene. Utstederens mulighet til å sikre kreditt fra andre markedsdeltakere til å finansiere sin virksomhet blir også lavere. Derfor er det særdeles viktig at denne type organiserte aktivitet på lukkede kanaler også passer inn under det art. 12 ønsker å ramme. Gir loven rom for å spre feilinformasjon på lukkede møterom grunnet det kumulative vilkårets ekskludering av privat deling, vil dette bare flytte stedet der den potensielle trenden foregår. Reguleringen vil dermed ikke forhindre en markedssvikt, men heller legge til rette for det. Gitt den skaden som strategien kan gi markedet, vil ekskluderingen føre til et mindre velfungerende verdipapirmarked.

Videre finnes det internasjonal rettspraksis, jf. sak E-5/19 *Økokrim mot F & G*, som understreket viktigheten av å ramme andre måter å begå markedsmanipulasjon på gitt den konstante utviklingen av nye metoder. Behovet for et regelverk som omfatter slike nye metoder fremkommer også i forarbeidene til lov om endring i verdipapirhandelloven i forbindelse med gjennomføringen av MAD (Ot.prp. nr. 12 (2004–2005), 2004, s. 55) og fortalen til MAR punkt 38. Derfor taler flere rettskilder for at aktiviteten bør være omfattet av regelverket og spredningsvilkåret. De undersøkelser vi har foretatt i ulike rettskilder, gir ingen tydelig svar på om aktiviteter i lukkede digitale rom faktisk er omfattet av vilkåret for spredning. Derfor bør det tydeliggjøres hva som anses som privat deling på internett og hva som da ikke oppfyller kravet til spredning. I ytterste konsekvens kan reguleringen av markedsmanipulasjon i visse tilfeller virke mot sin hensikt der den ikke er forutsigbar eller tydelig nok på hvilke hendelser som omfattes av forbudet. I verste fall kan regelverket legge til rette for markedssvikt (Knuts, 2010). Dette vil bli gjenstand for videre konklusjon under punkt 5.

Når det gjelder det fjerde vilkåret til subjektiv skyld, har finfluenseren i det nevnte eksempelet aktivt gått inn for å opprette lukkede digitale møterommene for å dele innhold. De lukkede digitale rommene kan anses som et forsøk på å “gjemme” seg fra uvedkommende personer der det trengs godkjenning for å komme inn og få

innsyn. At man ikke ønsker at offentligheten skal vite hva som deles, kan tyde på at det er en grad av bevissthet til innholdets utgangspunkt og at denne er feil eller manglende. Dette kan også indikere at det foreligger tvilsomme intensjoner bak handlingene. Men som vi har påpekt er art 12.1 kun virkningsbasert og tar ikke hensyn til intensjonene til finfluenserne, jf. Stordranges lovkommentar (1) til vphl. § 3-1. Likevel er det viktige generelle hensynet bak å utarbeide en regulering å svekke deltakernes intensjoner for å begå markedsmissbruk.

Et annet viktig moment, er lovens inkludering av medvirkning. De hemmelige gruppene øker antall medlemmer ved at flere deler informasjon om gruppens eksistens. Hvis de øvrige medlemmene kjenner til at informasjonen gitt av finfluenseren er villedende eller feil, og unnlater å korrigere den, kan deltakerne dømmes for medvirkning til markedsmanipulasjon (Myrdal & Leopoldson, 2021). De er dermed ikke bare ofre ved et økonomisk tap i “dump” stadiet, men også medvirkende. Avdekkes informasjonen og stoppes før den er “kommer frem” til en ny mottaker, er dette også straffbart som forsøk på markedsmanipulasjon, jf. vphl. §§ 21-13, 21-1 og MAR art. 15. Loven tar heller ikke hensyn til en “disclaimer”, en såkalt ansvarsfraskrivelse i det publiserte innlegget (Finanstilsynet, 2021a). Dette er noe vi ved datainnsamlingen stadig kom over både i podkaster og på skrevne innlegg. Tiltaket vil ikke “redde” finfluensere fra å bli dømt for utilbørlig markedspåvirkning ved en overtredelse, jf. Mål nr B 4148-16 “*Disclaimerfallet/Økonomistudentene*”. Årsaken til dette er at en ansvarsfraskrivelse fra en finfluenser med mange hundre tusen følgere, kan gi mottakerne inntrykk av at informasjonen er mer seriøs enn det den faktisk er. Innlegget blir materielt mer villedende desto mer troverdig fremstilling blir, jf. *Disclaimerfallet*. Tiltaket ved å sette en disclaimer ved publikasjonene, passer dermed inn under det rettspraksis har vist at loven rammer.

En nylig stortingsmelding om finansmarkedet viser en fremvekst av finfluensere de siste årene sammen med en parallell til økt bruk av sosiale medier for omtale av aksjer og investeringsmuligheter (Meld. St. 12 (2021–2022), 2022). Trolig kan vi derfor bli vitne til en økende tendens av tilfeller på sosiale medier som ligner de som er pekt på gjennom oppgaven. Selve informasjonsdelingen på sosiale medier er ikke et nytt fenomen, men at finfluensere har fått et større fokus nasjonalt og internasjonalt fra regulatorne, er utvilsomt. ESAs nylige publisering av

digitaliseringsinitiativer til nasjonale kompetente myndigheter, gjenspeiler dette. De digitale initiativene bygger på den økte betydningen av sosiale medier og influensere som kilde til informasjon mm (ESMA, 2022a). Dette forteller markedet at profiler på sosiale medier har fått en såpass betydning for et velfungerende verdipapirmarked, at det internasjonale tilsynsorganet nå ser det nødvendig med slike tiltak. Derfor er det også viktig med en presisering av hva som ekskluderes av private delinger under art. 12.1 c) i bestemmelsens tredje vilkår. Markedet kan dermed forutse tydeligere om de nylige aktivitetene av finfluensere rammes av art. 12 og 15 og utelukker usikkerheten tilknyttet private rom.

4.5 Begrensninger

Vi kan ikke naturligvis garantere at funnene i oppgaven belyser en fremtidig trussel og situasjon for det norske markedet. De hendelsene vi har brukt i oppgaven oppstod på større markeder, som derfor vil skape visse forbehold i konklusjonen. Men oppgaven presenterer lignende tilfeller som en ikke kan utelukke kan oppstå på det norske markedet. Vi ønsket også å gjennomføre flere intervjuer med andre ansatte i tilsynsnemndene og representanter fra ESMA, for å få flere perspektiver på problemstillingens område. På samme måte ville flere intervjuer med ulike finfluensere kunne tilføre oppgaven ytterligere erfaringer ved bruken av sosiale medier og tanker angående gjeldende regelverk. Grunnet oppgavens formelle krav og omfang, er det flere interessante drøftelsesområder som vi har måttet begrense og ekskludere fra analysen.

Dette har ført til et større fokus på de emnene vi valgte og en mindre grad av sammenligninger til andre lignende temaer på området. Oppgavens funn og drøftelser kan istedenfor anses som mulige scenarioer for fremtidens utfordringer og trender, som kan bidra til å skape forstyrrelser i markedet. Vi vil i denne oppgaven heller løfte frem betydningen av sosiale medier sin rolle på verdipapirmarkedet basert på de observasjonene vi har gjort. Siden metodene og bruken av digitale plattformer stadig øker, kan vi ikke utelukke at vi med tiden vil se flere norske domfellelser av kursmanipulering gjennom sosiale medier etter implementeringen av MAR.

5. Konklusjon

I denne oppgaven har vi undersøkt *“I hvilken grad det eksisterende rammeverket for markedsmanipulasjon passer for aktiviteter som foretas på sosiale medier?”*. Problemstillingen har vi prøvd å besvare ved hjelp av tre utdypende forskningsspørsmål. Disse spørsmålene har hjulpet til å underbygge og analysere hovedproblemstillingen fra ulike perspektiver. På den måten har vi klart å få et tydeligere bilde av hvilke aktiviteter som faktisk benyttes hyppigst, er vanskeligst å oppdage og med størst sannsynlighet vil kunne utgjøre markedsmanipulasjon på verdipapirmarkedet.

Vi ønsket å se på grensen for hvilke aktiviteter på sosiale medier foretatt av influensere og finansiere, som kunne omfattes av markedsmanipulasjonsforbudet. Det var derfor nødvendig å først danne et klarere bilde av de ulike aktivitetene som kunne anses å påvirke aksjekursen lovlig. Som en del av vårt første forskningsspørsmål, så vi at det forelå en rekke aktiviteter i sosiale medier som kunne ligne en forstyrrende markedsatferd uten å rammes av vilkårene i forbudsbestemmelsen. Aktiviteter som “pump and dump”, publiserte innlegg eller offentliggjøring av en børsmelding, har vi sett at kan gjennomføres både lovlig og ulovlig. Det er uten tvil at slike aktiviteter hovedsakelig basere seg på lovlig hensikter, men atferden kan like være i grenseland for vilkårene i MAR art 12.1 c).

MAR kan tolkes som et fremtidsrettet regelverk ettersom reguleringen likestiller moderne kommunikasjonsmidler med de mer tradisjonelle. Likestillingen er presisert både i forordningens forord og var et tema i svaret fra EFTA domstolen til lagmannsrettens anmodning i tidligere rettspraksis. Inkluderingen av moderne metoder kan bidra til å fange opp flere tilfeller av skadevirkende aktiviteter og atferd på verdipapirmarkedet. Sosiale medier har gitt aksjehandel nye muligheter i form av hurtig informasjons- og kommunikasjonsformidling, samtidig som gjennomføring av transaksjoner har blitt mer lettvinnt og tilgjengelig. I en slik forbindelse har både ESMA påpekt og vi sett gjennom våre analyser, at investorbeskyttelsen blir svakere når investorer ukritisk inkluderer informasjon fra sosiale medier i sine investeringsbeslutninger. Det vil derfor være viktig å følge

opp aktiviteten på sosiale medier og de tilhørende nye metodene som stadig utvikles, for å unngå store investortap.

Da vi drøftet om aktiviteten på de lukkede møterommene på Discord er kvalifiserende under gjerningsbeskrivelsens fire vilkår i MAR art. 12.1 c), så vi at det forelå et presiseringsbehov av reguleringens tredje vilkår for hva som kan anses som “spredning”. Myndighetene må ta hensyn til og undersøke hvorvidt det er spredd feilinformasjon ved mistenkelige transaksjoner. Digitale lukkede møterom vanskeliggjør nettopp arbeidet med å avdekke spredningen av feil - eller villedende informasjon i forbindelse med mistenkelige transaksjoner. Dette har ført til at det stilles spørsmål ved om manipulasjonsforbudet inkluderer lukkede møterom på internett. Usikkerhet omfatter hvorvidt private digitale rom fanges opp av indikasjonene i art. 12.1 b) og vedlegg 1B, som er de bestemmelsene lovkommentarene henviser til ved den praktiske betydningen av “private delinger”. Private delinger inkluderes i utgangspunktet ikke av “spredningsvilkåret”. Etersom vi ikke har avdekket annen litteratur eller rettskilder som kan tydeliggjøre dette og gi et mer konkret svar, foreslår vi en presisering av forbudets avgrensning mot “private delinger på internett”. Dette vil tydeliggjøre om aktiviteten er inkludert innenfor grensen av hva forbudet rammer.

Det foreligger heller ingen nye rettsavgjørelser for kursmanipulasjon gjennom sosiale medier i Norge etter at markedsmisbruksforordningen ble implementert i norsk rett i mars 2021. Finfluenserne bak de lukkede digitale møterommene og markedet i sin helhet, kan ved en presisering derfor enklere forutse om slike aktiviteter rammes av forbudet og hvilke konsekvenser det kan få. En presisering kan skape en bedre forutberegnelighet som må følge av legalitetsprinsippet og rettssikkerheten. Dersom en presisering tenkes å være unødvendig, vil domfellelser av handlinger begått på lukkede digitale møterom etter gjeldende lovgivning bidra til å gi en bedre forståelse av hvordan man kan tolke regelverket. Domfellelsene vil eksemplifisere og tydeliggjøre usikkerhetsmomentene. Dommene vil også sende ut signaler til verdipapirmarkedet om ulike atferdsmønstre som anses som ulovlig. I forbindelse med vårt andre forskningsspørsmål, har vi også sett at det ikke foreligger noen krav til en faktisk kurspåvirkning eller handelsaktivitet basert på opplysningene for å kunne rammes av forbudsbestemmelsen. Så aktiviteten som foregår i de lukkede digitale

rommene trenger ikke ha en faktisk effekt på kursen, og vil derfor enda vanskeligere avdekkes.

Gjennom en tredelt kategorisering av påvirkningskraften til aktørene på markedet, har vi sett at det ikke foreligger et klart skille i hvem som kan utgjøre størst trussel for markedsmanipulasjon. Vi har sett at influensere som Elon Musk med en høy følgerskare på Twitter, lettere kan nå ut til flere personer og dermed raskere påvirke andre. Men både kjente og ukjente finfluensere har ved hjelp av en større innsats, vist seg å klare å begå markedsmanipulasjon gjennom sosiale medier. Som et svar på vårt tredje forskningsspørsmål, har vi sett at alle markedsaktørene, inkludert finfluensere, i ulik grad kan utgjøre en trussel for markedsmanipulasjon til tross for at deres utgangspunkt er forskjellig.

I prosessen med å undersøke ulike aktiviteter på sosiale medier, har vi sett at mange av aktivitetene som angår hausende atferd i kommentarfelt og avstemningspoller ikke omfattes av forbudet. Likevel er det avdekket eksempler på aktiviteter, som uttalelser på ulike plattformer og spredning av selvlagde blogganalyser begått av både influensere og finfluensere, som passer inn under det forbudet ønsker å ramme. Vi ser det ikke nødvendig med en strengere regulering utover det lovverket vi har fått gjennom implementeringen av MAR, men tar til ordet for en presisering av spredningsvilkårets avgrensning mot privat deling ved informasjonsbasert markedsmanipulasjon i art. 12.1c). Dersom det ikke gis noen utdypende kommentarer, er det grunn til å stille spørsmål ved om det er mulig å forutsi når og om en slik oppførsel på lukkede digitale møterom er utillatelig og gir opphav til straffesanksjon. Hovedproblemstillingen kan derfor tydelig sies å ha blitt besvart ved hjelp av våre tre forskningsspørsmål.

5.2 Forslag til videre undersøkelser

I startfasen av prosessen med vår masteroppgave var planen opprinnelig å inkludere investeringsanbefalinger. Profiler på de sosiale plattformene har vi sett ved flere anledninger gi råd som har en nær tilknytning til den villedende og feilaktige informasjonen som spres på sosiale medier. Vi ønsket derfor i utgangspunktet å studere hvilken effekt selve anbefalingene kunne ha på investorene sine investeringsbeslutninger og markedspsykologien. På den måten

ville vi undersøke om det forelå noen korrelasjon mellom de anbefalingene som ble gitt, og aksjehandel i volum og verdi. Undersøkelsene ville bidratt til å belyse om anbefalingene kunne anses som en større trussel for markedsmekanismene på verdipapirmarkedet.

Vi var derfor i gang med å studere regelverket i MAR art. 20 gjennom å samle inn store mengder sekundærdata. Vi deltok også på Finanstilsynets webinar i januar som inkluderte tema investeringsanbefalinger. Vi fant imidlertid ut at dette ville bli for omfattende og tidkrevende for oppgavens rammeverk, samtidig som det ville kreve flere juridiske analyser. Likevel anser vi tema å være høyst relevant og interessant å undersøke videre.

Siden vi måtte begrense våre undersøkelsesområder, vil det være flere temaer og hendelser vi ikke har fått drøftet i forbindelse med vår problemstilling.

Kryptovaluta er også et tema vi måtte ekskludere fra oppgaven grunnet den juridiske fremstillingen. Kryptovaluta har vi sett er et emne som finfluensere diskuterer mye. Siden diskusjonen vedrørende emnet øker i aktualitet, vil dette også være et viktig tema å undersøke videre i forbindelse med bruken av sosiale medier på verdipapirmarkedet og den nye reguleringen MiCA som vil tre i kraft fremtiden.

6. Litteraturliste

Aftenposten. (2018, 29. september). Tesla aksjen falt nesten 14 prosent.

Aftenposten. <https://www.aftenposten.no/verden/i/Xw70dr/tesla-aksjen-falt-nesten-14-prosent>

AksjeNorge. (u.å.). *Hva påvirker aksjekursene?* AksjeNorge. Hentet 19. april

2022, fra <https://aksjenorge.no/aksjesparing/hvordan-investere-i-aksjer/hva-pavirker-aksjekursene/>

AksjeNorge. (2022, 7. januar). *Rekordmange aksjonærer*. AksjeNorge.

<https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/07/stat2021/>

Andreassen, T. W. (2021, 1. februar). – Hva har Gamestop-saken til felles

med konflikten mellom Apple og Facebook? *Digi*.

<https://www.digi.no/artikler/kommentar-hva-har-gamestop-saken-til-felles-med-konflikten-mellom-apple-og-facebook/506285>

Aurdal, B. H. (2021, 11. desember). Elon Musk har solgt Tesla-aksjer for 12 milliarder dollar på én måned. *Finansavisen*.

<https://finansavisen.no/nyheter/bil/2021/12/11/7788194/elon-musk-har-solgt-tesla-aksjer-for-12-milliarder-dollar-pa-en-maned>

Bergh, F. Ø. (2020). *Aksjeskolen* (2.opplag). Universitetsforlaget.

Bergo, K. (2018). Sanksjonering av markedsmisbruk – tid for reformer. *Lov*

og Rett, 57(6). <https://doi.org/10.18261/issn.1504-3061-2018-06-01>

Bergo, K. (2021). *Børs- og verdipapirrett* (5. utgave.). Cappelen Damm

akademisk. [https://www.nb.no/search?q=oaiid:"oai:nb.bibsys.no:999920155103002202"&mediatype=bøker](https://www.nb.no/search?q=oaiid:)

Bergþórsson, A. F. (2018). *What is Market Manipulation?: An Analysis of the*

Concept in a European and Nordic Context. ProQuest, Ebook

- Central.<https://ebookcentral-proquest-com.ezproxy.library.bi.no/lib/bilibrary/reader.action?docID=5554955>
- Bernt, J. F., & Mæhle, S. S. (2007). *Rett, samfunn og demokrati* (1. utgave, Bd. 493). <https://www.gyldendal.no/faglitteratur/jus/juridiske-fag/rett-samfunn-og-demokrati/p-10002431-no/>
- Bishop, J. (2021, 2. desember). From GameStop To Tesla—How social media is driving the stock market. *Maddyness UK*. <https://www.maddyness.com/uk/2021/12/02/from-gamestop-to-tesla-how-social-media-is-driving-the-stock-market/>
- Bizzi, L., & Labban, A. (2019). The double-edged impact of social media on online trading: Opportunities, threats, and recommendations for organizations. *Business Horizons*, 62(4), 509–519. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2019.03.003>
- Björck, A. (2022). *Market manipulation Through the most widely used means of our time – social media* [Masteroppgave, Handelshogskolan Karlstad Business School]. <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1627594/FULLTEXT01.pdf>
- Borchgrevink, T., & Bakken, R. (2017). *Markedsmisbrukforordningen (MAR) Hvordan kan vi forberede oss? Thomas Borchgrevink, Direktør Markedsovervåking*. 20.
- Bøe, E. (2021, 1. november). Finanstilsynet retter pekefinger mot finfluensere. *E24*. <https://e24.no/i/mrzaVp>
- Bøe, E., Wig, K., & Hopland, S. (2018, 8. august). Milliardtap for investorer som vedder mot Tesla tirsdag. *E24*. <https://e24.no/i/L0zgyV>
- CFI. (u.å.). *Pump and Dump*. Corporate Finance Institute. Hentet 18. januar 2022, fra

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/pump-and-dump/>

Chen, J. (2021). Survivorship Bias Definition. I *Investopedia*.

<https://www.investopedia.com/terms/s/survivorshipbias.asp>

Christiansen, E., & Rogdaberg, B. (2019). *Materialsamlingen i Børs- og Verdipapirrett*. Advokatfirmaet Schjødt AS.

<https://www.schjodt.no/news--events/nyheter/publikasjon-materialsamling-i-bors--og-verdipapirrett-er-kommet/>

David, J. E. (2018, 29. september). SEC settles charges with Tesla's Elon Musk, will remain as CEO but relinquish chairman role and pay stiff fine. *CNBC*. <https://www.cnbc.com/2018/09/29/sec-settles-charges-with-teslas-elon-musk-will-remain-as-ceo.html>

Daytrader. (2021, 15. juni). *Meme-aksjer – Et fenomenalt eller fryktelig fenomen?* Daytrader.no. <https://www.daytrader.no/meme-aksjer/>

Elon Musk, @elonmusk. (u.å.). *Tweets* [Twitter-profil]. Twitter. Hentet 22. mai 2022, fra <https://twitter.com/elonmusk>

Elon Musk [@elonmusk]. (2018, 7. august). *Am considering taking Tesla private at \$420. Funding secured.* [Tweet]. Twitter.

<https://twitter.com/elonmusk/status/1026872652290379776>

Enli, G., & Aalen, I. (2018). Sosiale medier. I *Store norske leksikon*. http://snl.no/sosiale_medier

ESMA. (u.å.-a). *Market abuse*. ESMA. Hentet 13. februar 2022, fra <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/market-abuse>

ESMA. (2021a, 17. februar). *ESMA highlights risks to retail investors of social media driven share trading*. <https://www.esma.europa.eu/press->

[news/esma-news/esma-highlights-risks-retail-investors-social-media-driven-share-trading](#)

ESMA. (2021b). *Statement* (Nr. ESMA70-155–11809). European Securities and Markets Authority.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-11809_episodes_of_very_high_volatility_in_trading_of_certain_stocks_0.pdf

ESMA. (2021c, 1. september). *Risk analysis & economics- Markets infrastructure investors. Esma sees risk of market corrections in uneven recovery.* <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-sees-risk-market-corrections-in-uneven-recovery>

ESMA. (2022a, 31. januar). *ESAs publiserer tematisk arkiv om finansiell utdanning og digitaliseringsinitiativer.*

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-publish-thematic-repository-financial-education-and-digitalisation>

ESMA. (2022b). *Digital finance related issues—Survey to NCAs* (Undersøkelse Nr. ESMA50-164–5411; s. 21). ESMA.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-5411_digital_finance_survey_to_ncas.pdf

ESMA. (2022c, 7. februar). *The ESAs recommend actions to ensure the EU's regulatory and supervisory framework remains fit-for-purpose in the digital age.* <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-recommend-actions-ensure-eu%E2%80%99s-regulatory-and-supervisory-framework-remains>

- ESMA. (2022d, 29. april). *ESMA gir anbefalinger for å forbedre investorbeskyttelsen*. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-makes-recommendations-improve-investor-protection>
- ESMA. (2021d, 28. februar). *ESMA NEWSLETTER - N°21*. https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-newsletter-n%C2%BA21?fbclid=IwAR3Deb6NUK7F_kOdJSWDWn CZ0FGJ0e12i UKCLos0qGsWkzDE-C6Dj256h_U
- (EU) 2016/522. (u.å.). *EUR-Lex—32016R0522—NO - EUR-Lex*. Hentet 21. april 2022, fra https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2016/522/oj
- EUCFR (2007/C 303/01). (2007). *Charter of Fundamental Rights of the European Union* ((2007/C 303/01)). Eur-lex.europa.eu. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2007:303:FULL&from=EN>
- EØS-avtalen. (1994). *Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde—The EEA Agreement (consolidated)* (AVT-1992-05-02-1). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NLX2/avtale/avt-1992-05-02-1>
- Feratovic, L., Meisingset, S., & Hartwig, K. (2021, 1. november). *Finanstilsynet bekymret for finfluensere – minner om bøter ved regelbrudd*. DN. <https://www.dn.no/market/dn-aksjer/bors/finans/finanstilsynet-bekymret-for-finfluensere-minner-om-boter-ved-regelbrudd/2-1-1091449>
- Finans Norge. (2017). *Norsk gjennomføring av markedsmissbruksforordningen (MAR)—Høring [Høringssvar]*. <https://www.finansnorge.no/contentassets/1d869562a9d8418c9de03a9d6>

[bd1eecf/norsk-gjennomforing-av-markedsmisbruksforordningen-mar---horing.pdf](#)

Finansavisen. (2021, januar). *Ticker: RECSI | Finansavisen Forum*. Hegnar Media. <http://finansavisen.no/forum/ticker/RECSI?page=7>

Finansdepartementet. (2019). *Markedsmisbruksforordningen (MAR)* [EØSnotat]. regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2012/apr/forordning-om-markedsmisbruk-/id2434301/>

Finansleksikon. (2022). Markedseffisiens. I *Finansleksikon*. <https://finansleksikon.no/finansleksikon/m/markedseffisiens>

Finanstilsynet. (2021a, 11. januar). *Regler for investeringsanbefalinger gjelder for finfluensere*. Finanstilsynet. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/regler-for-investeringsanbefalinger-gjelder-for-finfluensere/>

Finanstilsynet. (2021b, 22. februar). *Forbud mot markedsmanipulasjon*. Finanstilsynet. <https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/forbud-mot-markedsmanipulasjon/>

Finanstilsynet. (2022, 7. januar). *Markedsmisbruksforordningen (MAR)*. Finanstilsynet. <https://www.finanstilsynet.no/tema/markedsmisbruksforordningen-mar/>

Fox, M. (2021, 26. august). Social media is the most popular source of investment ideas for young investors, CNBC survey finds. *CNBC*. <https://www.cnbc.com/2021/08/26/social-media-top-pick-of-young-investors-for-ideas-cnbc-survey-finds.html>

Fykken, T. (2021, 17. september). Ekspertter advarer mot råd fra finfluencere.

Kapital.

<https://kapital.no/reportasjer/naeringsliv/2021/09/17/7730612/ekspertter-advarer-mot-rad-fra-finfluencere>

Gjedrem, J. (2021a, 19. august). *Finfluensere og forbrukervern.*

Finanstilsynet. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/finfluensere-og-forbrukervern/>

Gjedrem, J. (2021b, 20. august). Innlegg: Finfluensere og forbrukervern.

Finanswatch. <https://finanswatch.no/debatt/article13214474.ece>

Gjedrem, J., Borchgrevink, T., Dietzel, N., & Drevland, T. (2022, 11. januar).

Webinar for finfluensere – hvilke regler gjelder?

<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2022/webinar-for-finfluensere--hvilke-regler-gjelder/>

Grødahl, T. I. (2020). *Forbudet mot markedsmanipulasjon* [Stor

masteravhandling i rettsvitenskap, JUR-3901, UiT Norges arktiske

universitet]. <https://munin.uit.no/bitstream/handle/10037/21418/thesis.pdf>

?sequence=1&isAllowed=y&fbclid=IwAR1pdE3PtGPYx40Kd-

[Ri7F47nrONf8JdAijJ-5cLFqynLwPLJtrAXoMl_Zg](https://munin.uit.no/bitstream/handle/10037/21418/thesis.pdf?sequence=1&isAllowed=y&fbclid=IwAR1pdE3PtGPYx40Kd-Ri7F47nrONf8JdAijJ-5cLFqynLwPLJtrAXoMl_Zg)

Holsen, S. (2021a, 26. juli). Bekymrer seg over ny trend i sosiale medier: –

Vi har ingen planer om å gå i konkurranse med dem. *Finanswatch.*

<https://finanswatch.no/nyheter/bank/article13143206.ece>

Holsen, S. (2021b, 27. juli). Finans Norge mener bankene må møte kundene i

sosiale medier for å bygge kompetanse. *Finanswatch.*

<https://finanswatch.no/nyheter/bank/article13155282.ece>

- Holsen, S. (2021c, 3. august). Finfluensere er dømt i Sverige: Jusprofessor understreker at de samme reglene gjelder i Norge. *Finanswatch*.
<https://finanswatch.no/nyheter/kapitalforvaltning/article13172717.ece>
- Hreinsson, P., Christiansen, P., & Hammermann, B. (2020). *Domstolens dom i sak E-5/19* (E-5/19-16). EFTA-domstolen.
<https://eftacourt.int/download/5-19-judgment-2/?wpdmdl=6450>
- Hvide, H. K., Meling, T. G., Mogstad, M., & Vestad, O. L. (2021). *Broadband internet and the stock market investments of individual investors—Discussion Papers no. 946*. 57. <https://doi.org/10.1093/qje/qjv028>
- Jordheim, H. M., & Torgersen, H. H. (2018, oktober 4). Svensk skoleungdom tiltalt for aksjemanipulasjon. *E24*. <https://e24.no/i/vQlmvp>
- Khan, R. (2021, 8. mai). Social Media Fueled Stock Market Trading: The Unsuspecting Need To Be Protected. *Forbes*.
<https://www.forbes.com/sites/roomykhana/2021/03/08/social-media-fueled-stock-market-trading-the-unsuspecting-need-to-be-protected/>
- Knuts, M. (2010). *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Helsinki : Suomalainen lakimiesyhdistys.
https://akateeminenwebshop.com/tuote/knuts_marten/kursmanipulation_pa_vardepappersmarknaden_pod_/9789518553093
- Konrad. (2021, 5. februar). Kort forklart: Pump and dump. *Kryptoguiden*.
<https://kryptoguiden.no/kort-forklart-pump-and-dump/>
- Kostolany, A. (1997). „2 x 2 = 5—1“. Borse ist Psychologie. I B. Jiinemann & D. Schellenberger (Red.), *Psychologie für Börsenprofis: Die Macht der Gefühle bei der Geldanlage*. Schäffer-Poeschel Verlag.

- Lehmann, M., & Kumpan, C. (2019). *European Financial Service Law— Article-by- Article Commentary* (1.utgave). Nomos Verlagsgesellschaft.
- Liselottew. (2021, 25. september). *Sosiale mediers innflytelse på investeringssamfunnet | Nordic Social*.
<https://www.nordicsocial.no/2021/09/24/sosiale-mediers-innflytelse-pa-investeringssamfunnet/>
- Ma, T., & McGroarty, F. (2017). Social Machines: How Recent Technological Advances have Aided Financialisation. *Journal of Information Technology*, 32(3), 234–250.
<https://doi.org/10.1057/s41265-017-0037-7>
- MAD. (2003). *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)* (Directive 2003/6/EC). Eur-lex.europa.
<http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj/eng>
- MAR. (2021). *EUROPAPARLAMENTS- OG RÅDSFORORDNING (EU) nr. 596/2014 [(EU) nr. 596/2014]*. Lovdata.
<https://lovdata.no/static/NLX3/32014r0596.pdf>
- Markedsføringsloven. (2009). *Lov om kontroll med markedsføring og avtalevilkår mv. (Markedsføringsloven)*—Lovdata (LOV-2009-01-09-2). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2009-01-09-2>
- Meisingset, S., & Feratovic, L. (2022, 6. februar). Børsuro blant unge hobbyinvestorer: – Jeg ser det på kamerater, at de er bekymret over hvordan ting er. *DN*.
<https://www.dn.no/marked/ung/bors/koronaviruset/borsuro-blant-unge-hobbyinvestorer-jeg-ser-det-pa-kamerater-at-de-er-bekymret-over-hvordan-ting-er/2-1-1159197>

Meisingset, S., Feratovic, L., Hartwig, K., & Newth, M. (2021, 30. juli).

Joakim (20) følger finfluensere på Tiktok: – Så klart blir man påvirket.

DN. <https://www.dn.no/marked/ung/finans/tiktok/joakim-20-folger-finfluensere-pa-tiktok-sa-klart-blir-man-pavirket/2-1-1044666>

Meld. St. 12 (2021–2022). (2022). *Kundene i finansmarkedene*

[Stortingsmelding]. Finansdepartementet.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-12-20212022/id2909342/>

Milmo, D., & teknologiredaktør, D. M. G. (2022, 14. april). How ‘free speech absolutist’ Elon Musk would transform Twitter. *The Guardian*.

<https://www.theguardian.com/technology/2022/apr/14/how-free-speech-absolutist-elon-musk-would-transform-twitter>

Moe, S. (2019, 15. oktober). Finansbloggere (18) dømt for markedsmanipulasjon. *E24*. <https://e24.no/i/opPyK0>

Mozée, C. (2022, 6. april). *Elon Musk’s Twitter moves drove the biggest 2-day push by retail traders into the social media platform on record, research firm says*. Markets Insider.

<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/elon-musk-twitter-stock-buying-retail-traders-board-tech-twtr-2022-4>

Myklebust, T. (2011). *Innføring i finansmarkedsrett*. Fagbokforl.

Myrdal, J., & Leopoldson, J. (2021). *Aktiefusk—Var går gränsen? En bok om marknadsmanipulation*, (1. utg.). Norstedts Juridik,.

NAOB. (u.å.). signal—Det Norske Akademis ordbok. I *Naob.no*. Hentet 2. juni 2022, fra <https://naob.no/ordbok/signal>

Nasdaq. (2018). *Tesla, Inc. (TSLA) Advanced Charting* | Nasdaq.

<https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/tsla/advanced-charting>

- Nasdaq. (2019, 14. oktober). *How Does Social Media Influence Financial Markets?*<https://www.nasdaq.com/articles/how-does-social-media-influence-financial-markets-2019-10-14>
- Nasdaq. (2021). *GameStop Corporation Common Stock (GME) Avansert kartlegging* | Nasdaq. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme/advanced-charting>
- Nettavisen. (2004, 4. februar). Tilstår falsk CanArgo-melding (Ny5). *Nettavisen*. <https://www.nettavisen.no/12-95-1877603>
- Nielsen, H. (2021, 2. februar). Pump and dump. *Aksjesnakk*. <http://aksjesnakk.com/2021/02/02/pump-and-dump/>
- Nordfäldt Laws, R. (2020). *Förbudet mot marknadsmanipulation* [Examensarbete i civilrätt, särskilt aktiemarknadsrätt 30 högskolepoäng, Uppsala Universitet]. <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1456882/FULLTEXT01.pdf>
- Nordnet. (u.å.-a). *Børsnotering av selskaper—4 årsaker—Nordnet*. Hentet 18. februar 2022, fra <https://www.nordnet.no/blogg/borsskolen/laer-om-aksjer/borsnotering-av-selskaper/>
- Nordnet. (u.å.-b). *REC SILICON (RECSI) aksje*. Nordnet. Hentet 24. april 2022, fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105665-rec-silicon>
- Nordnet. (2021, 10. august). *REC Silicon var traderfavoritten i sommer* | Nordnet.<https://www.nordnet.no/blogg/rec-silicon-var-traderfavoritten-i-sommer/>
- Norges Bank. (2021). *Utsiktene for finansiell stabilitet*. Norges Bank. <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Finansiell-stabilitet---rapport/2021-finansiell-stabilitet/innhold/>

- NOU 2017: 14. (2017). *Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff—Gjennomføring av markedsmissbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff.* Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2017-14/id2558637/>
- NTB. (2021a, 18. februar). Gamestop-saken tas opp i Kongressen. *Finansavisen.* <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2021/02/18/7628778/gamestop-saken-tas-opp-i-kongressen>
- NTB. (2021b, 9. november). *Tesla-aksjen raste etter Twitter-stunt fra Elon Musk.* TV 2. <https://www.tv2.no/a/14346315/>
- Ot.prp. nr. 12 (2004-2005). (2004). *Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)* (s. 65) [Proposisjon]. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-12-2004-2005-/id394146/>
- Ot.prp. nr 85 (1991-92). (1992). *Om lov om endringer i visse lover på Finansdepartementets område (EØS-tilpasning).* Finans- og tolldepartementet. https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Stortingsforhandlinger/Lesevisning/?p=1991-92&paid=4&wid=d&psid=DIVL790&pgid=d_0917
- Overland, J.-A. (2021). *Sosiale medier og ytringsfrihet—Mediesamfunnet 2—NDLA.* I *Ndla.no.* <https://ndla.no/nb/subject:1:ca0f428c-d59a-4836-83be-83cbc3191a23/topic:1:beab3b5a-a7ba-4dcd-94d4-ee7826cd3226/resource:dbb5e36c-c978-4ea6-bf1d-629370e0672a>

- Paul, K. (2022, 24. februar). Elon Musk and brother under investigation for alleged insider trading | Tesla | The Guardian. *The Guardian*.
<https://www.theguardian.com/technology/2022/feb/24/elon-musk-brother-under-investigation-insider-trading>
- Pedersen, K. (2014, 23. august). *Hva er sosiale medier?*
<https://www.springagency.com/no/blogg/hva-er-sosiale-medier>
- Pettersen, B. I. (2021, 10. januar). Røkke-aksjen er femdoblet og kan nå flerdobles igjen. *Nettavisen*. <https://www.nettavisen.no/12-95-3424072219>
- Pihl, R. (2021). Influenser. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/influenser>
- Ponciano, J. (2021, 13. juni). Musk Denies Bitcoin ‘Pump And Dump’—And Says Tesla Will Resume Transactions Once This Mining Goal Is Reached. *Forbes*.
<https://www.forbes.com/sites/jonathanponciano/2021/06/13/musk-denies-bitcoin-pump-and-dump-and-says-tesla-will-resume-transactions-once-this-mining-goal-is-reached/>
- Prop. 96 LS (2018–2019). (2019). *Endringer i verdipapirhandelloven mv. (Prospekt, markedsmissbruk, tilsyn og sanksjoner) og samtykke til deltakelse i en beslutning i EØS-komiteen om innlemmelse av forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129 [Proposisjon]*.
Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-96-ls-20182019/id2641402/>
- Rechel, J. (2021, 28. januar). *How social media moves markets: Analyzing GameStop (GME) using social listening data*. Sprout Social.
<https://sproutsocial.com/insights/gamestop-stock-social-media/>

Redaksjonen. (2019, 26. februar). Elon Musk i Twitter trøbbel. *Bil24.no*.

<https://bil24.no/elon-musk-i-twitter-trobbel/>

Revfem, J. (2021, 12. juli). Aksjemarkedet knuser bankrentene: Så mye har du gått glipp av. *Nettavisen*. [https://www.nettavisen.no/12-95-](https://www.nettavisen.no/12-95-3424153085)

[3424153085](https://www.nettavisen.no/12-95-3424153085)

Robson, C., & McCartan, K. (2011). *Read World Research* (4. utg.). UK: John Wiley & Sons.

Roll, S. E. (2022, 15. januar). Intensiverer jakten på børssvindlerne. *Kapital*.

[https://kapital.no/investor/investornytt/2021/01/15/7604371/intensiverer-](https://kapital.no/investor/investornytt/2021/01/15/7604371/intensiverer-jakten-pa-borssvindlerne)
[jakten-pa-borssvindlerne](https://kapital.no/investor/investornytt/2021/01/15/7604371/intensiverer-jakten-pa-borssvindlerne)

Roll, S. E. (2022b, 14. februar). Finanstilsynet trapper opp jakten på børssvindlere. *Kapital*.

[https://kapital.no/reportasjer/2022/02/14/7809478/finansstilsynet-trapper-](https://kapital.no/reportasjer/2022/02/14/7809478/finansstilsynet-trapper-opp-jakten-pa-borssvindlere)
[opp-jakten-pa-borssvindlere](https://kapital.no/reportasjer/2022/02/14/7809478/finansstilsynet-trapper-opp-jakten-pa-borssvindlere)

Schwebs, I., & Nilsen, J. B. (2021, 24. juli). – Nå må vi gjennomgå regulering av finfluensere. *E24*. <https://e24.no/i/4zE39V>

SEC. (2015, 5. november). *SEC.gov | Updated Investor Alert: Social Media and Investing—Stock Rumors*. [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ia_rumors.html)
[bulletins/ia_rumors.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ia_rumors.html)

SEC. (2018a, 27. september). *SEC.gov | Elon Musk Charged With Securities Fraud for Misleading Tweets*. [https://www.sec.gov/news/press-](https://www.sec.gov/news/press-release/2018-219)
[release/2018-219](https://www.sec.gov/news/press-release/2018-219)

SEC. (2018b, 29. september). *SEC.gov | Elon Musk forliker SEC-svindelanklager; Tesla siktet for og løser verdipapirlovavgift*. <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>

- Statista. (2022). *Daily social media usage worldwide*. Statista. <https://www-statista-com.ezproxy.library.bi.no/statistics/433871/daily-social-media-usage-worldwide/>
- Strøm, Karl. O. (2019, 2. april). *Det svenske aksjemarkedet*. Pareto Securities. <https://www.paretosec.no/Default.aspx?ID=8&itemid=Aktuelt:831>
- Sæter, S. O., & Fraser, S. A. (2021, 7. november). Twitter-brukere stemte for Musks milliardsalg: Norsk investor er ikke bekymret. *E24*. <https://e24.no/i/Kzbyemy>
- TFEU. (2012). *Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union* (Document 12012E/TXT). Eur-lex.Europa. http://data.europa.eu/eli/treaty/tfeu_2012/oj/eng
- Verdipapirforskriften. (2007). *Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)* (FOR-2007-06-29-876). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2007-06-29-876?q=Verdipapirforskriften>
- Vphl. (2007). *Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)* (LOV-2007-06-29-75). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75?q=vphl>
- Walker, R. (2021, 19. februar). How Elon Musk Became the World's Most Powerful Influencer. *Marker*. <https://marker.medium.com/how-elon-musk-became-the-worlds-most-powerful-influencer-d210e882d106>
- Warner-Søderholm, G., Bertsch, A., Sawe, E., Lee, D., Wolfe, T., Meyer, J., Engel, J., & Fatilua, U. N. (2018). Who trusts social media? *Computers in Human Behavior*, *81*, 303–315. <https://doi.org/10.1016/j.chb.2017.12.026>

Wolf of Bygda. (2021, 21. januar). Finansavisen Forum. *Finansavisen*.

<http://finansavisen.no/forum/user/204083/view>

#Graf 1: Nasdaq. (2021). *GME Advanced Charting: GameStop Corporation Common Stock* [Datasett]. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme/advanced-charting> Opphavsrett 2022 ved Nasdaq.

#Graf 2: Nordnet. (2020 & 2021). *REC SILICON (RECSI)* [Datasett]. <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105665-rec-silicon> Opphavsrett 2022 ved Nordnet Bank AB.

#Graf 3: Markets Insider. (2022). *Elon Musk's Twitter moves drove the biggest 2-day push by retail traders into the social media platform on record, research firm says* [Datasett]. <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/elon-musk-twitter-stock-buying-retail-traders-board-tech-twtr-2022-4> Opphavsrett 2022 ved Insider/VandaTrack.

#Graf 4: Nasdaq. (2018). *TSLA Advanced Charting: Tesla, Inc. Common Stock* [Datasett]. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/tsla/advanced-charting> Opphavsrett 2022 ved Nasdaq.