



UiT Norges arktiske universitet

Det juridiske fakultet

Finansinfluenseres rettslige ansvar etter verdipapirhandelloven

Masteroppgave

Martin Edelsteen Woll

Masteroppgave i rettsvitenskap, JUR-3902, mai 2022

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Tema og problemstillinger	1
1.2	Avgrensninger og veien videre	2
1.3	Spesielle metodespørsmål oppgaven kan reise	3
2	Reglene om investeringsanbefalinger	6
2.1	Generelt om reglene	6
2.2	Omfattes finfluensere av MAR art. 20?	8
2.3	Hvilke regler gjelder for finfluenseres investeringsanbefalinger?	10
2.3.1	Objektivitet.....	11
2.3.2	Interessekonflikter	12
2.3.3	Avsenders identitet.....	14
2.4	MAR art. 21 – særregel om utgivelse av informasjon i media	15
3	Forbudet mot markedsmanipulasjon	18
3.1	Innledning.....	18
3.2	«Scalping» som fremgangsmåte ved markedsmanipulasjon.....	20
4	Europakommisjonens forslag om regulering av kryptovaluta	22
4.1	Innledning.....	22
4.2	Forslagets regler mot markedsmissbruk	24
5	Oppsummering – reglene om markedsmissbruk	25
6	Sanksjoner og straff ved markedsmissbruk	25
7	Finfluenseres erstatningsansvar for investeringsanbefalinger.....	28
7.1	Generelt	28
7.2	Erstatning etter det alminnelige culpaansvaret.....	31
7.3	Profesjonsansvaret.....	32
7.4	Informasjonsansvaret	33
7.4.1	Uaktsom, villedende informasjon i en profesjonell sammenheng	35

7.4.2	Rimelig og berettiget grunn til å innrette seg	38
7.4.3	Informasjonen ment for skadelidte eller skadelidtes begrensede gruppe	42
7.5	Kort om årsakssammenheng	44
7.6	Kort om aksept av risiko	46
7.7	Oppsummering - finfluenseres erstatningsansvar	50
8	Tomrom i dagens rett – oppfordring til forbrukerinvestorer	51
9	Referanseliste	53

1 Innledning

1.1 Tema og problemstillinger

Avhandlingens overordnede problemstilling er hvilke krav Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – heretter vphl.) stiller til finfluenseres virksomhet, og hvilket offentlig- og privatrettslig ansvar finfluensere kan ilegges ved brudd på disse kravene. Helt innledningsvis er det nødvendig å nærmere forklare hva finfluensere er.

I løpet av de siste ti årene har det vokst frem en rekke populære sosiale medier. Nettstedet Facebooks eksplosive vekst i perioden etter 2007 var på mange måter beviset for hvor hurtig nye kommunikasjonsmetoder kunne spre seg i samfunnet. Svært mye har endret seg siden da. I 2021 ble det anslått at rundt 83% av verdens befolkning eier en smarttelefon.¹ I tråd med smarttelefonens økende popularitet, har sosiale medier blitt mer tilgjengelig for befolkningen og forbrukere. Dette har ført til fremveksten av en ny yrkesgruppe i samfunnet, såkalte «influencere». Det Norske Akademis Ordbok definerer begrepet «influencer» som en «(privat)person som påvirker forbrukeres beslutninger, særlig gjennom egen blogg og/eller sosiale medier». Begrepet er hentet fra det engelske ordet «influence», som betyr å påvirke.

Finansinfluensere forkortes ofte til «finfluensere». Disse er en undergruppe påvirkere som retter seg mot finans og økonomi. Blant annet kan deres innhold i sosiale medier bestå av investeringsråd og markedsføring av økonomiske tjenester, eksempelvis handelsplattformer. Finfluensere har ofte tilstedeværelse på sosiale medier som TikTok, Snapchat og Instagram.

Publikum for influencers kommunikasjon i sosiale medier er ikke bare voksne personer. Statistikkbyrået Ipsos gjennomfører hvert år en barne- og ungdomsundersøkelse som kartlegger en rekke forhold i barn og unges liv, med hovedvekt på deres medievaner.² Undersøkelsen gjorde i 2021 oppsiktsvekkende funn. Over 60 prosent av barn og unge mellom 8 og 19 år følger influencere. Videre har 32 prosent kjøpt et produkt fordi noen de følger i sosiale medier har markedsført produktet. Undersøkelsen viser også at 42 prosent av

¹ <https://www.statista.com/statistics/330695/number-of-smartphone-users-worldwide/> nedlastet 3.2.2022.

² <https://www.ipsos.com/nb-no/barn-og-ungdomsundersokelse-2021> nedlastet 3.2.2022.

de mellom åtte og elleve år bruker appen TikTok ukentlig.³ Tallene viser at influensere i sosiale medier kan ha stor innflytelse på unge menneskers beslutninger.

Hvert kvartal utarbeider AksjeNorge statistikk over norske privatinvestorer med tall fra Verdipapirsentralen. Rapporten fra fjerde kvartal 2020 avslørte interessante resultater.⁴ 2020 var et rekordår for børsen. I løpet av året kjøpte over 90 000 nordmenn sin første børsnoterte aksje. Dette utgjør en eksplosiv vekst sammenlignet med tidligere år. Videre viser statistikken størst vekst blant unge i aldersgruppen 18-29 år, hvor antall aksjonærer var doblet siden Q4 2019.

Det kan være vanskelig å peke på en selvstendig årsak til denne veksten. Virkninger av koronapandemien er nok en del av bildet, da rentenivået over lengre tid har vært svært lavt. En naturlig konsekvens av dette er at forbrukere dras mot privat sparing i finansmarkedet, ettersom sparing i bank vil gi svært lav avkastning over tid. Likevel er det ikke usannsynlig at økt oppmerksomhet rundt økonomi og investeringer i sosiale medier kan ha bidratt til veksten, særlig hos yngre aldersgrupper.

Finfluensere er et relativt nytt fenomen som i løpet av det siste året har figurert i medias søkelys. Stortingsrepresentant Peter Frølich (H) varslet sommeren 2021 at Stortingets Justiskomiteé ville gjennomgå gjeldende regulering av finfluensere. Politikeren uttalte at «vi må tette eventuelle hull og gråsoner i regelverket».⁵ Med denne avhandling forsøkes enkelte aspekter av dette regelverket belyst. Dersom det oppdages hull i dagens regelverk, vil dette bemerkes.

1.2 Avgrensninger og veien videre

Problemstillinger om finfluenseres ansvar kan berøre spørsmål på en rekke ulike rettsområder. Dermed er det hensiktsmessig å foreta visse avgrensninger. Avhandlingen vil primært rette seg mot reglene i verdipapirhandelloven. Finfluenseres virksomhet faller utenfor

³ <https://www.kom24.no/influensere-ipsos/tre-av-fem-barn-og-unge-folger-influensere/350274>, nedlastet 3.2.2022.

⁴ <https://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2021/01/Statistikk-Fjerde-Kvartal-2020.pdf>, nedlastet 4.2.2022.

⁵ <https://e24.no/privatoekonomi/i/4zE39V/varsler-mulig-regulering-av-finfluensere-vi-maa-tette-hull-og-graasoner-i-regelverket>, nedlastet 4.2.2022.

finansavtalelovens definisjon av finansrådgivere, jf. lovens § 85 annet ledd.

Finansavtalelovens regler vil dermed ikke behandles inngående. Foreslåtte endringer i ny finansavtalelov vil imidlertid benyttes for å illustrere en mulig fremtidig rettstilstand i kapittel 5. Videre står ikke markedsføring av kredittavtaler til forbrukere sentralt i finfluenseres virksomhet, og jeg avgrenser derfor også mot reglene om markedsføring av kredittavtaler. Finfluenseres virke i sosiale medier kan også reise en rekke interessante spørsmål innenfor rettsområdet markedsføringsrett, da mange aktører driver markedsføring av ulik art i sosiale medier. Av hensyn til oppgavens omfang må imidlertid disse spørsmålene holdes utenfor avhandlingen.

Avhandlingens hoveddel vil først ta for seg de regler i verdipapirhandelloven som er av relevans for finfluensere. Dette er et naturlig utgangspunkt fordi finfluenseres innhold i sosiale medier ofte omhandler verdipapirer eller andre finansielle instrumenter. Deretter vil Europakommisjonens forslag om regulering av kryptovaluta undersøkes kort, for å belyse en mulig fremtidig rettstilstand for finfluensere. Til slutt vil jeg ta for meg straff og administrative sanksjoner, før jeg vurderer om finfluensere kan ilegges erstatningsansvar for tap som følge av investeringsanbefalinger. Før jeg går nærmere inn på de materiellrettslige problemstillingene, er det imidlertid nødvendig å beskrive den metoden som benyttes i undersøkelsene. Dette blir temaet for neste punkt.

1.3 Spesielle metodespørsmål oppgaven kan reise

Avhandlingen tar utgangspunkt i rettsdogmatisk metode. Skoghøy beskriver rettsdogmatikk som «fremstillinger av gjeldende rett, dvs. utredning om innholdet av gjeldende rettsregler».⁶ Med andre ord vil norsk rett som utgangspunkt fremstilles *de lege lata* – slik retten er. I norsk rett er det domstolene som avgjør hvordan rettsreglene skal tolkes, og Høyesterett avgjør dette i siste instans.⁷ Den rettsdogmatiske metoden tar utgangspunkt i rettsanvendelsesprosessen slik den foregår i domstolene, og søker å beskrive innholdet i de materielle rettsreglene gjennom en anerkjent rettsanvendelsesprosess. Det avgrenses imidlertid mot å behandle denne

⁶ Skoghøy, *Rett og rettsanvendelse* (2018) s. 25.

⁷ Grunnloven § 88.

rettsanvendelsesprosessen i detalj, da dette ikke anses relevant for avhandlingens problemstilling.⁸

For flere av oppgavens problemstillinger har rettskilder fra EU stor betydning, herunder praksis fra EU-domstolen. Det er ikke tvilsomt at disse rettskildene kan ha vekt som rettskildefaktor ved fremstillingen av gjeldende rett.⁹ Avgjørelser fra EU-domstolen avsagt både før og etter EØS-avtalens ikrafttredelse kan ha vekt som rettskildefaktor, jf. avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et overvåkningsorgan og en domstol (ODA) artikkel 3 nr. 1 og 2 og Rt. 2000 s. 1811 P.¹⁰ Etter ordlyden i ODA art. 3 er imidlertid det formelle utgangspunktet at avgjørelser avsagt før EØS-avtalens undertegning tillegges størst vekt. EFTA-domstolen skal tolke EØS-avtalen i «i samsvar med» EU-domstolens avgjørelser før avtalen ble undertegnet. Domstolen skal derimot bare ta «tilbørlig hensyn» til avgjørelser avsagt etter undertegningstidspunktet.

Ved tolkning av EU-rettskilder skal EU-domstolens tolkningsmetode legges til grunn.¹¹ Kort sagt tar denne metoden utgangspunkt i kildetekstens ordlyd. Dersom ordlyden ikke er tilstrekkelig klar, hentes bidrag fra tekstens sammenheng og formål.¹² I tillegg til disse momentene kan det også tas utgangspunkt i såkalt *effet utile*, som er domstolens plikt til å gjennomføre EU-retten effektivt og nyttig.¹³

EU-rettsakter er utarbeidet i en rekke forskjellige språkversjoner. I CILFIT-saken slo EU-domstolen fast at samtlige av disse offisielle språkversjonene er autentiske. Tolkning av disse rettsaktene må derfor bero på en sammenligning av de ulike versjonene.¹⁴ Ved bruk av EU-rett vil det i avhandlingen hovedsakelig tas utgangspunkt i den engelske språkversjon. Årsaken til dette er at den språklige sammenhengen i de tilsvarende danske rettsakter var mer utfordrende å tyde. Ved uklar begrepsbruk vil det imidlertid ses hen til den danske språkversjonen.

⁸ For en detaljert gjennomgang av rettsdogmatikk og rettskildelæren se Skoghøy (2018)

⁹ EØS-loven § 1 jf. Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde art. 6

¹⁰ Skoghøy (2018) s. 118.

¹¹ Fredriksen og Mathisen, *EØS-rett* (2022) s. 323.

¹² Nergaard og Nielsen, *EU ret* (2016) s. 136.

¹³ Veil et al., *European Capital Markets Law* (2017) digital versjon s. 172 (§ 5 II 2).

¹⁴ *CILFIT* C-283/81 avsnitt 18.

Mange finfluensere publiserer hyppig innhold tilknyttet ulike kryptovalutaer. Enkelte av avhandlingens problemstillinger omhandler derfor slik digital valuta. Europaparlamentet har et pågående arbeid med mål om regulering av kryptovaluta. Det europeiske økonomiske og sosiale utvalg (ESSC) bemerket blant annet at flere EU-medlemsstater var i ferd med å innføre nasjonal lovgivning eller andre retningslinjer for kryptovaluta.¹⁵ Utvalget fryktet blant annet en fragmentert rettstilstand innad i unionen og høye etterlevelseskostnader for virksomheter. Reguleringsarbeidet resulterte i 2020 i et forslag om regulering av kryptovaluta i EU (MiCa-forslaget).¹⁶ Rettsakten forventes å tre i kraft i løpet av de kommende årene. Inntil videre er dette et forslag som kan være gjenstand for store endringer. Et slikt forslag har på dette tidspunkt ikke rettskildemessig vekt. Dermed vil forslaget kun behandles kort som sammenligningsgrunnlag i kapittel 2.2, for å belyse mulige fremtidige endringer i rettstilstand av relevans for finfluensere.

Drøftelsene i avhandlingens kapittel 5 vil i stor grad rette seg mot erstatningsansvar på ulovfestet grunnlag. En rekke regler innenfor erstatningsretten har blitt utviklet gjennom samspill med juridisk teori og rettspraksis.¹⁷ Særlig i avhandlingens kapittel 5.4 og 5.5 vil juridisk teori hyppig benyttes i argumentasjonen, som et supplement til praksis fra Høyesterett. Det er i denne sammenheng naturlig å understreke at juridisk teori, etter Skoghøys systematikk, må betraktes som en sekundær rettskilde. Jeg er enig i dette, ettersom argumentasjonen i domstolene i svært beskjeden grad utelukkende grunnes på juridisk teori.

En sekundær rettskilde er avledet fra de primære rettskildene, og har ikke rettsnormerende kraft i seg selv.¹⁸ Motsetningsvis er autoritative rettskilder, typisk kilder som bygger på stortingets lovgivningskompetanse, et viktig eksempel på en primær rettskilde med rettsnormerende kraft.¹⁹ Som utgangspunkt vil rettskilder som i seg selv har rettsnormerende kraft tillegges stor vekt i rettsanvendelsesprosessen, såfremt ikke sterke grunner tilsier noe

¹⁵ Opinion of the European Economic and Social Committee on COM(2020) 593 & 593 final pkt. 1.4.

¹⁶ Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/19 (COM/2020/593 final).

¹⁷ Skoghøy (2018) s. 216.

¹⁸ Skoghøy (2018) s. 44.

¹⁹ Skoghøy (2018) s. 38

annet.²⁰ Et viktig utgangspunkt for rettsanvendelsen i avhandlingens kapittel 5 blir dermed at juridisk litteratur må tillegges mindre vekt enn kilder med rettsnormerende kraft.

Likevel er finfluensere et samfunnsfenomen som ikke har eksistert særlig lenge. Av denne grunn finnes det ikke et bredt utvalg primære rettskilder som retter seg mot deres erstatningsansvar. Etersom erstatningsretten har blitt utviklet gjennom samspill mellom rettspraksis og juridisk teori, oppfatter jeg det som hensiktsmessig å supplere argumentasjonen i avhandlingens kapittel 5 med enkelte systematiseringer og betraktninger fra litteraturen.

2 Reglene om investeringsanbefalinger

2.1 Generelt om reglene

Flere finfluensere publiserer ulike former for investeringsrådgivning i sosiale medier. Slik rådgivning kan eksempelvis innebære at publikum oppfordres til å kjøpe en bestemt børsnotert aksje fordi finfluenseren mener den vil kunne gi avkastning. Spørsmålet er hvilke regler finfluensere må ta hensyn til dersom de publiserer slike investeringsanbefalinger i sosiale medier.

Innledningsvis må det redegjøres for hvilke rettskilder som kan bidra til å besvare dette spørsmålet. Verdipapirhandelloven regulerer handel med finansielle instrumenter i Norge. Begrepet «finansielle instrumenter» defineres i lovens § 2-2 første ledd. Definisjonen omfatter en rekke ulike instrumenter. Flere av disse anses ikke særlig relevante for finfluensere. Sentralt er imidlertid blant andre begrepene omsettelige verdipapirer og andeler i innretning for kollektiv investering. Disse omfatter aksjer, obligasjoner og fond som er omsettelige på kapitalmarkedet, jf. § 2-4 første ledd.²¹ Finansielle instrumenter er et svært sentralt begrep i verdipapirretten, og disposisjoner foretatt i relasjon til et finansielt instrument utløser en rekke rettsvirkninger.²² For eksempel omfattes en børsnotert aksje av begrepet «finansielle

²⁰ Løtveit, *Pantsettelse av immaterialrettigheter* (2021) s. 43-44

²¹ Se også Prop. 77 L (2017-2018) s. 23.

²² Bergo, *Børs- og verdipapirrett* (2021) s. 78.

instrumenter». En anbefaling i sosiale medier om å kjøpe en bestemt børsnotert aksje kan dermed utløse ulike rettsvirkninger, blant annet gjennom reglene i verdipapirhandelloven.

Videre kan regler om markedsatferd få betydning i situasjoner der en investeringsanbefaling om et finansielt instrument utarbeides og offentliggjøres. Brudd på regler om markedsatferd betegnes ofte som markedsmissbruk. I EU reguleres markedsatferd og markedsmissbruk av EU-forordning nr. 596/2014 16. april 2014 om markedsmissbruk (markedsmissbruksforordningen – heretter MAR). Forordningen har direkte virkning i hele unionen, og har til formål å forhindre markedsmissbruk og øke investorbeskyttelsen i finansmarkeder.²³ MAR med vedlegg og protokoller er inkorporert i norsk rett gjennom vphl. § 3-1 første ledd.²⁴ Forordningen utfylles med ytterligere regler blant annet i delegert EU-kommisjonsforordning 2016/958 9. mars 2016 (heretter kommisjonsforordningen).²⁵ Kommisjonsforordningen inneholder enkelte utfyllende regler som også kan få betydning for finfluenserens investeringsanbefalinger i sosiale medier.

Ved Lamfalussy-prosessen ble det innført et system med fire nivåer for regulering av finansmarkedet i EU.²⁶ Nivå 1 i systemet er «framework acts», som inneholder de grunnleggende prinsippene ved reguleringen.²⁷ MAR er en slik nivå 1-regulering. På nivå 2 finner vi både delegerte rettsakter og gjennomføringsakter. Disse er ment som utfylling til de mer generelle reglene gitt på nivå 1. Kommisjonsforordningen er et godt eksempel på slik regulering.²⁸ Nivå 2- reguleringer har visse fellestrekk med forskrifter i norsk rett. Nivå 3 består av anbefalinger og retningslinjer, typisk «soft law». Det siste nivået omfatter medlemsstatenes overvåkning og håndheving. Avhandlingen vil ikke rette seg mot regulering på nivå 3 og 4. Nivåinndelingen får likevel betydning for avhandlingen. Reglene i MAR må betraktes i sammenheng med kommisjonsforordningen, som har til formål å utfylle regelverket i MAR.

²³ Kalss et al., *EU Market Abuse Regulation : A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014* (2021) s. 1 jf. MAR art. 1.

²⁴ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 44.

²⁵ NOU 2017:14 s. 75.

²⁶ Veil (2017) digital versjon s. 152 (§ 5 I 1 (a)).

²⁷ Se Veil (2017) digital versjon s. 129 for illustrasjon av de ulike nivåene av Lamfalussy II-prosessen.

²⁸ Veil (2017) digital versjon s. 153 (§ 5 I 1 (a)).

I likhet med verdipapirhandelloven regulerer MAR handel i finansielle instrumenter. EUs definisjon av finansielle instrumenter er sammenfallende med definisjonen i vphl. § 2-2 første ledd.²⁹ MAR er vedtatt som en «regulation», på norsk forordning. Betydningen av dette er at rettsakten i EU er bindende som helhet, og har direkte virkning i medlemsstatene.³⁰ For EØS-statene kreves imidlertid en egen gjennomføringsakt, jf. EØS-avtalens art. 7.

Den sentrale bestemmelsen om investeringsanbefalinger er MAR artikkel 20. Det personelle virkeområdet til bestemmelsen er «persons who produce or disseminate investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy». Det må her spørres om finfluensere omfattes av bestemmelsens virkeområde.

2.2 Omfattes finfluensere av MAR art. 20?

For å besvare dette spørsmålet må det tas utgangspunkt i begrepet «investment recommendations». Begrepet defineres i MAR art. 3 (1) nr. 35 som

information recommending or suggesting an investment strategy, explicitly or implicitly, concerning one or several financial instruments or the issuers, including any opinion as to the present or future value or price of such instruments, intended for distribution channels or the for the public.

Videre fremgår definisjonen av «information recommending or suggesting an investment strategy» i art. 3 (1) nr. 34. Informasjon utarbeidet av både uavhengige analytikere, investeringsfirmaer og lignende, samt andre enn disse som direkte fremsetter en investeringsanbefaling omfattes av virkeområdet til MAR art. 20. Finfluensere skiller seg klart fra investeringsfirmaer og analytikere. De kan imidlertid omfattes av bestemmelsen dersom de direkte fremsetter investeringsanbefalinger, ettersom andre enn profesjonelle treffes av virkeområdet, jf. MAR art. 3 (1) nr. 34 (ii) og nr. 35. Dette taler for at også finfluensere kan omfattes av virkeområdet til MAR art. 20.

Ordlyden krever at informasjonen må være «intended for distribution channels or for the public». Dette tolker jeg som at informasjonen må være ment å treffe et publikum av en viss størrelse, eller at informasjonen er ment å publiseres offentlig. European Securities and

²⁹ MAR art. 2 nr. 1 jf. art. 3 nr. 1 (1) jf. MiFID II art. 4 nr. 1 (15) jf. Annex I section C sml. vphl. § 2-2 (1).

³⁰ TEUV art. 288 (2).

Markets Authority (ESMA) har presisert at denne formuleringen også skal omfatte informasjon om finansielle instrumenter som spres i sosiale medier.³¹

Med grunnlag i bestemmelsens ordlyd er det klart at ikke enhver omtale av finansielle instrumenter omfattes av definisjonen. Nøytral informasjon om egne investeringer eller faktaopplysninger om aksjemarkedet vil for eksempel ikke kunne oppfattes som en «investment recommendation». Informasjon som implisitt eller eksplisitt foreslår eller anbefaler en investeringsstrategi, eller en konkret investering, vil imidlertid omfattes av begrepet.

Definisjonene i art. 3 (1) nr. 34 og 35 er nært beslektede, men de kan også få selvstendig betydning. Etter ordlyden i MAR art. 20 første ledd er det tale om alternative vilkår for å være omfattet av bestemmelsen. For ordens skyld vil disse begrepene likevel i det følgende sammen omtales som investeringsanbefalinger.

Begrepet «disseminate» i MAR art. 20 er ikke umiddelbart enkelt å tolke. Merriam-websters definisjon av begrepet er «to cause (something, such as information) to go to many people».³² MARs danske språkversjon benytter begrepet «udbreder». Verbet «udbrede» defineres i Den Danske Ordbog som å «fortælle eller på anden måde videregive noget så det efterhånden kendes av mange».³³ Med disse definisjoner som utgangspunkt er det klart at begrepet «disseminate» omfatter spredning av noe til en betydelig personkrets. Spredning av informasjon til tre andre personer omfattes neppe. Hvor mange mennesker informasjonen generelt må spres til, er imidlertid vanskelig å angi presist. Dette må vurderes konkret i hver enkelt sak.

Det personelle virkeområdet til MAR art. 20 er utvilsomt bredt. ESMA reiste i 2014 spørsmål om den vide definisjonen i art. 3 (1) nr. 34 (ii) var hensiktsmessig.³⁴ En sentral problemstilling var om definisjonen kunne omfatte ekstremt mange tilfeller, ettersom omtrent alle mennesker har mulighet til å ytre sine meninger og anbefalinger til et større publikum i sosiale medier. Dette ble avhjulpet ved innføringen av en «twofold approach», som stiller

³¹ ESMA-2014/809 avsnitt 364.

³² <https://www.merriam-webster.com/dictionary/disseminate>, nedlastet 11.2.2022.

³³ <https://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=udbrede>, nedlastet 11.2.2022.

³⁴ ESMA-2014/809 avsnitt 353.

strengere krav til såkalte «experts». Disse strengere reglene virker i tillegg til de generelle reglene som omfatter alle under MAR. art. 3 (1) nr. 34. Disse strengere reglene vil ikke behandles nærmere i det følgende, da jeg i de aller fleste tilfeller ikke oppfatter finfluensere som eksperter i forordningens forstand.

Dette utvidede personelle virkeområdet er en av de mange endringene MAR brakte med seg. De norske reglene om investeringsanbefalinger før 1. mars 2021 var grunnet på det nå opphevede Market Abuse Directive (MAD).³⁵ Det personelle virkeområdet til reglene om investeringsanbefalinger etter MAD var bare personer som på «forretningsmessig basis» utarbeidet investeringsanbefalinger.³⁶ Denne endringen var utvilsomt av relevans for finfluensere, da investeringsanbefalinger utarbeidet og fremsatt av finfluensere i sosiale medier neppe kan oppfattes som utarbeidet på «forretningsmessig basis».

Med grunnlag i betraktningene ovenfor synes det naturlig å konkludere med at finfluensere omfattes av virkeområdet til MAR artikkel 20 dersom de foreslår en bestemt investering eller investeringsstrategi til en personkrets av en viss størrelse. I slike tilfeller har finfluenseren utarbeidet og publisert en investeringsanbefaling.

2.3 Hvilke regler gjelder for finfluenseres investeringsanbefalinger?

Det neste spørsmålet er hvilke krav MAR artikkel 20 stiller til slike investeringsanbefalinger, og hvorfor disse kravene er relevante for finfluensere. Fra bestemmelsens ordlyd kan det som utgangspunkt utledes to sentrale krav. For det første må utsteder av anbefalingen sørge for at informasjonen så langt det lar seg gjøre presenteres på en objektiv måte. Det andre kravet knytter seg til avsenders interesser. Både personlige interesser og interessekonflikter må tilkjennevis samtidig som investeringsanbefalingen gis. Begge disse kravene utfylles nærmere av kommisjonsforordningen. Av kommisjonsforordningens art. 2 følger det i tillegg et krav om at avsenders identitet må være kjent.

Innledningsvis må det bemerkes at det ikke er anledning til å fravike reglene om investeringsanbefalinger ved bruk av såkalte «disclaimers». Slike ansvarsfraskrivelser går ofte

³⁵ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation.

³⁶ NOU 2017:14 s. 74.

ut på at informasjonen som fremgår ikke skal karakteriseres som finansiell rådgivning, og at den ikke under noen omstendighet skal oppfattes som en investeringsanbefaling. På generelt grunnlag er det ikke mulig å erklære seg selv ubundet av preseptorisk lovgivning ved slike ansvarsfraskrivelser.

I det følgende vil de krav MAR artikkel 20 og kommisjonsforordningen stiller til investeringsanbefalinger i sosiale medier behandles nærmere. Grunnlaget bak hver enkelt regels relevans for finfluensere vil dernest presenteres fortløpende.

2.3.1 Objektivitet

Analyser og anbefalinger om finansielle instrumenter er ofte sammensatt av både subjektive og objektive elementer. Ett spørsmål er dermed om finfluenseren er nødt til å synliggjøre dette skillet på noe vis i sine investeringsanbefalinger. Artikkel 3 i kommisjonsforordningen oppstiller generelle krav til objektiv fremstilling av investeringsanbefalinger, jf. MAR art. 20 nr 1. Bestemmelsens bokstaver a) til e) gir uttrykk for nokså detaljerte momenter som må være til stede for at fremstillingen av investeringsanbefalingen kan oppfattes som objektiv. Disse momentene vil behandles i det følgende.

Etter bokstav a) må fakta klart skilles fra meninger, analyser, tolkninger og lignende. For eksempel er det en vesentlig forskjell mellom utsagnene «Markedet responderte positivt på Equinors børsmelding» og «Jeg tror Equinors børsmelding vil ha en positiv effekt på aksjekursen». Et klart skille mellom fakta og subjektive vurderinger oppfattes som en generell forutsetning for objektivitet. Dersom faktuelle opplysninger sammenblandes med meninger og analyser uten at dette oppgis, er det vanskelig for mottakeren å danne sin egen mening og analyse rundt investeringsanbefalingen.

Bokstavene b) og c) oppstiller krav til kildehenvisninger. Sentrale kilder må etter bokstav b) angis «clearly and prominently», som betyr klart og tydelig. Etter bokstav c) må utgiver også sørge for at hans kilder er pålitelige. I tilfeller hvor dette er tvilsomt, må tvilen tydelig angis i investeringsanbefalingen. I likhet med en rekke ulike livsområder står kildebruken sentralt også i regelverket for investeringsanbefalinger. Åpenhet rundt kildebruk medfører at mottaker gis mulighet til å selvstendig undersøke grunnlaget for de påstander som presenteres. Med tilgang til dette informasjonsgrunnlaget er mottakeren i stand til å gjøre sin egen tolkning av informasjonen som foreligger.

Bokstav d) stiller krav til «projections, forecasts and price targets». Disse begrepene knytter seg til framskrivninger og antakelser tilknyttet finansielle instrumenters egenskaper frem i tid. I denne kategorien finnes blant annet kursmål, som gir uttrykk for analytikers mening om prisen på et finansielt instrument på et konkret tidspunkt i fremtiden. Forordningen stiller krav om at avsender klart må identifisere slik informasjon som framskrivninger. Videre må «material assumptions» som ble brukt ved utarbeidelsen av framskrivningen angis. Kravet gjelder vesentlige antakelser som ligger til grunn i framskrivningen.

Kravene i bokstav d) grunnes i behovet for å klart skille de objektive og subjektive elementene av en investeringsanbefaling. Kursmål og andre framskrivninger har klart en subjektiv dimensjon, der eksempelvis finfluenserens subjektive tro på en aksje eller et markedssegment har betydning for konklusjonen. Å sikre klarhet rundt disse forhold, er utvilsomt av verdi for finfluenserens publikum, som i større grad blir satt i stand til å foreta en informert investeringsbeslutning.

Artikkel 3 bokstav e) stiller krav om datering av investeringsanbefalingen. Dato og tidspunkt for utarbeidelsen skal angis klart og tydelig. Verdipapirmarkedet beveger seg i dag svært fort, og den tidsmessige forskjellen på en god og dårlig investering kan i noen tilfeller være stor. Dermed er begrunnelsen bak dette kravet nokså åpenbar. Kravet kan imidlertid sies å være mindre relevant for finfluensere, da sosiale medier allerede sikrer en stor grad av notoritet rundt publiseringsdato og klokkeslett. Dersom anbefalingen er utarbeidet en annen dato enn innlegget publiseres, burde derimot dette angis i innlegget.

MAR art. 20 og kommisjonsforordningens regler om objektivitet stiller dermed visse krav til hvordan finfluenserens investeringsanbefalinger skal formidles i sosiale medier. Finfluenseren plikter utvilsomt å klart skille de objektive og subjektive elementer i investeringsanbefalingen. Å fremstille personlige meninger som faktaopplysninger, er ikke tillatt. Videre må finfluenserens publikum selv være i stand til å undersøke de kilder som brukes, samtidig som finfluenseren har et ansvar for å sikre kildenes pålitelighet.

2.3.2 Interessekonflikter

En annen karakteristikk ved finfluensere er at de selv ofte kan være aktive i finansmarkedet. Dette kan danne grobunn for enkelte interessekonflikter, særlig i forbindelse med investeringsanbefalinger til et større publikum. Dermed må det spørres om det finnes noen regler som søker å motvirke dette. Artikkel 5 i kommisjonsforordningen oppstiller de

generelle krav tilknyttet interesser og interessekonflikter hos avsender av investeringsanbefalinger, jf. MAR art. 20 nr. 1. I det følgende vil jeg behandle disse kravene.

Det følger av art. 5 nr. 1 at den som utarbeider investeringsanbefalinger «shall disclose» forhold og omstendigheter som kan forventes å påvirke anbefalingens objektivitet. Jeg tolker ordlyden som at avsender må sørge for at informasjon om interessekonflikter fremgår av investeringsanbefalingen. Ansvarer omfatter både interessene til den som utarbeider investeringsanbefalingen, samt andre fysiske og juridiske personer som er tilknyttet vedkommende i kontraktsforhold, og de som bidro ved utarbeidelsen av investeringsanbefalingen. Slike interessekonflikter gjelder for eksempel eget eierskap av finansielle instrumenter. Nærståendes eierforhold kan også danne grunnlag for slik interessekonflikt.

Interessekonflikter kan være svært problematiske for finfluensere. Mange har en ikke ubetydelig tilstedeværelse i sosiale medier. Tusener kan eksponeres for investeringsanbefalingene. Et publikum av den størrelsen kan også medføre en stor grad av makt. Egne investeringer kan klart føre til en egeninteresse i å skape oppmerksomhet rundt instrumentet for å øke egen avkastning. Dersom finfluensernes publikum følger investeringsanbefalingen, er det sannsynlig at den økte etterspørselen kan påvirke kursen. Videre kan egeninteresse utvilsomt påvirke avsenders objektivitet. Manglende objektivitet grunnet en interessekonflikt behøver ikke være noe som umiddelbart blir synlig i investeringsanbefalingen. Ofte kan interessekonflikten helt ubevisst påvirke avsenders resonnementer og analyser av rent objektiv informasjon.

Av disse grunner er det meget viktig at avsenders egeninteresser gjøres synlig for mottakeren, slik forordningen krever. At finfluenseren sørger for åpenhet om egne interesser, er helt avgjørende for å gjøre forbrukerinvestoren i stand til å treffe et informert valg rundt en investeringsanbefaling.

Atferd i strid med reglene som skal sikre åpenhet rundt interessekonflikter kan i visse tilfeller også omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15. Dette vil behandles nedenfor i kapittel 2.2.

Gjennomgangen ovenfor har vist at reglene om interessekonflikter i MAR art. 20 nr. 1 og kommisjonsforordningens artikkel 5 ikke i seg selv har som formål å forhindre eller motvirke tilblivelsen av interessekonflikter hos den som utarbeider investeringsanbefalinger. Reglene

har likevel en viktig funksjon, da de bidrar til å synliggjøre slike interessekonflikter ovenfor avsenders publikum. Dette vil både kunne bidra til økt investorbeskyttelse, og bidra til at finfluensere og andre som utarbeider investeringsanbefalinger opererer med et mer bevisst forhold til slike interessekonflikter.

2.3.3 Avsenders identitet

I de fleste sosiale medier er det mulig å opptre med anonym profil. Finfluensere kan for eksempel publisere investeringsanbefalinger under et alias uten å tilkjenne sin ordentlige identitet. anbefalinger kan også publiseres av en gruppe uidentifiserte personer som sammen identifiseres med sammenslutningens navn og logo. Dette kan være problematisk, da slike anbefalinger i mange tilfeller når en slik personkrets at muligheten for påvirkning av finansmarkeder utvilsomt er til stede. I denne sammenheng må det spørres om det etter gjeldende rett er tillatt å publisere investeringsanbefalinger i sosiale medier med anonym profil.

I artikkel 2 i kommisjonsforordningen stilles det krav til hvordan avsender av investeringsanbefalinger skal identifiseres. Bestemmelsens nr. 1 bokstav a) gjelder fysiske personer som fremstiller investeringsanbefalinger. Disse skal «clearly and prominently» identifiseres både ved navn og yrkestittel. Informasjonen skal fremgå direkte av alle investeringsanbefalinger vedkommende utarbeider.

Anonym presentasjon av investeringsanbefalinger er således i strid med MAR og kommisjonsforordningen. Det er essensielt å sikre notoritet og transparens om identiteten til de som utarbeider investeringsanbefalinger. I mange tilfeller er identiteten sentral for å kunne være i stand til å vurdere avsenders troverdighet og kunnskap. I sosiale medier er tilgangen på informasjon ofte begrenset. Avsenders personlige profil og tidligere publiseringer kan ofte gi et misvisende bilde av virkeligheten. Det må her tas utgangspunkt i at eier av profilen har mulighet til å redigere sine opplysninger når som helst, samt slette tidligere innlegg med fri diskresjon. Dermed er ofte avsenders navn og stillingstittel det beste utgangspunktet for å danne et bilde av vedkommendes troverdighet og investeringsmessige kunnskaper, slik at mottaker er i stand til å foreta en informert investeringsbeslutning.

2.4 MAR art. 21 – særregel om utgivelse av informasjon i media

Det er ikke tvilsomt at det finnes vesentlige forskjeller mellom sosiale medier og tradisjonelle redaktørstyrte medier. Sosiale medier kan likevel klart betraktes som en form for media. Dette kan reise en rekke ulike spørsmål. I denne forbindelse må det spørres om hvilken betydning ytringsfriheten har i relasjon til finfluenseres investeringsanbefalinger i sosiale medier.

Artikkel 21 i MAR oppstiller en særregel ved «[d]isclosure or dissemination of information in the media». Bestemmelsen er blant annet av betydning ved utarbeidelse av investeringsanbefalinger etter MAR art. 20, og for forbudet mot markedsmanipulasjon. Regelen er et medieunntak, og har sitt utgangspunkt i spenningsforholdet mellom behovet for regulering av kapitalmarkedet og retten til ytrings- og pressefrihet som er nedfelt i art. 11 i Charter of Fundamental Rights of The European Union.³⁷

Av bestemmelsen fremgår det at

where recommendations are produced or disseminated for the purpose of journalism or other form of expression in the media, such disclosure or dissemination shall be assessed taking into account the rules governing the freedom of the press and freedom of expression in other media.

Bestemmelsens ordlyd er ikke særlig klar. Både «journalism» og «other form of expression in the media» omfattes av bestemmelsen. Ved bedømmelsen skal reglene om ytringsfrihet og pressefrihet tas hensyn til. Lovtekstens bruk av «taking into account» er en dynamisk henvisning til nasjonale regler om pressefrihet og ytringsfrihet.³⁸ Dette forstås som en instruks til rettsanvenderen om å ta hensyn til øvrig regulering av ytrings- og pressefrihet i nasjonal og internasjonal rett ved anvendelse av bestemmelsen.

Det er uklart hvordan «other form of expression in the media» skal tolkes. Det sentrale spørsmålet er her om innlegg i sosiale medier kan oppfattes som «other form of expression in the media». Etersom MAR fremdeles er en forholdsvis fersk rettskilde, finnes det svært begrenset rettspraksis som kan gi tolkningsbidrag til bestemmelsen. EU-domstolen har i sak

³⁷ Kalss (2021) s. 300-301 jf. EU 2012/C 326/02 art. 11.

³⁸ Kalss (2021) s. 303.

C-302/20 blitt forelagt spørsmål fra det franske finanstilsynet om tolkningen av bestemmelsen tilknyttet journalistikk og pressefrihet, hvor generaladvokaten fremsatte forslag til avgjørelse 16. september 2021.³⁹

En viss veiledning kan hentes fra EFTA-domstolens sak E-5/19 *F og G mot Økokrim*. Faktum i saken gjaldt imidlertid markedsmanipulering etter 2003-direktivet om innsidehandel og markedsmanipulering. Økokrim reiste spørsmål om tolkningen av begrepet «dissemination[...]through the media ... or by any other means» i direktivets art. 1(2)(c).⁴⁰ EFTA-domstolen svarer i avsnitt 95 at det må oppstilles krav om at opplysningene «must be spread to an extended audience» for å kunne sies å påvirke markedet. Det er noe usikkert hvilken analogisk verdi uttalelsen har. Den taler imidlertid i retning av at innlegg i sosiale medier omfattes, siden innleggene kan nå ut til et svært bredt publikum.

Ytterligere veiledning finnes i MARs fortale. Spredning av falsk og villedende informasjon «via the internet, including through social media sites or unattributable blogs», sidestilles her med tradisjonelle kommunikasjonskanaler.⁴¹

Felles for uttalelsene i *F og G mot Økokrim* og MARs fortale er at de ikke direkte står i sammenheng med MARs regler om investeringsanbefalinger. MARs fortale gir imidlertid holdepunkter for en dynamisk forståelse av EUs finansregulering. Tradisjonelle medier og kommunikasjonskanaler må i økende grad vike for sosiale medier i ulike former. Uttalelsen tyder på at EU ønsker å imøtegå denne utviklingen ved å i økende grad sidestille de ulike medier. Europaparlamentet har over lengre tid vært klar på at den teknologiske utviklingen har medført betydelige endringer i det finansielle landskapet.⁴²

Videre er ytrings- og pressefriheten helt essensielle verdier i et velfungerende demokrati. Bestemmelser om disse verdiene kan blant annet gjenfinnes i mange staters grunnlover, og den er nedfelt i artikkel 10 av den Europeiske Menneskerettskonvensjon. Det klare utgangspunktet er her at ytringsfriheten er en beskyttet rettighet, og for å gjøre inngrep i denne kreves det både hjemmel i lov og forholdsmessighet. Å holde sosiale medier utenfor

³⁹ CELEX 62020CC0302.

⁴⁰ Sak E-5/19, *F og G mot Økokrim* avsnitt 92.

⁴¹ MARs fortale avsnitt 48.

⁴² MARs fortale avsnitt 3.

medieunntaket i MAR vurderes ikke som forholdsmessig i et menneskerettslig perspektiv. For mange er sosiale medier svært sentrale for utøvelsen av ytringsfriheten. Det skal dermed sterke grunner til for at det ved ytringer om finansielle instrumenter i sosiale medier ikke skal kunne tas hensyn til avsenders ytringsfrihet.

På dette grunnlag er det naturlig å konkludere med at «other form of expression in the media» i MAR art. 21 første ledd kan omfatte innlegg i sosiale medier. Virkningen av dette er at det som utgangspunkt må tas hensyn til nasjonale regler om ytringsfrihet og pressefrihet ved vurderingen etter MAR art. 20 og kommisjonsforordningen.

Bestemmelsens annet ledd bokstaver a) og b) inneholder imidlertid to tilfeller hvor unntaket ikke kan komme til anvendelse. Disse tilfellene kan utvilsomt være av betydning for finfluensere. For det første gjelder ikke unntaket der avsender eller hans nærstående direkte eller indirekte nyter en fordel av å fremsette en investeringsanbefaling i media, jf. bokstav a). Bestemmelsen er objektiv.⁴³ Det er dermed uten betydning om avsender hadde til hensikt å nyte en fordel ved publiseringen av informasjonen.

Etter bokstav b) gjelder unntaket ikke i de tilfeller avsender har til hensikt å utføre markedsmanipulasjon. Bestemmelsen må ses i sammenheng med MARs regler om markedsmanipulasjon, som vil undersøkes nærmere nedenfor. Det er naturlig at en i forsøk på ulovlig markedsmanipulasjon ikke beskyttes av ytringsfrihet på samme måte som ved legitime og lovlige ytringer i media. I denne sammenheng kan det ses en parallell til rasistiske og sjikanøse ytringer som kan omfattes av straffelovens § 185. Høyesterett har tidligere uttalt at slike ytringer bare er helt beskjedent vernet i relasjon til ytringsfriheten.⁴⁴

Den første unntaksregelen anses særlig relevant for finfluensere. Det er ikke uvanlig at disse har en viss form for inntekt knyttet til sin tilstedeværelse i sosiale medier. Videre er det ikke uvanlig med egeninteresser i de instrumenter investeringsanbefalingene handler om. Slike omstendigheter vil klart tilsi at finfluenseren nyter en slags fordel av å publisere investeringsanbefalingene. I slike tilfeller behøver ikke rettsanvenderen å ta hensyn til nasjonale regler om ytringsfrihet i rettsanvendelsesprosessen.

⁴³ Kalss (2021) s. 304.

⁴⁴ Se for eksempel HR-2020-2133-A.

3 Forbudet mot markedsmanipulasjon

3.1 Innledning

Ett særtrekk ved sosiale medier er at innhold som publiseres der kan nå svært mange. De underliggende algoritmene i sosiale medier kan spre visse innlegg til en tilnærmet ubegrenset personkrets.⁴⁵ I tillegg er finfluensernes «følgere» ofte mennesker med interesse for økonomi, som er aktive i ulike finansmarkeder. Disse omstendighetene kan danne grobunn for manipulativ markedsatferd. Det oppstår dermed spørsmål om hvordan finansregelverket søker å motvirke slik manipulasjon, og på hvilken måte dette er av relevans for finfluensere.

I dette kapitlet vil jeg ta for meg MARs regler mot markedsmanipulasjon. Formålet med denne drøftelsen er ikke å fullstendig gjennomgå forbudet mot markedsmanipulasjon, da dette vil bli svært omfattende. Drøftelsen søker imidlertid å belyse enkelte deler av dette regelverket, med fokus på manipulativ atferd som oppfattes særlig aktuelt i relasjon til finfluenseres virke i sosiale medier.

Markedsmanipulasjon kan være svært problematisk både ovenfor markedet og den enkelte investor. MARs fortale uttrykker at markedsmissbruk skader integriteten i finansmarkedet, og offentlighetens tillit til finansielle instrumenter.⁴⁶ Videre følger det av MAR art. 1 at økt investorbeskyttelse er ett av formålene bak forordningen. Verdipapirhandellovens formål er blant annet å sikre investorbeskyttelse ved handel i finansielle instrumenter.⁴⁷

MAR art. 15 slår fast at «[a] person shall not engage in or attempt to engage in market manipulation». Bestemmelsen forbyr både markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon. Begrepet «market manipulation» favner etter ordlyden bredt. Det må her spørres om hvilken atferd som omfattes av begrepet.

Artikkel 12 angir hvilken atferd som utgjør «market manipulation». Bestemmelsen er stor og kompleks. Bestemmelsen er bygd opp av tre ulike deler. Del nr. 1 gir uttrykk for fem forbudsregler i bokstavene a) til d). Videre gir artikkel 12 nr. 2 uttrykk for fem

⁴⁵ <https://www.nytimes.com/2021/12/05/business/media/tiktok-algorithm.html>, nedlastet 15.2.2022.

⁴⁶ MARs fortale avsnitt 2.

⁴⁷ vphl. § 1-1.

«kjerneeksempler» på markedsmanipulasjon. Disse eksemplene har sitt utgangspunkt i forbudsreglene.⁴⁸ Til slutt viser bestemmelsens nr. 3 til annex I. Vedlegg 1 inneholder en ikke-uttømmende liste over indikatorer på atferd som kan indikere manipulerende markedsatferd.

Bestemmelsen omfatter både manipulasjon basert på transaksjoner og informasjon.⁴⁹ Transaksjonsbasert manipulasjon kjennetegnes av at manipulatoren faktisk foretar en transaksjon i et instrument med manipulerende hensikt. Fra kjerneeksemplene kan nevnes artikkel 12 nr. 2 b), som omhandler villedende transaksjoner rundt handelsdagens begynnelse og slutt. Slik form for manipulasjon anses ikke særlig relevant for finfluensere og deres aktivitet i sosiale medier.

Visse former av informasjonsbasert manipulasjon er imidlertid av større interesse for avhandlingen. Av forbudsreglene kan man i nr. 1 c) se at spredning av informasjon gjennom media, herunder «the internet or by any other means», er forbudt dersom informasjonen gir, eller trolig kan gi, «false or misleading signals as to the supply of, demand of, or price of, a financial instrument[...]». Som behandlet ovenfor i kap. 2.4.1 kan sosiale medier i denne sammenheng sidestilles med mer tradisjonelle informasjonskanaler, hvilket innebærer at forbudet kan være av stor betydning for finfluensere. Slik informasjonsbasert manipulasjon kan som eksempel illustreres med spredning av uriktige og villedende opplysninger om nye og angivelig lukrative kontrakter inngått av et børsnotert selskap. Dette vil kunne gi villedende signaler om instrumentets pris eller etterspørsel.

Spørsmålet om manipulatoren må ha utvist subjektiv skyld ved informasjonsbasert markedsmanipulasjon, er etter bestemmelsens ordlyd uklart. MAR art. 12 som helhet tolkes ikke slik at det oppstilles et allmenngyldig skyldkrav for den atferd bestemmelsen regulerer. Videre viser den første delen av MAR art. 12 1 (c) til et rent objektivt ansvar. Det er tilstrekkelig at informasjonen «gives or is likely to give misleading signals». Bestemmelsens tredje siste komma oppstiller imidlertid et kunnskapskrav. Det er et vilkår at manipulatoren «knew or ought to have knew» at informasjonen var villedende.

⁴⁸ Veil (2017) digital versjon s. 361.

⁴⁹ Veil (2017) digital versjon s. 360.

Formuleringen «ought to have knew» gir uttrykk for et skyldkrav. Kalss skriver at MAR art. 12 1. (c) er en av reglene om markedsmanipulasjon som klart gir uttrykk for «the requirement of intent».⁵⁰ Videre skriver Kalss det at også for de bestemmelser som ikke eksplisitt uttrykker et krav om skyld må innfortolkes en skyldpresumsjon, jf. EU-rettspraksis.⁵¹ Som jeg skal komme tilbake til, kan markedsmanipulasjon forfølges strafferettslig. Denne konklusjonen harmonerer dermed med skyldkravet som et sentralt straffbarhetsvilkår i norsk strafferett.⁵²

3.2 «Scalping» som fremgangsmåte ved markedsmanipulasjon

Det er ikke tvilsomt at innlegg i sosiale medier kan nå svært mange. Dermed kan det spørres om hvordan en finfluenser kan utnytte tilgang til en slik personkrets for egen vinning. Blant kjerneeksemplene på markedsmanipulasjon i artikkel 12 nr. 2 er det særlig ett eksempel som gjør seg relevant for slike tilfeller. Eksempelet dreier seg om atferd som kalles «scalping».⁵³ I det følgende vil jeg beskrive denne atferden, og undersøke om «scalping» kan finne sted i sosiale medier.

MAR art. 12. nr. 2 bokstav d) gjelder

the taking advantage of [...] regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument [...] while having previously taken positions on that financial instrument, [...]without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way.

Bestemmelsen gir uttrykk for tre elementer som karakteriserer scalping av finansielle instrumenter. For det første må avsender ha uttrykt sin mening om et finansielt instrument i tradisjonelle eller elektroniske medier. Videre må vedkommende ha inntatt en posisjon i det aktuelle instrumentet i forkant. Dette kan for eksempel være å kjøpe en børsnotert aksje. Til slutt må vedkommende ha unnlatt å kommunisere interessekonflikten til allmennheten.

⁵⁰ Kalss (2021) s. 177.

⁵¹ Se *Spector Photo Group* [C3], C-45/08. Saken gjaldt imidlertid bruk av innsideinformasjon.

⁵² Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff § 21.

⁵³ Veil (2017) digital versjon s. 375.

Sistnevnte element må særlig ses i sammenheng med kommisjonsforordningens artikkel 5, som krever at interessekonflikter må presenteres i investeringsanbefalingen.

Kommunikasjon gjennom både tradisjonelle og digitale medier omfattes av bestemmelsen. I litteraturen brukes blant annet spredning av søppel-e-post om aksjer som illustrasjon for slik atferd.⁵⁴ I dagens mediebilde er det nok like sannsynlig at sosiale medier benyttes for å spre informasjon. Det er naturlig å legge til grunn at manipulative fremgangsmåter vil utvikle seg minst like hurtig som den teknologiske utviklingen ellers i samfunnet.

Scalping finner ofte sted i instrumenter som handles med lite volum. Terskelen for at den økte etterspørselen medfører svingninger i kursen er betydelig lavere for slike instrumenter. Et interessant eksempel fra USA om «scalping» er Securities and Exchange Commission (SEC) mot 15-årige Jonathan Lebed fra 2000.⁵⁵ Lebed inntok posisjoner på mellom 17 og 46 prosent i «thinly traded microcap stocks», før han spredte villedende opplysninger om instrumentenes egenskaper i internettforumer. Som resultat av opplysningene økte både handelsvolum og aksjekurs i instrumentene, noe Lebed tjente USD 272 826 på. Lebed var siktet for markedsmanipulasjon, men inngikk forlik med SEC hvor han pliktet å tilbakebetale all avkastning, pluss renter (USD 285 000).

Finfluensere er et relativt nytt fenomen, hvilket gjør det vanskelig å peke på konkrete tilfeller hvor markedsmanipulasjon har funnet sted. Det er imidlertid ikke vanskelig å se for seg at lignende situasjoner som i *Lebed v. SEC* kan oppstå med dagens sosiale medier, fordi finfluensere innehar et stort potensiale for å kunne spre innhold til svært mange personer. Det må videre legges til grunn at spredning av informasjon i sosiale medier i mange tilfeller vil kreve betydelig mindre innsats enn å sende e-poster til tusenvis av mottakere eller publisere informasjonen i mange ulike internettfora. Algoritmene i sosiale medier vil kunne spre innholdet til et større publikum uten særlige tiltak fra avsenders side.

Som nevnt inneholder MARs vedlegg 1 en ikke-uttømmende liste over indikatorer på manipulasjon. En av indikatorene er «the extent to which [...] transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change which

⁵⁴ Veil (2017) digital versjon s. 375.

⁵⁵ *SEC v. Lebed* 20. september 2000 File No. 3-10291, Securities and Exchange Commission (USA).

is subsequently reversed».⁵⁶ Med andre ord kan flere transaksjoner i et instrument over kort tid, som medfører en prisendring som senere snur, være en indikasjon på markedsmanipulasjon.

En 2017-studie fra universitetet i Paris analyserte flere millioner «tweets» om mindre børsnoterte selskaper på plattformen Twitter.⁵⁷ Studien fant en klar sammenheng mellom slik aktivitet på Twitter, og en rask og betydelig kursstigning i selskapene samme dag. I løpet av den påfølgende uken sank imidlertid kursen drastisk i de fleste selskaper. Tallene tyder på at det kan være mange som får avkastning gjennom «scalping» i sosiale medier. Disse kan imidlertid være vanskelig å avdekke, da sosiale medier muliggjør anonymitet eller bruk av kallenavn. Slik atferd er sannsynligvis en av de største utfordringene finansmyndighetene står ovenfor i møte med finfluensere og sosiale medier. Anonymitet kan danne grobunn for informasjonsbasert manipulasjon som ofte krever en betydelig arbeidsinnsats for å avdekke.

Som omtalt i punkt 2.1.2 har også reglene om investeringsanbefalinger en side til forbudet mot markedsmanipulasjon. Felles for begge regelsettene er utgangspunktet om at eventuelle interessekonflikter skal tydeliggjøres. Dersom interessekonflikten omfatter egen posisjon i et finansielt instrument, samtidig som avsenders meninger om instrumentet treffer et større publikum, kan vi stå ovenfor markedsmanipulasjon i form av «scalping» etter MAR art. 12 nr. 2 bokstav d.

4 Europakommisjonens forslag om regulering av kryptovaluta

4.1 Innledning

Flere finfluensere publiserer hyppig innhold i sosiale medier om diverse kryptovalutaer. Verdipapirhandellovens og MARs virkeområde omfatter kun «finansielle instrumenter», jf. kapittel 2.1. Konsekvensen av dette er at kryptovaluta i de aller fleste tilfeller faller utenfor, og er etter gjeldende rett uregulert. Europakommisjonen har imidlertid et mål om å regulere

⁵⁶ MAR annex I A (e).

⁵⁷ Renault, Thomas, *Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media* (December 20, 2017). Tilgjengelig på SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3010850> eller <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3010850>.

denne valutaen i EU. Spørsmålet for dette kapitlet er dermed hvordan regulering av kryptovaluta kan se ut i fremtiden, særlig regler om markedsmisbruk. Det må også spørres om hvilken betydning disse reglene kan få for finfluensere.

Først er det nødvendig å foreta en begrepsavklaring. I Bokmålsordboka er «kryptovaluta» definert som «valuta som ikke finnes som sedler og mynter, men bare eksisterer i digital form».⁵⁸ Det foregår utstrakt handel av slike valutaer på digitale plattformer. Det finnes i dag tusenvis ulike digitale valutaer. Mest kjent er «Bitcoin», som har vært gjennom en eksplosiv vekst i kurs og popularitet de siste fem årene. Ett særtrekk ved kryptovaluta er at hvem som helst i prinsippet kan opprette sin egen valuta, forutsatt at vedkommende har nødvendig teknisk kunnskap.

MiCA-forslaget⁵⁹ er Europaparlamentets forslag for regulering av kryptovaluta i EU. Lovgivningsprosessen er per 24. januar 2022 underveis, og forslaget ventes å tre i kraft innen 2024. Forslaget er del av EU-kommisjonens «FinTech Action Plan», som har som målsetning å skape en mer konkurransedyktig og innovativ finanssektor i EU.⁶⁰

Formålet bak denne reguleringen er ifølge Europakommisjonens president Ursula von der Leyen å etablere «a common approach with Member States on cryptocurrencies to ensure we understand how to make the most of the opportunities they create and address the new risks they may pose».⁶¹ En sentral virkning av forslaget er innføringen av en universal godkjenningsordning for tilbydere av kryptovaluta i EU.⁶² I det følgende vil enkelte av forslagets regler mot markedsmisbruk undersøkes nærmere, for å belyse hvilke regler finfluensere i fremtiden kan bli nødt til å ta høyde for.

⁵⁸https://ordbok.uib.no/perl/ordbok.cgi?OPP=Kryptovaluta+&ant_bokmaal=5&ant_nynorsk=5&bokmaal=+&ordbok=begge, nedlastet 8.1.2022.

⁵⁹ Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 24. september 2020 (COM/2020/593 final).

⁶⁰ MiCA explanatory memorandum kapittel 1 jf. COM/2018/109 final *FinTech Action Plan*, EU-kommisjonen.

⁶¹ MiCA explanatory memorandum kapittel 1.

⁶² MiCA-forslaget kapittel 5.

4.2 Forslagets regler mot markedsmisbruk

Ovenfor har jeg drøftet hvordan verdipapirhandeloven og MAR søker å motvirke markedsmisbruk. Spørsmålet er hvilke mekanismer mot markedsmisbruk MiCa-forslaget inneholder, og hvordan disse mekanismene kan bli relevante for finfluensere. Forslagets kapittel 4 søker å forhindre markedsmisbruk med kryptovaluta. Etter art. 76 gjelder kapittelets regler handlinger utført av «any person» angående «crypto-assets that are admitted to trading on a trading platform for crypto-assets operated by an authorised crypto-asset service provider[...]». Det finnes en rekke påfallende likheter mellom dette kapittelet i forslaget og MAR kapittel 2. MiCA-forslagets art. 77 om «[d]isclosure of inside information» kan sammenlignes med MAR art. 7 om «[i]nside information». Forslagets art. 78 om «[p]rohibition of insider dealing» har en side til MAR art. 8 om «Insider dealing» og så videre.

En viktig forskjell på regelverkene er hvordan de regulerer investeringsanbefalinger. I MiCA-forslaget behandler artikkel 73 «[a]dvice on crypto-assets». Spesielt for forslaget er at reguleringen bare retter seg mot «[c]rypto-asset service providers that are authorised to provide advice on crypto assets». Med andre ord treffer forslagens regulering av investeringsanbefalinger ikke fysiske personer, kun tilbydere av kryptotjenester med godkjenning til å utøve rådgivning.

I kapittel 2.2 ble MARs regler om markedsmisbruk behandlet, samt deres relevans for finfluensere. MiCA-forslagets art. 80 tar sikte på å forby markedsmisbruk i kryptovaluta. Likheten i ordlyd sammenlignet med MAR art. 12 og 15 er her påfallende. Den sentrale forskjellen er at «financial instruments» fra MAR erstattes med «crypto-assets» i MiCA-forslaget.

Med grunnlag i de vesentlige likhetstrekkene er det klart at MiCA-forslagets regler om markedsmisbruk er utarbeidet etter mønster fra MAR. Dersom forslaget vedtas uten større endringer, får dette utvilsomt konsekvenser for finfluenseres virksomhet i EU. Forslaget vil medføre at disse blir underlagt regler om markedsmisbruk, uavhengig av om aktiviteten knytter seg til tradisjonelle finansielle instrumenter eller tidligere uregulert kryptovaluta. MiCA-forslaget er et viktig skritt mot meningsfull regulering og investorbeskyttelse i et finansområde som for øyeblikket kan omtales som risikabelt for vanlige investorer. Kryptovalutens nåværende uregulerte natur har stort potensiale for å tiltrekke seg useriøse aktører som kan operere uten myndighetenes innblanding og risiko for sanksjoner.

5 Oppsummering – reglene om markedsmisbruk

Gjennom drøftelsene i kapitlene ovenfor har jeg gjennomgått sentrale aspekter av reglene i verdipapirhandelloven, MAR og kommisjonsforordningen av særlig relevans for finfluensere. Disse drøftelsene har avslørt at det etter gjeldende regelverk stilles flere ulike krav til finfluensere som figurerer i sosiale medier. Særlig må disse ta høyde for reglene om investeringsanbefalinger og forbudet mot markedsmanipulasjon. Dersom MiCa-forslaget trer i kraft i fremtiden må finfluensere i tillegg være oppmerksom på at regler mot markedsmisbruk gjelder også for kryptovaluta.

I det følgende vil ansvar for brudd på disse reglene drøftes. Jeg vil først behandle sanksjoner og straff, dernest vil mulig erstatningsansvar vurderes.

6 Sanksjoner og straff ved markedsmisbruk

Hovedspørsmålet i dette kapitlet er hvilke reaksjoner finfluensere kan ilegges dersom de handler i strid med markedsmisbruksreglene i verdipapirhandelloven, MAR og kommisjonsforordningen.

Etter MAR art. 30 nr. 1 (a) forplikter medlemsstatene seg til å iverksette administrative sanksjoner for brudd på blant annet reglene om investeringsanbefalinger og markedsmanipulasjon. Denne plikten gjelder uten hensyn til strafferettslige sanksjoner. Videre oppstilles nærmere krav til slike administrative sanksjoner i bestemmelsens nr. 2 (a)–(j). Her fremgår det blant annet at maksimalt overtredelsesgebyr for fysiske personer ved brudd på MAR artikkel 20 er EUR 500 000.⁶³

I norsk rett reguleres sanksjoner ved overtredelse av MAR i vphl. § 21-1. Tilsyn med handel i finansielle instrumenter føres av Finanstilsynet, jf. § 19-1. Etter § 21-1 første ledd er overtredelsesgebyr en sentral sanksjon ved overtredelse av MAR artikkel 20 om

⁶³ MAR art. 30 nr. 2 (i) (iii).

investeringsanbefalinger, samt artikkel 15 om forbud mot markedsmanipulasjon. Regler om fastsettelsen av dette gebyret for fysiske personer følger av bestemmelsens annet ledd.

Fysiske personer som handler i strid med reglene om investeringsanbefalinger kan ilegges overtredelsesgebyr av Finanstilsynet på inntil 5 millioner kroner. For overtredelser av forbudet mot markedsmanipulasjon kan overtredelsesgebyr ilegges med inntil 43 millioner kroner. For juridiske personer er dette maksimalbeløpet høyere, jf. § 21-1 tredje ledd.

Nærmere retningslinjer ved ilegging av administrative sanksjoner følger av vphl. § 21-14. Bestemmelsen lister opp flere momenter som er av betydning «ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmåling». Det kan blant annet tas hensyn til grovhet, skyld, fortjeneste og andre relevante forhold.

Videre gir vphl. § 21-15 hjemmel til å ilegge strafferettslige sanksjoner. For forsettlig eller uaktsomme overtredelser av forbudet mot markedsmanipulasjon er strafferammen bøter eller fengsel inntil 6 år, jf. første ledd. Straffansvar ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av reglene om investeringsanbefalinger følger av bestemmelsens fjerde ledd nr. 1.

Strafferammen for slike overtredelser er bøter eller fengsel inntil 1 år.

Verdipapirhandelens sanksjonssystem er med andre ord tosporet. Samme handling kan omfattes av både §§ 21-1 og 21-15. Systemet legger opp til en viss grad av skjønnsutøvelse ved valg av sanksjonsform.

I forarbeidene til ny lov om verdipapirhandel fremhever departementet at for de mindre alvorlige regelbrudd vil et overtredelsesgebyr være utgangspunktet. Samtidig vil «straffeforfølgning [i andre tilfeller] være den normale, eventuelt eneste, sanksjonen for overtredelser, eksempelvis overtredelser som innebærer markedsmissbruk».⁶⁴ Som begrunnelse for dette utgangspunkt viser departementet til det iboende skadepotensialet til brudd på reglene om markedsmissbruk. Slike handlinger kan medføre stor skade både i samfunnet og for den enkelte, herunder befolkningens tillit til verdipapirmarkedet.⁶⁵

⁶⁴ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 111.

⁶⁵ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 137.

Finansdepartementet skriver at valget mellom overtredelsesgebyr og straffesanksjon skal foretas med grunnlag i interne instruksjoner hos forvaltningen og påtalemyndigheten.⁶⁶ Videre har ØKOKRIM uttalt at det bør utarbeides retningslinjer for dette, grunnet hensynet til forutberegnelighet og ensartet praksis.⁶⁷

Det har i litteraturen foregått en viss diskusjon rundt hensiktsmessigheten av et slikt tosporet sanksjonssystem, og enkelte forfattere er kritiske til straff som sanksjon for markedsmissbruk.⁶⁸ Innvendingene knytter seg blant annet til forutberegnelighet, effektivitet og forbudet mot dobbeltstraff. Denne rettspolitiske debatten faller imidlertid i stor grad utenfor avhandlingens avgrensning, og vil dermed ikke behandles nærmere.

Inntil videre er det ikke mulig å finne eksempler på praksis hvor en finfluenser har blitt ilagt overtredelsesgebyr eller straff for brudd på reglene i verdipapirhandelloven. Det synes som Finanstilsynet på nåværende tidspunkt heller ønsker å veilede finfluensere, og gjøre dem oppmerksomme på hvilket regelverk som gjelder for deres virksomhet. Slik veiledning har blant annet funnet sted i leserinnlegg og gjennom seminarer.⁶⁹ I fremtiden oppfattes det likevel som sannsynlig at det i økende grad vil kunne dukke opp saker om overtredelsesgebyr eller straff rettet mot finfluensere.

Ettersom Finanstilsynet så langt har vist tilbakeholdenhet, kan det spørres om straff eller administrative sanksjoner er et hensiktsmessig virkemiddel ovenfor finfluensere. Etter min vurdering er sanksjoner for visse brudd på reglene i verdipapirhandelloven utvilsomt hensiktsmessig, i det minste etter aktørene har blitt gjort kjent med regelverket som gjelder. Jeg må her peke på det store skadepotensialet som ligger i atferd som omfatter markedsmissbruk. Både EU-lovgiver og Finansdepartementet har uttalt at slik atferd kan medføre store skader både for den enkelte investor og for samfunnets tillit til finansmarkedet.

⁶⁶ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 139.

⁶⁷ Prop. 96 LS (2018-2019) s. 140.

⁶⁸ Se bl.a *Forbudet mot markedsmanipulasjon*, stor masteravhandling i rettsvitenskap av T.I Grødahl vår 2020 s. 102 flg. og Venturozzo, Marco, *When Market Abuse Rules Violate Human Rights: Grande Stevens v Italy and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US*, European business organization law review, 2015-03-18, Vol. 16(1), s.145-165 jf. EMDs avgjørelse *Grande Stevens and others v. Italy* [C] 2014 no. 18640/10.

⁶⁹ <https://www.finanstilsynet.no/kalender/2022/webinar-for-finfluensere--hvilke-regler-gjelder/>, nedlastet 11.04.2021.

Jeg er enig i dette. Sanksjoner for slik samfunnsskadelig atferd vil være et virkemiddel med allmennpreventiv effekt, forutsatt at finfluensere er kjent med risikoen for slike sanksjoner.

Det er imidlertid mer tvilsomt om slike sanksjoner er hensiktsmessige for alle brudd på markedsmisbruksregelverket. Spørsmål om ressurser og prioriteringer fra finansmyndighetene kan i denne sammenheng oppstå, særlig ovenfor overtredelser av mindre alvorlighetsgrad med lite skadepotensiale. Myndighetene kan for eksempel stå ovenfor en finfluenser som vanligvis utelukkende opererer i tråd med gjeldende regelverk, men glemmer å oppgi dato for utarbeidelsen av en investeringsanbefaling. Bruk av arbeidstimer og ressurser på å reise sak mot vedkommende kan synes lite hensiktsmessig, sammenlignet med for eksempel organisert ulovlig markedsmanipulasjon som fører til store økonomiske tap hos enkeltindivider.

7 Finfluenseres erstatningsansvar for investeringsanbefalinger

7.1 Generelt

Til investeringer knyttes det til enhver tid en form for risiko. Denne risikoen kan resultere i betydelige økonomiske tap for enkeltpersoner. Dersom dette tapet er foranlediget av investeringsanbefalinger fra en annen part kan det reises spørsmål om mulig erstatningsansvar. Problemstillingen for dette kapitlet blir om finfluensere kan ilegges erstatningsansvar for tap hos andre i forbindelse med investeringsanbefalinger i sosiale medier.

Som utgangspunkt er det tre generelle vilkår som må oppfylles dersom erstatningsansvar skal foreligge.⁷⁰ For det første må det foreligge en erstatningsrettslig relevant skade. Skaden må som utgangspunkt være av en økonomisk størrelse. Videre må det foreligge ansvarsgrunnlag. Det finnes en rekke ulike ansvarsgrunnlag, både lovfestede og ulovfestede. Til slutt må det påvises adekvat årsakssammenheng mellom skaden og den ansvarsbetingende atferd.

Drøftelsen vil i det følgende særlig rette seg mot ansvarsgrunnlag som vilkår for erstatningsansvar, før det oppstilles noen betraktninger rundt årsakssammenheng. Jeg vil bare

⁷⁰ Fremstillingen i avsnittet bygger på systematiseringen i Hagstrøm og Stenvik (2019) s. 17.

behandle vilkåret om erstatningsrettslig relevant skade svært kort innledningsvis.

Erstatningsretten bygger på enkelte sentrale hensyn, og det er først nødvendig å redegjøre for disse. Disse sentrale hensynene dreier seg om både reparasjon og prevensjon.⁷¹

Reparasjonshensynet er av særlig betydning, da erstatningsrettens overordnede formål kort sagt er å økonomisk reparere en skade hos skadelidte og økonomisk stille skadelidte slik han sto før skaden inntraff.⁷² Prevensjonshensynet gjør seg også gjeldende, da risikoen for mulig erstatningsansvar antas å regulere menneskers atferd slik at de vil avstå fra handlinger som kan medføre erstatningsansvar.

Det første vilkåret for erstatningsansvar er at det må foreligge en erstatningsrettslig relevant skade. Det må dermed spørres om tap i finansielle investeringer er erstatningsrettslig vernet. Når en investor taper penger på sine investeringer, er det tale om et rent formuestap. Rene formuesskader eller formuestap er økonomiske skader som ikke står i sammenheng med en integritetskrenkelse.⁷³ Integritetskrenkelser er typisk skader på personer eller ting. Høyesterett uttalte i 1991 at det kunne oppstå tvil om hvorvidt rene formuestap i det hele tatt nyter erstatningsrettslig vern.⁷⁴ Thorson viser imidlertid til en rekke andre avgjørelser både før og etter 1991 og slår fast at rene formuesinteresser klart har nytt erstatningsrettslig vern i norsk rett over lengre tid.⁷⁵ Dette anses dermed som lite tvilsomt. Tap i finansielle investeringer er utvilsomt erstatningsrettslig vernet.

Betraktninger rundt skadevolders skyld vil behandles inngående i det følgende, ettersom skyld inngår som sentralt vurderingstema under de fleste ansvarsgrunnlag. Videre står adekvansvurderinger svært sentralt i erstatningsretten, og det kan oppstå en rekke spørsmål tilknyttet fjerne og upåregnelige skadefølger.⁷⁶ Vurderinger om adekvansspørsmål i relasjon til finfluenseres erstatningsansvar vil imidlertid sprengte rammene for denne avhandlingen. Jeg vil dermed nøye meg med å nevne at skadevolders skyld kan være av betydning i den såkalte adekvansvurderingen. I denne vurderingen kan det oppstå det spørsmål om skadevolder har utvist *kvalifisert skyld*, som i korte trekk går ut på at terskelen for

⁷¹ Hagstrøm og Stenvik, *Erstatningsrett* (2019) s. 21.

⁷² Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 17.

⁷³ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 57.

⁷⁴ Rt. 1991 s. 1335 A s. 1342.

⁷⁵ Thorson, *Erstatningsrettslig vern for rene formuestap*, PhD 2010 s. 32.

⁷⁶ Rt. 2007 s. 172 A avsnitt 66.

erstatningsansvar kan bli lavere i tilfeller skadevolder er sterkt å bebreide.⁷⁷ I slike tilfeller utvides adekvansgrensen, så også mer upåregnelige skadefølger kan nyte erstatningsrettslig vern.⁷⁸

Som behandlet tidligere inneholder verdipapirhandelloven kun regler om straffansvar og administrative sanksjoner, ikke om erstatningsansvar. For finansforetak er utgangspunktet omtrent det samme. Någjeldende finansavtalelov inneholder bare spredte regler om finansforetaks erstatningsansvar, eksempelvis ved feilaktig belastning av konto.⁷⁹ Rettstilstanden i dag beskrives i litteraturen som lite forutberegnelig.⁸⁰ Forbrukere må forholde seg til flere svært ulike lovverk som grunnlag for erstatningskrav mot finansforetak.⁸¹ Ny finansavtalelov ble imidlertid vedtatt desember 2020, som blant annet inneholder nye regler om avtaler om investeringstjenester.⁸² Videre gir § 3-49 i finansavtaleloven av 2020 uttrykk for en «[r]ett til erstatning når tjenesteyteren ikke har oppfylt sine plikter». Lovens ikrafttredelsesdato er imidlertid ukjent, og forbrukere må inntil videre forholde seg til dagens fragmenterte rettstilstand. Videre er det nødvendig å poengtere at finfluensere fortsatt ikke vil omfattes av regelverket for finansforetak etter ny finansavtalelov trer i kraft. Dermed oppstår det en rekke uavklarte spørsmål om finfluenseres mulige erstatningsansvar.

Innledningsvis kan det spørres om finfluensere kan holdes ansvarlig etter regler om tilbakeføring fra avtale- og obligasjonsretten. Det er etter rettspraksis ikke tvilsomt at krav om tilbakeføring eller erstatning kan reises mot finansforetak for eksempel i tilfeller der kunden har mottatt uforsvarlig investeringsrådgivning. Høyesterett har tidligere vurdert slike krav etter både avtaleloven § 36 og forbrukerkjøpslovens regler om heving og erstatning.⁸³ Disse bestemmelsene lar seg imidlertid vanskelig anvende på spørsmål om finfluenseres erstatningsansvar. Felles for begge bestemmelsene er at disse forutsetter et avtaleforhold

⁷⁷ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 465.

⁷⁸ Rt. 2015 s. 216 avsnitt 30.

⁷⁹ Prop. 92 LS (2019-2020) s. 224 jf. finansavtl. § 32.

⁸⁰ Færstad, *Privatrettslig forbrukervern ved investeringer i finansielle instrumenter*, TfR vol. 124 (2-03), 2021-06-18 s. 165-260 på s. 256.

⁸¹ Færstad (2021) s. 165.

⁸² Færstad (2021) s. 166.

⁸³ Se f.eks Rt. 2012 s. 1926 A (Fokus Bank) og Rt. 2013 s. 388 S (Røeggen).

mellom påstått skadevolder og skadelidte. Dette skiller seg fra finfluenserers investeringsanbefalinger i sosiale medier, som i de fleste tilfeller publiseres uavhengig av et avtaleforhold. Jeg vil derfor ikke undersøke disse rettsgrunnlagene nærmere.

I det følgende vil det undersøkes hvorvidt finfluensere kan holdes erstatningsansvarlig for tap som følge av investeringsanbefalinger etter culpaansvaret og ansvarsgrunnlag avledet fra dette, herunder profesjonsansvaret og informasjonsansvaret.

7.2 Erstatning etter det alminnelige culpaansvaret

Det første spørsmålet er om finfluensere kan holdes erstatningsansvarlig etter culpaansvaret. Culpaansvaret, også kalt skyldansvaret, er det alminnelige ansvarsgrunnlaget i norsk rett. Dette medfører at culpaansvaret gjelder i alle tilfeller det ikke finnes hjemmel for annet ansvarsgrunnlag.⁸⁴ Culpaansvaret er ulovfestet, og er i juridisk litteratur beskrevet slik at det består av både en objektiv og en subjektiv side.⁸⁵ Den objektive siden består av en rettsstridig handling eller unnlattelse, mens den subjektive siden har sitt grunnlag i skadevolders skyld.

Ett eksempel om culpaansvaret fra rettspraksis finnes i Rt. 1967 s. 697 (Lier-dommen). Sakens hovedspørsmål var om Lier kommune kunne holdes erstatningsansvarlig for den skade en innleid arbeidstaker hadde forårsaket da han tømte tre lass kloakkavfall i en bekk som var drikkevannskilde for flere eiendommer. Høyesterett kom til at kommunen var erstatningsansvarlig «på subjektivt grunnlag». Førstvoterende viste i skyldvurderingen blant annet til handlingens skadeevne og helseforskriftene i Lier kommune, og konkluderte med at kommunen hadde opptrådt med en slik grad av skyld at erstatningsansvar kunne ilegges.

Det er imidlertid visse særegenheter ved finfluensere som fremsetter investeringsanbefalinger i sosiale medier som medfører at en vurdering etter det alminnelige culpaansvaret kan vise seg å være mindre treffende. Ettersom finfluenserers virksomhet er basert på utgivelse av informasjon i en mer eller mindre profesjonell sammenheng, finnes det enkelte undervarianter av det alminnelige skyldansvaret som kan være bedre egnet som utgangspunkt for redegjørelsen om finfluenserers erstatningsansvar. Disse avledede ansvarsgrunnlagene kalles profesjonsansvar og informasjonsansvar, og blir gjenstand for behandling i det følgende.

⁸⁴ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 77.

⁸⁵ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 77.

7.3 Profesjonsansvaret

Den første undervarianten som vil behandles er profesjonsansvaret. Spørsmålet er om profesjonsansvaret kan benyttes som ansvarsgrunnlag for finfluenseres erstatningsansvar. Profesjonsansvaret er etter mitt syn et naturlig utgangspunkt, da rollen som finfluenser til en viss grad kan betraktes som en profesjon eller et yrke. I forarbeidene til ny finansavtalelov fremholder Justis-og beredskapsdepartementet at profesjonsansvaret ikke er et selvstendig ansvarsgrunnlag, heller «en betegnelse på skyldansvar for tap som voldes i virksomheter som er underlagt profesjonelle normer.»⁸⁶ Profesjonsansvaret må dermed oppfattes som avledet fra det alminnelige culpaansvaret. Ett sentralt spørsmål som må reises under profesjonsansvaret er om finfluenseres virksomhet overhodet er underlagt profesjonelle normer, slik at de kan oppfattes som profesjonsutøvere.

Veiledning finnes i Høyesteretts avgjørelse Rt. 2000 s. 679 (Ideal). Avgjørelsen gjaldt investeringer etter rådgivning fra bank i et selskap som måtte innlede gjeldsforhandlinger. Som resultat av gjeldsforhandlingene endte forbrukeren med 25% dividende på sine investeringer i selskapet. Førstvoterende uttalte i dommen at «[v]urderingen av hvilke krav som må stilles til aktsomheten ved DnBs rådgivning, må ta sitt utgangspunkt i at norsk rett bygger på et strengt, ulovfestet uaktsomhetsansvar for profesjonsutøvere».

I avgjørelsen ble det videre redegjort for hvilke krav en bankkunde som inngår avtale om finansiell rådgivning kan stille. Rådgivningen må som utgangspunkt være «høyt kvalifisert og høyt spesialisert». Det sentrale spørsmålet under dette ansvarsgrunnlaget er om finfluensere kan betraktes som profesjonsutøvere. Det må her gjøres en helhetsvurdering. Viktig i vurderingen er blant annet hvilke krav deres publikum i sosiale medier kan stille til deres investeringsanbefalinger, jf. dommen ovenfor.

Et viktig innledende poeng i denne vurderingen er at det ikke kan oppstilles noen kompetansekrav til finfluensere. Enhver fysisk person kan i utgangspunktet publisere innhold om økonomi og investeringer i sosiale medier. I motsetning til økonomiske rådgivere i finansforetak foreligger det verken krav om utdanning, kurs eller sertifisering for finfluensere. Mangelen på kompetansekrav taler mot at finfluensere er profesjonsutøvere.

⁸⁶ Prop. 92 LS Ny finansavtalelov (2019-2020) s. 225.

Videre må det presiseres at store deler av befolkningen i utgangspunktet ikke stiller særlig høye krav til den informasjonen som fremgår i sosiale medier. I media har influensere generelt fått mye oppmerksomhet, og mange har mottatt mye kritikk over en lengre periode. Videre har ansatte i Finanstilsynet skrevet innlegg i media hvor de advarer lesere mot å motta investeringsråd fra finfluensere.⁸⁷ Som grunnlag for dette ble det pekt på blant annet manglende kunnskap og erfaring. Med utgangspunkt i allmenhetens oppfatning av influensere som yrkesgruppe, finnes det få argumenter som taler for at disse er profesjonsutøvere.

Finfluenseres store rekkevidde er imidlertid et argument som drar i retning av at finfluensere kan betraktes som profesjonsutøvere. Jeg har allerede bemerket de muligheter dette gir for markedsmanipulasjon for egen vinning. Prevensjonshensynet kan tilsi at finfluensere må vurderes etter en strengere aktsomhetsnorm enn andre. Videre kan feilslåtte investeringsanbefalinger medføre store økonomiske tap for den enkelte, hvilket kan tilsi en strengere norm.

Av momentene ovenfor må mangel på kompetansekrav og allmenhetens oppfatning av influensere i sosiale medier tillegges størst vekt, blant annet med grunnlag i Finanstilsynets advarsel mot finfluensere. Dermed synes det mest nærliggende å konkludere med at finfluensere ikke kan karakteriseres som profesjonsutøvere, og at de derfor ikke omfattes av det ulovfestede profesjonsansvaret. Av denne grunn er det ikke hensiktsmessig å behandle dette ansvarsgrunnlaget nærmere.

7.4 Informasjonsansvaret

I det følgende vil det undersøkes om informasjonsansvaret kan benyttes som ansvarsgrunnlag for finfluenseres erstatningsansvar. I forarbeidene til ny finansavtalelov karakteriserer departementet informasjonsansvaret som en variant av profesjonsansvaret som gjelder tap påført kontraktspartner eller annen tredjepart som har innrettet seg etter uriktig eller villedende informasjon.⁸⁸ En stor del av finfluenseres virksomhet går ut på å publisere informasjon av ulik art i sosiale medier, herunder investeringsanbefalinger. Med grunnlag i

⁸⁷ <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/finfluensere-og-forbrukervern/>, nedlastet 3.2.2022.

⁸⁸ Prop. 92 LS (2019-2020) ny finansavtalelov s. 225.

betraktningene ovenfor synes det dermed hensiktsmessig å spørre om informasjonsansvar kan bli aktuelt å anvende ovenfor finfluensere som publiserer slik informasjon.

Som generell hovedregel er tap som følge av innrettelse etter villedende eller uriktig informasjon ikke vernet i verken norsk eller internasjonal erstatningsrett.⁸⁹ Et generelt vern for tap lidt gjennom innrettelse etter informasjon oppfattes ikke som en hensiktsmessig erstatningsrettslig konstruksjon. Mennesker står i utgangspunktet fritt til å innrette seg etter hvilken informasjon de ønsker, og vil i en slik rettstilstand kunne utnytte denne friheten til å påføre andre betydelig erstatningsansvar. Dette vil oppfattes som lite forutberegnelig for den enkelte, og erstatningsansvar vil kunne treffe «som lyn fra klar himmel» som følge av enkelte disposisjoner.

Departementet fremholder at det ikke finnes omfattende rettspraksis om informasjonsansvaret.⁹⁰ Høyesterett har imidlertid gjennom enkelte avgjørelser utarbeidet visse kriterier for å gjøre unntak fra den generelle hovedregelen om at tap som følge av innrettelse etter villedende eller uriktig informasjon ikke kan kreves erstattet. Spørsmålet blir om det kan kreves erstatning for økonomiske tap som følge av innrettelse etter finfluenseres investeringsanbefalinger i sosiale medier. For å besvare dette spørsmålet må hvilke kriterier som er av relevans først kartlegges.

Rt. 1981 s. 462 A (Malvik – Dissens 3-2) gjaldt planer om boligbygging av et boligbyggerlag som senere gikk konkurs. Malvik kommune hadde tidlig i prosessen gitt positive signaler om prosjektet, men senere i prosessen oppsto det utfordringer med å få behandlet reguleringsplan for tomten. Det ble da reist spørsmål om kommunen var erstatningsansvarlig, med grunnlag i de forventninger boligbyggerlaget hadde til kommunen.

Førstvoterende uttalte at spørsmålet om erstatningsrettslig vern avhenger «både av forventningens grunnlag og styrke og av de forhold som førte til at kommunen ikke traff vedtak i samsvar med forventningene».⁹¹ Av denne uttalelsen kan det utledes at både forhold ved skadelidtes subjektive forventninger er av relevans, samt forhold hos påstått skadevolder.

⁸⁹ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 62.

⁹⁰ Prop. 92 LS Ny finansavtalelov (2019-2020) s. 225.

⁹¹ Dommens side 469.

Rt. 1990 s. 1235 (Fiskarbank) gjaldt et rederi som fikk avslag på søknad om rentesubsidier ved ombygging av skip. Finansdepartementet hadde tidligere en viss praksis for å godkjenne rentesubsidier til slike prosjekter. Praksisen var imidlertid i strid med gjeldende regelverk og ble umiddelbart avsluttet da den ble oppdaget. I denne saken ble det også reist spørsmål tilknyttet rederiets forventninger, og retten vurderte spørsmålet etter den rettssetning som ble formulert i Malvik-dommen.

Rettsstilstanden har i nyere rettspraksis blitt ytterligere utviklet, blant annet gjennom Rt. 2008 s. 1078 (ACE).⁹² Med henvisning til ACE-dommen presenterte førstvoterende i Rt. 2015 s. 556 A (Informasjonsansvar II) avsnitt 43 de tre grunnvilkårene for informasjonsansvar som må legges til grunn i vurderingen:

For det første må informasjonen ha vært villedende, og dette må skyldes uaktsomhet hos den som har avgitt informasjonen i en profesjonell sammenheng. For det andre må skadelidte ha hatt en rimelig og berettiget grunn til å stole på og innrette seg etter informasjonen. For det tredje må informasjonen ha vært ment for skadelidte eller i det minste for en begrenset gruppe som skadelidte tilhørte.

Skadelidtes forventninger må undersøkes med grunnlag i en helhetsvurdering med utgangspunkt i disse grunnvilkårene.⁹³ Det må som et overordnet utgangspunkt spørres om hvilke forventninger som kan stilles til finfluenseres virksomhet. Ifølge Hagstrøm og Stenvik er de to siste grunnvilkårene avgjørende for om skadelidtes forventninger kvalifiserer til erstatningsrettslig vern. Dette må være riktig, da det første vilkåret knytter seg til forhold hos avsender av informasjonen og informasjonens karakter. Etter rettspraksis er det imidlertid et klart samspill mellom alle tre vilkårene.⁹⁴

7.4.1 Uaktsom, villedende informasjon i en profesjonell sammenheng

Det første vilkåret er at informasjon må ha vært villedende grunnet uaktsomhet hos den som har avgitt informasjonen i en profesjonell sammenheng. Kravet om en profesjonell sammenheng behøver ikke problematiseres nærmere, da de fleste finfluenseres virksomhet har en viss karakter av næringsvirksomhet. Bruken av ordet «uaktsomhet» tolkes som en

⁹² Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 63-64.

⁹³ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 64.

⁹⁴ HR-2016-2264-A avsnitt 38.

henvisning til informasjonsavgivers skyld, og må dermed ses i sammenheng med culpaansvaret. Det sentrale spørsmålet under dette kriteriet er hvorvidt en finfluenser opptrer uaktsomt dersom han deler villedende investeringsanbefalinger i sosiale medier.

Vurderinger om påstått skadevolders uaktsomhet står helt sentralt i erstatningsretten. Et minstekrav for erstatningsansvar etter culpaansvaret er at skadevolder må i det minste ha utvist såkalt *simpel uaktsomhet*.⁹⁵ Førstvoterendes henvisning til uaktsomhet i ACE-dommen forstås som en henvisning til uaktsomhetsvurderingen slik den anvendes i det alminnelige culpaansvaret. I det følgende vil denne uaktsomhetsvurderingen undersøkes nærmere. Derneft skal jeg undersøke hvilke elementer av denne vurderingen som særlig kan gjøres gjeldende ovenfor finfluensere som publiserer investeringsanbefalinger i sosiale medier.

Det første spørsmålet som må besvares er hva som konkret ligger i begrepet uaktsomhet. Begrepet viser i denne sammenheng til den subjektive delen av culpanormen. I litteraturen fremholdes det at begrepet «subjektiv» kan være villedende, ettersom ordet i seg selv er flertydig.⁹⁶ Ordet kan enten vise til individuelle forhold hos den enkelte, eller til hva samfunnet eller allmennheten krever av den enkelte i en situasjon. I de fleste sammenhenger er det tale om en *objektivisert* vurdering, som må ta utgangspunkt i hvordan en alminnelig forstandig person ville handlet i en gitt situasjon. Å benytte begrepet «subjektiv» om denne vurderingen kan skape forvirring. Denne objektiviserte vurderingen er imidlertid kjernen i det erstatningsrettslige uaktsomhetsbegrepet. Kort fortalt kan begrepet oppsummeres som at den som handler på en måte som avviker fra hvordan en alminnelig forstandig person ville handlet i samme situasjon, er uaktsom.

For å vurdere om noen har opptrådt uaktsomt, kan en rekke ulike momenter bli relevante. I det følgende skal noen momenter av særlig relevans for finfluensere behandles. Ett moment av særlig relevans er hvilke krav som stilles til forsvarlig opptreden på et område. Det forutsettes at en alminnelig forstandig person vil rette seg etter slike krav. De krav som stilles til forsvarlig opptreden kan betraktes som handlenormer.⁹⁷ I denne sammenheng må det spørres om hvilke handlenormer som gjelder for finfluensere i sosiale medier. For å besvare spørsmålet kan det hentes bidrag fra en rekke ulike kilder. Det er imidlertid ikke tvilsomt at

⁹⁵ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 165.

⁹⁶ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 159.

⁹⁷ Truyen, *Aksjeanalyse og informasjonsansvar*, TfR, vol. 120, 1-2/2007, s. 85-120 på s. 111.

skrevne normer kan ha stor betydning i vurderingen.⁹⁸ Slike skrevne normer kan for eksempel utgjøre bestemmelser i lov og forskrift.⁹⁹ Innledningsvis må det bemerkes at også normer som ikke i seg selv er forbundet med erstatningsansvar kan være av relevans for å kartlegge handlingsnormen, eksempelvis offentligrettslige forskrifter.¹⁰⁰ For eksempel fikk kommunens helseforskrifter betydning i Lier-dommen, beskrevet ovenfor i kapittel 7.2.

Som beskrevet i avhandlingens innledning, kan finfluenserens virksomhet omfattes av en rekke ulike regelsett i forskjellig lovgivning. Ovenfor har reglene i verdipapirhandelloven og MAR blitt behandlet. Disse kildene kan være av betydning for å kartlegge hvilken handlingsnorm som gjelder for finfluensere som utarbeider investeringsanbefalinger. I litteraturen fremholdes det at de skrevne normer innenfor et gitt område beskriver normaltstanden.¹⁰¹ Jeg er enig i dette. I et samfunn hvor alle borgere til enhver tid følger alle skrevne normer, vil nok spørsmål om erstatningsansvar ikke aktualiseres i noen tilfeller. Slik normaltstand burde etterstrebes i alle livsområder. Når det er tale om investeringsanbefalinger kan MAR art. 20 og kommisjonsforordningen bidra til å beskrive denne normaltstanden. Normaltilstanden er blant annet at investeringsanbefalinger presenteres objektivt, avsenders interessekonflikter tilkjennegis og den som har utarbeidet anbefalingen identifiseres ved navn. Dette er i tråd med prevensjonshensynet, da risikoen for mulig erstatningsansvar vil kunne gi finfluensere insentiv til å rette seg etter reglene i verdipapirhandelloven.

I tilfeller hvor finfluenseren handler i strid med disse reglene, handler vedkommende utenfor en handlingsnorm fastsatt ved lov. Denne normen finnes til tross for at verdipapirhandellovens kapittel 21 bare hjemler administrative sanksjoner og straff. Den klare hovedregel i slike tilfeller er at rettsvillfarelse ikke er ansvarsbefriende.¹⁰² De nevnte rettskildene søker å verne både offentlige interesser, sørge for markedsintegritet og beskytte investorer. Reglene i MAR og kommisjonsforordningen oppstiller dermed krav til forsvarlig opptreden som aktør i kapitalmarkeder. En finfluenser som handler i strid med disse kravene,

⁹⁸ Thorson (2010) s. 147.

⁹⁹ Lødrup, *Lærebok i Erstatningsrett* (2011) s. 136.

¹⁰⁰ Thorson (2010) s. 147 jf. Rt. 2002 s. 1283.

¹⁰¹ Thorson (2010) s. 148.

¹⁰² Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 167.

kan betraktes som uaktsom dersom vedkommende også er å bebreide ut fra sine personlige forutsetninger.¹⁰³

Spørsmål om en finfluenser kan bebreides må vurderes konkret i den enkelte situasjon. Det er imidlertid vanskelig å peke på momenter som tilsier en høy terskel for bebreidelse. Det må her tas utgangspunkt i den makt som ligger i et stort publikum på sosiale medier. Å formidle et budskap til mange, medfører som utgangspunkt et ikke ubetydelig ansvar. Videre må det også her understrekes hvilke muligheter påvirkningsmakten gir for manipulasjon av markedet for egen økonomisk vinning. Dersom en finfluenser publiserer investeringsanbefalinger i strid med lovfestede regler, skal det nok lite til for å komme til at vedkommende kan bebreides for dette. I slike tilfeller vil finfluenserens spredning av villedende informasjon kunne karakteriseres som uaktsom, og informasjonsansvarets første grunnvilkår vil således være oppfylt.

7.4.2 Rimelig og berettiget grunn til å innrette seg

Det andre kriteriet gir uttrykk for at skadelidte må ha hatt rimelig og berettiget grunn til å stole på og innrette seg etter informasjonen. Dette kriteriet utgjør kjernen av informasjonsansvaret. Kriteriet kan gjenfinnes blant annet i de krav som stilles til forventningens grunnlag og styrke i Malvik-dommen. Spørsmålet under dette momentet er om finfluenserens publikum har rimelig og berettiget grunn til å stole på, og innrette seg etter, investeringsanbefalinger i sosiale medier. Det kan her spørres om finfluensere fremtrer som særlig sakkyndig for omverden.¹⁰⁴

For å besvare dette spørsmålet synes det naturlig å ta utgangspunkt i hvilken rolle avsender av informasjonen har. Avsenders rolle står utvilsomt sentralt i denne vurderingen. Visse roller er forbundet med særlig troverdighet, som kan tale for at mottaker har rimelig og berettiget grunn til innrettelse. Under dette kriteriet må finfluenserens troverdighet i rollen som investeringsrådgivere bli gjenstand for vurdering. Det finnes for øyeblikket få rettskilder som kan bidra til å klarlegge finfluenserens troverdighet. Filip Truyens artikkel om informasjonsansvar ved aksjeanalyser systematiserer imidlertid analyser og aksjeråd fra ulike

¹⁰³ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 165.

¹⁰⁴ Tryuen (2007) s. 107.

aktører i tre grupper etter profesjonalitetsgrad.¹⁰⁵ Hvilken gruppe aktørene tilhører kan være et moment med vekt i informasjonsansvarsvurderingen. Som generelt utgangspunkt synes erstatning etter informasjonsansvaret å være mer nærliggende jo mer profesjonelt aktøren opptrer for sine motparter. Det kan dermed være hensiktsmessig å drøfte finfluenseres plass i denne systematiseringen. I det følgende vil de ulike gruppene av aktører presenteres. Dermed vil det vurderes hvor finfluensere kan plasseres i denne systematikken.

Den første gruppen er anbefalinger fra profesjonelle analytikere. Disse er for eksempel ansatte i verdipapirforetak eller investeringsfond. Slike aktører er underlagt streng og omfattende lovregulering, og det stilles gjennomgående høye krav til profesjonalitet i alle ledd av virksomheten.¹⁰⁶ Med grunnlag i erstatningsrettens legislative hensyn er Truyens konklusjon her at slike aktører er «i kjerneområdet for et deliktsbasert informasjonsansvar», og det synes dermed å være sterke grunner som taler for at profesjonelle analytikere kan holdes erstatningsansvarlig etter informasjonsansvaret.¹⁰⁷ Dette harmonerer også med de ulovfestede reglene om tilbakeføring og erstatning for profesjonelle i finansforetak, slik disse ble behandlet innledningsvis i kapittelet. I denne sammenheng er det imidlertid nærliggende å spørre om råd og anbefalinger fra profesjonelle analytikere i visse tilfeller kan være underlagt profesjonsansvaret, slik beskrevet ovenfor. Dette må nok være tilfelle. Profesjonsansvaret og informasjonsansvaret er imidlertid nært beslektet, så det anses ikke hensiktsmessig å drøfte spørsmålet nærmere.

Den andre gruppen er anbefalinger fra profilerte investorer. Slike investorer har ofte vært svært suksessfulle med egne investeringer og er aktive i mediebildet med råd og anbefalinger.¹⁰⁸ Disse er ikke ansatt som analytikere og rådgivere i finansforetak, og dermed ikke underlagt de samme finansregulatoriske krav som profesjonelle analytikere. Det er klart at slike roller kan gi publikum en forventning om at vedkommende besitter særlig kunnskap om investeringer i finansielle instrumenter. Visse profilerte investorer kan beskrives som «bjellesauer», og mange privatinvestorer henter inspirasjon fra deres portefølje for egne investeringer. Truyen treffer ingen klare konklusjoner om profilerte investorers rolle kan være

¹⁰⁵ Truyen (2007) s. 104 flg.

¹⁰⁶ Truyen (2007) s. 108.

¹⁰⁷ Truyen (2007) s. 107.

¹⁰⁸ Truyen (2007) s. 129.

et moment med vekt for informasjonsbasert erstatningsansvar. Det fremholdes imidlertid at det er «mindre grunn til å legge vekt på profilerte investorers aksjeråd», blant annet grunnet investorens egne interesser og mangel på en klar handlenorm.¹⁰⁹ Dette taler for at informasjonsansvar ikke er hensiktsmessig ovenfor profilerte investorer. Enkelte tilfeller vil imidlertid ha en side til grov uaktsomhet, blant annet vilkårlig håndtering av informasjon og spredning av rykter i offentligheten. I disse tilfellene kan det nok bli tale om informasjonsansvar også for profilerte investorer.

Den siste gruppen er anbefalinger fra amatørinvestorer. I denne gruppen finnes rådgivning fra aktører som ikke kan betraktes som profesjonelle analytikere eller profilerte investorer. Analyser og rådgivning fra venner, bekjente og kolleger tilhører for eksempel denne gruppen. Det er som utgangspunkt klart at avsenders troverdighet er svakere jo mindre profesjonell vedkommende fremstår. Dermed er det vanskelig å peke på momenter som tilsier at mottaker har rimelig og berettiget grunn til å innrette seg etter råd fra amatører. Truyen finner liten støtte for et alminnelig informasjonsansvar i både offentligrettslig regulering, og etter en interesseavveining.¹¹⁰ Informasjonsansvar vil imidlertid være aktuelt i unntakstilfeller, der den villedende informasjonen har grunnlag i grov uaktsomhet eller forsett hos avsender.¹¹¹ Dette harmonerer med utgangspunktet om at informasjonsansvar er mer nærliggende jo mer profesjonell aktøren opptrer.

Spørsmålet videre blir hvor finfluensere kan passe inn i denne systematikken. Utgangspunktet er at kommunikasjon i sosiale medier kan gjennomføres på en rekke ulike måter. Et forsøk på å generelt plassere finfluensere i Truyens systematikk kan dermed bli en utfordrende øvelse. Finfluensere er vanligvis ikke ansatt i finansforetak, og kan således ikke betraktes som profesjonelle analytikere. Det er imidlertid vanskelig å oppstille en generell karakteristik av hvor sakkyndig finfluensere fremstår for sitt publikum, siden dette vil variere mellom ulike kommunikasjonssituasjoner. Enkelte finfluensere gir klart uttrykk for manglende kunnskaper og erfaringer i sin aktivitet i sosiale medier. Disse vil kanskje også være forsiktige med å fremsette klare investeringsanbefalinger. Slike finfluensere vil neppe kunne oppfattes som mer sakkyndige enn amatørinvestorer som gir råd til bekjente.

¹⁰⁹ Truyen (2007) s. 130.

¹¹⁰ Truyen (2007) s. 132.

¹¹¹ Truyen (2007) s. 132.

På den andre siden finnes det finfluensere som klart gir uttrykk for suksessfulle investeringer i sosiale medier. En del av deres innhold kan for eksempel være dyre biler, store eiendommer og skjermbilder av store beløp i bankkonti eller finansielle instrumenter. Det må her spørres om slike innlegg vil kunne styrke publikums oppfatning av vedkommende som særlig kunnskapsrik. Til en viss grad må dette være tilfelle. En gjennomsnittlig person vil antakeligvis legge til grunn at en slik aktør er mer til å stole på enn noen som gir inntrykk av manglende kunnskap og usikkerhet. Dette medfører at vedkommende må betraktes som noe mer enn en amatørinvestor. Om slike finfluensere når opp til gruppen profilert investor er imidlertid usikkert. Et kjennetegn ved gruppen synes å være hyppige ytringer om investeringer i tradisjonelle, redaktørstyrte medier. Dette skiller seg fra ytringer i sosiale medier, som enhver kan gjøre. På dette grunnlag må konklusjonen være at slike finfluensere befinner seg et sted mellom amatør og profilert investor.

Finfluenserens rolle er utvilsomt et moment som kan vektlegges i vurderingen om skadelidte hadde rimelig og berettiget grunn til å innrette seg etter informasjonen. Momentet inngår imidlertid i en helhetsvurdering. Som utgangspunkt må terskelen for erstatningsansvar kunne sies å være lavere jo lengre unna amatørinvestor finfluenseren kan plasseres i Truyen's systematikk. Blant annet vil terskelen for unnskyldelig villfarelse være lavere for en amatør enn en profesjonell investor.¹¹²

Av avhandlingens kapittel 2.3 fremgår det at såkalte «disclaimers» eller ansvarsfraskrivelser ikke får betydning ved anvendelse av reglene om investeringsanbefalinger i MAR og verdipapirhandelloven. Dette kan imidlertid stille seg annerledes ved problemstillinger tilknyttet finfluenserens erstatningsansvar. I tilfeller hvor finfluenseren publiserer slike «disclaimers» sammen med investeringsanbefalingen kan oppstå spørsmål om dette svekker skadelidtes rimelige og berettigede grunn til å innrette seg. Etter min vurdering kan dette være tilfelle. Skadelidtes subjektive forutsetninger og forventninger må legges til grunn. Slike «disclaimers» kan gi skadelidte informasjon om risikoen for økonomisk tap, og oppfordre til en grundig risikovurdering i forkant av investeringen. Ansvarsfraskrivelser i investeringsanbefalingen vil dermed kunne gi skadelidte mindre grunn til å innrette seg etter

¹¹² Truyen (2007) s. 132.

anbefalingen, og kan utvilsomt være et moment med betydelig vekt i vurderingen under dette kriteriet.

Et siste moment som kan være av betydning, er forholdet mellom avsender og mottaker av informasjonen. Som utgangspunkt kan det sies at mottaker av informasjonen har større grunn til å innrette seg etter den jo nærmere tilknytningen er til avsender.¹¹³ For eksempel vil det være større grunn til å innrette seg etter informasjon fra et familiemedlem enn en tilfeldig forbipasserende på gata. Det kan vanskelig tenkes tilfeller hvor finfluensere har særlig nær tilknytning til sitt publikum i sosiale medier. Kommunikasjonen går ofte bare en vei, og aktivitet i ulike kommentarfelt kan karakteriseres som upersonlig, der kallenavn er hyppig brukt. Dette taler for at finfluensernes publikum har mindre grunn til å innrette seg etter deres investeringsanbefalinger.

7.4.3 Informasjonen ment for skadelidte eller skadelidtes begrensede gruppe

Det siste grunnvilkåret krever at informasjonen må ha vært ment for skadelidte eller en begrenset gruppe skadelidte tilhørte. Kriteriet stiller krav til hvilken kontekst informasjonen presenteres i. Sentralt er hvilken personkrets som mottar skadevolders budskap. Denne delen av førstvoterendes uttalelse i Informasjonsansvar II-dommen¹¹⁴ tolker jeg som at informasjonsansvar er mer nærliggende i tilfeller informasjonen presenteres til en gruppe med en viss avgrensning.

Som utgangspunkt er finfluenseres primære kommunikasjonskanal sosiale medier. Som jeg allerede har vært inne på, kjennetegnes enkelte sosiale medier av at innlegg i utgangspunktet kan nå en tilnærmet ubegrenset krets av personer. Dette kjennetegnet harmonerer ikke med de krav dette kriteriet stiller til den kontekst informasjonen presenteres i. Kommunikasjon i sosiale medier kan imidlertid foregå på flere ulike måter, hvilket medfører ulike vurderinger. I denne sammenheng er et overordnet spørsmål om finfluenseren kommuniserer på en slik måte at personkretsen innholdet når ut til er avgrenset. Flere ulike typetilfeller må her undersøkes.

Det det vanligste typetilfellet for finfluenseres kommunikasjon er såkalte «offentlige kontoer». Innholdet i slike kontoer er åpent tilgjengelig for allmenheten. For eksempel kan

¹¹³ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 64.

¹¹⁴ Rt. 2015 s. 556 A.

kontoens innhold dukke opp som anbefalte innlegg uavhengig av om mottaker følger kontoen eller ikke. Videre kan enhver bruke søkefunksjonen i sosiale medier, og på denne måten få tilgang til det innhold finfluenseren har publisert. Med slik kommunikasjon er det klart at den personkrets innholdet kan nå, ikke er avgrenset på noe vis.

Erstatningsansvar på grunnlag av informasjon som kan nå et tilnærmet ubegrenset antall personer kan fremstå som noe problematisk. Det såkalte «flodbølgeargumentet» er her av relevans.¹¹⁵ Flodbølgeargumentet kan få betydning i tilfeller man kan stå ovenfor erstatningsansvar av uvisst omfang, for et uvisst tidspunkt og en uviss personkrets av skadelidte.¹¹⁶ I norsk rettspraksis har argumentet blant annet blitt lagt til grunn i den tidligere nevnte ACE-dommen.¹¹⁷ Førstvoterende ga her uttrykk for at kriteriet om at informasjonen må ha vært ment for skadelidte «representerer den største utfordringen ved avgrensningen av informasjonsansvaret. Uten avgrensninger kan omfanget av kravene bli svært omfattende».¹¹⁸ Det ble vist til en «flodbølgebegrensning», som har som formål å avgrense personkretsen som kan kreve erstatning etter informasjonsansvaret. En slik avgrensning tar sikte på å forhindre en «flodbølge» av forskjellige erstatningskrav med grunnlag i samme handling. Begrensningen må imidlertid ikke forstås som en klar grense for erstatningsansvaret, men som et ledd i helhetsvurderingen.¹¹⁹

Sterke grunner taler for at flodbølgeargumentet burde tillegges betydelig vekt i situasjoner der finfluensere publiserer investeringsanbefalinger som er tilgjengelig for allmennheten. Den mulige personkretsen som kan holde finfluenseren ansvarlig i etterkant av innrettelse, kan bli svært stor. Sannsynligvis vil det i noen tilfeller bli tale om tusenvis. Omfanget av erstatningsansvaret kan i slike tilfeller få helt urimelige konsekvenser for skadevolder, og kan i verste fall medføre fullstendig økonomisk ruin. Flodbølgeargumentet taler for at det bør utvises forsiktighet med å pålegge finfluensere erstatningsansvar for investeringsanbefalinger som publiseres åpent i sosiale medier.

¹¹⁵ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 70.

¹¹⁶ *Ultramares Corporation V. Touche* (1931) 174 N.E 441.

¹¹⁷ Rt. 2008 s. 1078 A.

¹¹⁸ Dommens avsnitt 26.

¹¹⁹ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 71 med henvisning til Færstad, *Erstatningsansvar for villedende informasjon* s. 196.

Det er imidlertid mulig å opptre på en rekke ulike måter i sosiale medier. Finfluenseres investeringsanbefalinger kan for eksempel publiseres i lukkede grupper, gjennom direkte melding til en annen konto eller ved å publisere innlegg med såkalte private kontoer. Private kontoer kjennetegnes ved at deres innhold ikke er åpent tilgjengelig for allmenheten, og konto innehaver må godkjenne hvilke brukere som kan se innholdet. Fellesnevneren for informasjon publisert i slike kontekster er at personkretsen som har tilgang til innholdet er avgrenset i varierende grad.

I slike tilfeller må det spørres en personkrets med en viss avgrensning med tilgang til innholdet medfører at vilkåret om at informasjonen må ha vært ment for skadelidte eller skadelidtes begrensede gruppe kan anses oppfylt. Det er ikke tvilsomt at informasjon som formidles fra en finfluenser til skadelidte gjennom en direkte melding oppfylder vilkåret. Denne informasjonen er kun tilgjengelig for skadelidte, i tillegg til at den er direkte ment for vedkommende.

I andre kommunikasjonskontekster vil imidlertid personkretsen variere. Det er naturlig å ta utgangspunkt i at det er vanskeligere å anse vilkåret oppfylt jo større, og mer udefinert, personkretsen er. For private kontoer som krever godkjenning fra innehaver, kan det for eksempel være av betydning om skadelidte, sammen med 50 eller 5000 andre brukere, har tilgang på finfluenserens innhold. I lukkede grupper kan antall medlemmer vektlegges, hvor erstatningsansvar synes mest aktuelt i de mindre gruppene.

Med grunnlag i «flodbølgeargumentet» er det usannsynlig at det kan bli tale om et informasjonsbasert erstatningsansvar i alle sammenhenger. Slik det fremgår av drøftelsen ovenfor synes imidlertid et slikt ansvar å være mer nærliggende jo mindre og mer avgrenset personkretsen med tilgang til innholdet er.

Ovenfor har jeg undersøkt problemstillinger tilknyttet ansvarsgrunnlag, som er et sentralt grunnvilkår for erstatningsansvar. I det følgende vil årsakssammenheng som grunnvilkår for erstatning behandles kort, før jeg vurderer enkelte problemstillinger tilknyttet aksept av risiko som bortfallsgrunn for erstatningsansvar.

7.5 Kort om årsakssammenheng

Det siste grunnleggende vilkåret for erstatningsansvar er årsakssammenheng. I saker som omhandler finfluenseres erstatningsansvar kan det oppstå spørsmål om vilkåret om årsakssammenheng er oppfylt. I det følgende vil kravet om årsakssammenheng presenteres

kort, før jeg vil peke på enkelte særegne momenter ved finfluenserens virksomhet som kan vanskeliggjøre vurderinger tilknyttet årsakskravet som vilkår for erstatning.

En skade inntreffer vanligvis som et resultat av en rekke forskjellige årsaker.¹²⁰ For mange skader står man ofte ovenfor et svært sammensatt bilde av årsaker. Videre kan enkelte skader inntreffe som resultat av flere ulike årsaksfaktorer som ikke alene er i stand til å forårsake skaden. Felles for alle disse vurderingene er at det må spørres om årsakskravet er oppfylt.

Årsakskravet er etter rettspraksis «oppfylt dersom skaden ikke ville ha skjedd om handlingen eller unnlåtelsen tenkes borte. Handlingen eller unnlåtelsen er da en nødvendig betingelse for at skaden inntreffer».¹²¹ Dette kalles ofte *betingelseslæren*, som i korte trekk går ut på å konstruere et alternativt hendelsesforløp hvor den påstått skadevoldende handlingen tas ut. Dersom skaden ikke ville inntruffet i det alternative forløpet, anses årsakskravet som oppfylt, og handlingen som en nødvendig betingelse for skaden. I henhold til finfluenserens erstatningsansvar kan det for eksempel spørres om forbrukerinvestoren likevel hadde lidd tap dersom han ikke hadde kommet over finfluenserens investeringsanbefaling i sosiale medier.

I sivile saker fastsetter retten det saksforhold avgjørelsen skal bygge på gjennom en fri bevisvurdering, jf. tvistelovens § 21-2 første ledd. Fri bevisvurdering innebærer at retten står fritt i forhold til hvilke bevismidler som skal legges til grunn for å kartlegge sakens faktiske forhold. Beviskravets hovedregel i sivile saker er sannsynlighetsovervekt.

Sannsynlighetsovervekt innebærer at det mest sannsynlige faktum skal legges til grunn.¹²²

For at kravet om årsakssammenheng kan anses oppfylt i sak om finfluenserens erstatningsansvar, må det altså med sannsynlighetsovervekt kunne bevises at finfluenserens investeringsanbefaling i sosiale medier var en nødvendig betingelse for at skaden hos investoren inntraff. Det må i slike tilfeller kunne påvises sammenheng mellom både investeringsanbefalingen, investorens investeringsbeslutning og påfølgende tap.

Vurderingen om årsakssammenheng kan i enkelte tilfeller bli utfordrende.

Investeringsanbefalingen vil sjeldent kunne oppfattes som den eneste årsaken til skadelidtes

¹²⁰ Hagstrøm, Stenvik (2019) s. 388.

¹²¹ Rt. 1992 s. 64 A på s. 69.

¹²² HR-2018-874-A avsnitt 11.

tap. Finansmarkedet kan påvirkes av en rekke ulike faktorer, og mange av disse er upåregnelige. Blant annet kan markedssvingninger, naturkatastrofer og råvaremangel påvirke verdien av et finansielt instrument. Videre er det ikke tvilsomt at en aktiv bruker av sosiale medier kan eksponeres for flere hundre ulike innlegg i løpet av en dag. I visse sosiale medier presenteres innholdet heller ikke kronologisk, hvilket medfører at brukeren kan møte investeringsanbefalinger som ble publisert for dager eller uker siden. I slike tilfeller kan det også bli vanskelig å peke på en tidsmessig sammenheng mellom anbefalingen og investeringsbeslutningen.

Et annet poeng er at sosiale medier ikke fører noen form for logg over hvilken dato og tidspunkt en bruker har blitt eksponert for ulike innlegg. Det må dermed være opp til skadelidte å dokumentere dette gjennom for eksempel et skjermbilde før investeringen treffes. Dokumentasjon antas særlig viktig ved bruk av visse algoritme-styrte medier (eksempelvis TikTok), hvor brukeren presenteres med tilfeldig innhold som «forsvinner» etter det er konsumert. I tilfeller hvor dette ikke kan bevises vil det nok være mer nærliggende at retten legger til grunn at investoren ikke har sett investeringsanbefalingen i det hele tatt.

For å oppsummere er det ikke tvilsomt at investeringsmessig tap kan inntreffe på grunn av en rekke ulike årsaker. Verdien av et finansielt instrument kan påvirkes av blant annet markedssvingninger, børskrakk, naturkatastrofer, dårlige kvartalstall eller kombinasjoner av disse. Finansmarkeder er utvilsomt svært kompliserte og sammensatt, samtidig som endringer kan skje svært raskt. En lignende karakteristikk gjelder også for dagens sosiale medier, hvor brukere kan eksponeres for tusenvis av innlegg med tilfeldig innhold hver dag. Disse faktorene bidrar til å vanskeliggjøre vurderinger rundt årsakssammenheng, og kan nok i mange tilfeller bidra til at kravet om årsakssammenheng ikke kan anses oppfylt for influenseres mulige erstatningsansvar.

7.6 Kort om aksept av risiko

Som jeg allerede har vært inne på, er risiko et sentralt kjennetegn ved enhver investering i finansielle instrumenter. Verdipapirforetak er blant annet pliktig til å advare om investeringsmessig risiko i informasjon om finansielle instrumenter til eksisterende og potensielle kunder.¹²³ Videre er det ikke tvilsomt at også investeringer som treffes etter

¹²³ vphl. § 10-10 fjerde ledd jf. annet ledd.

anbefaling fra finfluensere innebærer risiko. Denne risikoen kan variere etter investeringens art og karakter. Det kan i denne sammenheng spørres om skadelidte kan sies å ha akseptert denne iboende risikoen da de foretok investeringen. Dersom dette er tilfellet, er spørsmålet hvilken betydning dette kan ha for finfluenserens erstatningsansvar.

Basert på en rekke dommer fra Høyesterett har det blitt utarbeidet en lære om skadelidtes aksept av risiko. Læren anses å ha generell rekkevidde, og går i korte trekk ut på at skadevolder ikke kan holdes erstatningsansvarlig for påført skade dersom skadelidte aksepterer risikoen.¹²⁴ Læren om aksept av risiko har særlig betydning innenfor yrkesskader, og for skader som oppstår i forbindelse med idrett og fritidsaktiviteter.¹²⁵ Læren kan imidlertid også få betydning innenfor andre livsområder. Dersom læren kommer til anvendelse, er rettsvirkningen at skadevolder blir ansvarsfri.¹²⁶ Spørsmålet om læren kommer til anvendelse, beror ifølge Stenvik i siste instans på en konkret helhetsvurdering hvor det må spørres om skadelidte har akseptert en risiko, og dernest hvor langt aksepten rekker.¹²⁷ I det følgende vil elementer av denne helhetsvurderingen belyses kort, og det vil vurderes hvorvidt dette kan få betydning for finfluenserens erstatningsansvar.

For å vurdere skadelidtes aksept av risiko mot finfluenserens erstatningsansvar synes det hensiktsmessig å formulere noen overordnede spørsmål. Det må her spørres om investoren har akseptert den grunnleggende og påregnelige risiko for tap som kan materialisere seg i enhver investering, eller om han er utsatt for «ekstraordinære og upåregnelige risikomomenter».¹²⁸ I utgangspunktet kan læren bare anvendes dersom risikoen kan betraktes som grunnleggende og påregnelig innenfor investeringer i finansielle instrumenter.

Om skaden er påregnelig eller ikke er et sentralt moment i vurderingen. Skadelidtes kunnskap om risikoen for skade står i denne forbindelse sentralt.¹²⁹ Fra rettspraksis kan Rt. 1966 s. 1485 (Oksen på Stanghelle) benyttes som illustrasjon. Saken gjaldt en arbeidsleder som ble skadet

¹²⁴ HR-2018-403-A (avsnitt 42-43).

¹²⁵ Hagstrøm, Stenvik, (2019) s. 496.

¹²⁶ Stenvik, *Læren om aksept av risiko som fritaksgrunn for erstatningsansvar*, TfR vol. 126,4-5/2013 s. 498-520 på s. 501.

¹²⁷ Stenvik (2013) på s. 513 jf. Rt. 2001 s. 1221 (Alpinbakke I).

¹²⁸ Stenvik (2013) på s. 514.

¹²⁹ Stenvik (2013) på s. 515.

av en sint okse mens han arbeidet på en kraftlinje. Skadelidte ble ikke tilkjent erstatning, da han i forkant av arbeidet fikk vite om en nærgående okse. Førstvoterende uttalte at «[d]et måtte under de foreliggende omstendigheter være klart at det var forbundet med en viss risiko å ferdes på arbeidsstedet». Med andre ord var skade fra en nærgående og sint okse en ikke upåregnelig følge for de som befant seg på arbeidsstedet etter de fikk vite om oksene. Det må dermed i denne sammenheng spørres om hvilken investeringsmessig risiko skadelidte hadde kunnskap om da han traff investeringsbeslutningen.

For investeringer i finansielle instrumenter er det som utgangspunkt klart at tap som følger av volatilitet i markedet må anses som svært påregnelige. Det er allment kjent at markeder kan svinge. Som oftest må nok skadelidte anses for å ha akseptert denne risikoen da han foretok investeringen. Momentet kan imidlertid by på tvil i de tilfeller skadelidte lider tap grunnet andre omstendigheter enn generelle markedssvingninger. Et børsnotert selskap kan for eksempel bli utsatt for en uforutsett hendelse som svært negativt påvirker kursen. I slike tilfeller kan det spørres om en slik skade var påregnelig for skadelidte. Spørsmålet kan ikke besvares entydig. Dersom investeringsbeslutningen ble truffet på grunnlag av en finfluensers investeringsanbefaling, kan nok hvilken informasjon anbefalingen inneholdt være av betydning. Andre opplysninger skadelidte kjente til, eller burde visst om, kan også være relevante. Dersom skaden inntraff «som lyn fra klar himmel» for skadelidte, skal det mer til for å anse risikoen som akseptert av skadelidte.

Et annet moment som kan være av betydning i vurderingen er handlingens skadeevne eller skadens størrelse. Stenvik fremholder at synspunkter om aksept av risiko vanskelig vil kunne tillegges vekt i tilfeller hvor handlingens skadeevne er særlig stor, eksempelvis ved bruk av skytevåpen under jakt.¹³⁰ Sammenlignet med det iboende skadepotensiale som ligger i håndtering av skytevåpen, kan det sies at finfluenseres investeringsanbefalinger har en nokså moderat skadeevne, av utelukkende økonomisk art. Dette taler for at betraktninger rundt aksept av risiko lettere kan føre frem i slike tilfeller. Særegent for de som blir skadelidende gjennom å ha innrettet seg etter investeringsanbefalinger, er også muligheten til å selv påvirke skadens størrelse. En tapt investering på 20 000 kr vil åpenbart være en større økonomisk skade for en student uten fast inntekt, enn for en formuende forretningsmann. Studenten burde

¹³⁰ Stenvik (2013) på s. 515.

i dette tilfellet vurdert å heller legge 2000 kr i investeringen, og vil vanskelig kunne høres med at skaden var særlig stor for ham.

Det siste momentet som skal behandles er karakteren av den skadevoldende handling. Som hovedregel er det større rom for betraktninger rundt aksept av risiko ved handlinger som berører en større samfunnsinteresse, for eksempel idrett eller sosial omgang.¹³¹ Aksept av risiko har for eksempel særlig stor vekt som bortfallsgrunn hvis en som spiller fotball på fritiden skader ankelen som følge av en dårlig takling. Ettersom fotballspilling berører en større samfunnsinteresse, kreves det mer for erstatningsansvar. Kvalifisert skyld kan imidlertid også her være av betydning. Dersom taklingen er særlig grov eller utført med skadeforsett vil det nok være mindre hensiktsmessig å anføre at skadelidte aksepterte denne risikoen da han frivillig deltok i fotballspillingen.

For å vurdere det siste momentet må det spørres om investeringer i finansielle instrumenter berører en større samfunnsinteresse. I utgangspunktet må dette besvares bekreftende, da all form for økonomisk sparing er av en viss verdi for samfunnet. Slike disposisjoner øker privatpersoners kjøpekraft og stiller de sterkere økonomisk. Fra et makroøkonomisk perspektiv er dette til en grad positivt. Den positive effekten vil likevel bli mindre dersom samtlige husholdninger utelukkende plasserte all overskuddsinntekt i sparing og investeringer. I slike tilfeller vil det kunne bli færre penger i omløp, noe næringslivet vil ta skade av.

Om finfluensere berøres av denne samfunnsinteressen, er imidlertid mer tvilsomt. Som utgangspunkt vil mange finfluensere ha en form for egeninteresse i deres tilstedeværelse i sosiale medier. Denne interessen er ofte økonomisk, eksempelvis gjennom betalt markedsføring eller andre samarbeid. På grunn av dette kan det nok være utfordrende å karakterisere finfluenseres investeringsanbefalinger i sosiale medier som en handling som berører en større samfunnsinteresse. Dette momentet kan dermed tale for at det finnes mindre rom for betraktninger rundt skadelidtes aksept av risiko i slike tilfeller.

Drøftelsen ovenfor har vist at det kan finnes et visst rom for vurderinger rundt læren om skadelidtes aksept av risiko i forbindelse med finfluenseres erstatningsansvar. Dette må imidlertid vurderes konkret i den enkelte sak, og en rekke momenter kan vektlegges. Etter

¹³¹ Stenvik (2013) på s. 517.

min vurdering kan tap som følger av normale markedssvingninger særlig kunne oppfattes som akseptert av skadelidte. Dersom denne læren kommer til anvendelse vil finfluenseren fritas for erstatningsansvar.

7.7 Oppsummering - finfluenseres erstatningsansvar

Finfluenseres erstatningsansvar reiser en rekke problemstillinger, som det kan være utfordrende å finne klare svar på, da helhetsvurderinger står svært sentralt i erstatningsretten. I det følgende vil jeg kort oppsummere de vurderingstemaer som har gjort seg gjeldende for finfluenseres erstatningsansvar. Store deler av drøftelsen har tatt utgangspunkt i erstatning på ulovfestet grunnlag. Det er klart at informasjonsansvaret som undervariant av det alminnelige culpaansvaret er det mest hensiktsmessige ansvarsgrunnlaget for finfluenseres mulige erstatningsansvar.

Finfluensere vil nok i noen få tilfeller etter en helhetsvurdering kunne holdes erstatningsansvarlig etter ansvarsgrunnlaget informasjonsansvaret, forutsatt at de øvrige vilkår for erstatning er oppfylt. En forbrukerinvestor som lider tap som følge av investeringsanbefalinger vil nok ha størst mulighet for å få tapet erstattet dersom finfluenseren fremsto som særlig kunnskapsrik, og formidlet investeringsanbefalingen til en mindre og avgrenset gruppe eller en enkeltperson. Vurderingen vil imidlertid kunne bli annerledes i tilfeller finfluenseren har utvist kvalifisert grad av skyld.

Fra finfluenserens side er «flodbølgeargumentet» en anførsel som i mange tilfeller kan få stor betydning. Domstolene har som generelt utgangspunkt utvist forsiktighet med erstatningsansvar ovenfor en tilnærmet uavgrenset gruppe med skadelidte. Det må her understrekes at store deler av finfluenseres kommunikasjon i sosiale medier typisk kan treffe en slik personkrets. Videre kan anførsler om manglende årsakssammenheng også få stor betydning, da finansmarkedet er svært sammensatt og tap kan inntreffe av mange årsaker. Avslutningsvis kan det nok i noen tilfeller også reises spørsmål om forbrukerinvestoren aksepterte risikoen for økonomisk tap da han foretok investeringen.

8 Tomrom i dagens rett – oppfordring til forbrukerinvestorer

I denne avhandlingen har finfluenseres rettslige ansvar etter verdipapirhandelloven blitt undersøkt. Som jeg har vært inne på, finnes det visse regler for investeringsanbefalinger som også finfluensere må rette seg etter dersom anbefalinger publiseres i sosiale medier. Gjennomgangen har imidlertid avdekket enkelte hull i gjeldende rett. Disse manglene er gjenstand for behandling i det følgende.

Det er ikke tvilsomt at finfluensere faller utenfor reglene i verdipapirhandellovens kapittel 10, som gjelder for verdipapirforetak. Profesjonelle i verdipapirforetak opererer under strenge regler, for eksempel reglene i vphl. kapittel 10 III om investorbeskyttelse, herunder krav til god forretningsskikk. Tvister kan behandles i eget klageorgan, jf. § 10-24. Etter praksis fra Høyesterett er det også mulig å vinne frem med krav om tilbakeføring eller erstatning grunnet tap påført som følge av uaktsom investeringsrådgivning fra verdipapirforetak.¹³²

For finfluensere er dette annerledes. Det stilles visse krav til finfluensere som utarbeider investeringsanbefalinger. Mest sentralt er her reglene om objektiv fremstilling av investeringsanbefalinger i MAR artikkel 20, og identifisering av anbefalingens avsender i kommisjonsforordningen. Den kommende MiCa-reguleringen omfatter ikke private investeringsanbefalinger om kryptovaluta, så rettsstilstanden på dette området forblir uendret. Forslaget søker imidlertid å forby markedsmanipulasjon i kryptovaluta. Denne endringen må også finfluensere rette seg etter.

Videre er det noe uklart i hvilken utstrekning finfluensere kan ilegges erstatningsansvar for tap påført som følge av investeringsanbefalinger i sosiale medier. Avhandlingens drøftelser om erstatningsansvar har avslørt at ansvar sannsynligvis bare kan bli aktuelt i særlige tilfeller. Det finnes etter gjeldende rett ikke grunnlag for å oppstille egne særregler for finfluenseres erstatningsansvar. Ansvar må ilegges ved en helhetsvurdering der informasjonsansvaret er mest aktuelt som ansvarsgrunnlag.

Dagens regulering resulterer i at finfluensere må ta høyde for de regler som finnes i MAR og kommisjonsforordningen ved sitt daglige virke i sosiale medier. Også reglene om

¹³² bl.a Høyesteretts avgjørelser om Røeggen og Fokus Bank.

markedsmanipulasjon og interessekonflikter er viktige å være oppmerksom på. Brudd på disse reglene vil kunne sanksjoneres administrativt eller ved straff. En strafferettslig reaksjon anses særlig aktuelt for mer alvorlige overtredelser av regelverket. Per dags dato kan det imidlertid ikke pekes på noen tilfeller hvor finfluensere har blitt idømt slike reaksjoner.

Forbrukerinvestorer bør være forsiktige med å stole på investeringsrådgivning i sosiale medier. Dagens regelverk har svært få regler om investorvern i møte med finfluensere. Som forbruker er det viktig å være oppmerksom på at det verken stilles krav til kompetanse eller god forretningsskikk for å publisere investeringsanbefalinger i sosiale medier. Tap forbrukeren lider etter å ha innrettet seg etter anbefalinger kan vise seg utfordrende å få erstattet eller tilbakeført. Det må videre oppfordres til å vise særlig aktsomhet ovenfor markedsføring av kryptovaluta i sosiale medier, som per i dag er uregulert. Uregulert digital valuta kan danne utgangspunktet for utbredt markedsmanipulasjon, herunder såkalt pump & dump-manipulasjon som kan medføre store tap hos forbrukere.

Selv i tilfeller hvor finfluenseren publiserer investeringsanbefalinger i tråd med gjeldende regelverk er det likevel grunn til å vise varsomhet i rollen som forbrukerinvestor i møte med finfluensere. Investeringer er bestandig forbundet med risiko for tap av egne penger. I siste instans er det forbrukeren selv som må vurdere hvilken risiko vedkommende ønsker å eksponere seg for i sine investeringer. Finfluensere har som utgangspunkt ikke noen form for innsyn i sitt publikums privatøkonomi, og kan dermed ikke legge slike opplysninger til grunn i sine investeringsanbefalinger. Av denne årsak er det som avsluttende bemerkning helt essensielt å ikke investere større beløp enn man har råd til å tape.

9 Referanseliste

Norsk lovgiving og forarbeider

- Lov 17. mai 1814 kongeriket Norges grunnlov
- Lov 31. mai 1918 nr. 5 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer
- Lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) mv.
- Lov 25. juni 1999 nr. 46 om finansavtaler og finansoppdrag
- Lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp
- Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff
- Lov 17. juni 2005 nr. 90 om mekling og rettergang i sivile tvister
- Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel
- NOU 2017:14 Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff
- Prop. 77 L (2017-2018) om endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR)
- Prop. 96 LS (2018-2019) om 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
- Prop. 92 LS (2019-2020) om ny finansavtalelov

EU/EØS-rettsakter

- Avtale 2. mai 1992 mellom EFTA-statene om opprettelse av et overvåkningsorgan og en domstol (ODA)
- Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation
- Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 april 2014 on criminal sanctions for market abuse
- Regulation (EU) No 596/2014 of 16. april 2014 on market abuse (market abuse regulation)
- Commission delegated regulation (EU) 2016/958 of 9. march 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the technical arrangements for objective

presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest

- Charter (EU) 2016/C 202/02 of Fundamental Rights of the European Union
- Traktaten om Den europeiske unions virkemåte – TEUV – Roma-traktaten konsolidert 2016
- Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/19 (COM/2020/593 final)

Avgjørelser – Høyesterett

- Rt. 1966 s. 1485 A
- Rt. 1967 s. 697 A
- Rt. 1981 s. 462 A
- Rt. 1990 s. 1235 A
- Rt. 1991 s. 1335 A
- Rt. 1992 s. 64 A
- Rt. 2000 s. 679 A
- Rt. 2000 s. 1811 P
- Rt. 2001 s. 1221A
- Rt. 2002 s. 1283 A
- Rt. 2007 s. 172 A
- Rt. 2008 s. 1078 A
- Rt. 2012 s. 1926 A
- Rt. 2013 s. 388 S
- Rt. 2015 s. 256 A
- Rt. 2015 s. 556 A
- HR-2016-2264-A
- HR-2018-403-A
- HR-2018-874-A
- HR-2020-2133-A

Avgjørelser – EU-domstolen og EFTA-domstolen

- Dom av 6. oktober 1982, *CILFIT*, C-283/8, EU:C:1982:335
- Dom av 23. desember 2009, [C3], *Spector Photo Group*, EU:C:2009:806
- Sak E-5/19, *F og G mot Økokrim*, rådgivende uttalelse (EFTA)
- Case C-302/20: Request for a preliminary ruling from the Cour d'appel de Paris (France) lodged on 9 July 2020 — A. — Other party: Autorité des marchés financiers

Avgjørelser – EMD og andre utenlandske domstoler

- *Ultramares Corporation V. Touche* (1931), 174 N.E 441, New York Court of Appeals
- *SEC v. Lebed* 20. september 2000 File No. 3-10291 Securities and Exchange Commission (USA)
- *Grande Stevens and others v. Italy* [C], ECHR:2014:0304JUD001864010

Litteratur

- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 5. utg., Cappelen Damm akademisk 2021
- Fredriksen, Halvard og Gjermund Mathisen, *EØS-rett*, 4. utg., Fagbokforlaget 2022
- Færstad, Jan Ove, *Privatrettslig forbrukervern ved investeringer i finansielle instrumenter*, Tidsskrift for Rettsvitenskap, vol. 124 (2-03), 2021-06-18 s. 165-260
- Grødahl, Torbjørn Ingebrigtsen, *Forbudet mot markedsmanipulasjon*, stor masteravhandling i rettsvitenskap 2020
- Hagstrøm, Viggo og Are Stenvik, *Erstatningsrett*, 2.utg., Universitetsforlaget 2019
- Kalss, Susanne og Martin Oppitz, Ulrich Torggler og Martin Winner, *EU Market Abuse Regulation : A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Edward Elgar Publishing 2021
- Lødrup, Peter, *Lærebok i Erstatningsrett*, 6. utg., Gyldendal Akademisk 2011
- Nergaard, Ulla og Ruth Nielsen, *EU ret*, 7. utg., Karnov Group Denmark 2016
- Skoghøy, Jens Edvin, *Rett og rettsanvendelse*, 1. utg., Universitetsforlaget 2018
- Løtveit, Bjørn, *Pantsettelse av immaterialrettigheter*, 1. utg., Universitetsforlaget 2021

- Stenvik, Are, *Læren om aksept av risiko som fritaksgrunn for erstatningsansvar*, Tidsskrift for Rettsvitenskap vol. 126, 4-5/2013 s. 498-520
- Thorson, Bjarte, *Erstatningsrettslig vern for rene formuestap*, doktorgradsavhandling i rettsvitenskap 2010
- Truyen, Filip, *Aksjeanalyse og informasjonsansvar*, Tidsskrift for Rettsvitenskap, vol. 120, 1-2/2007, s. 85-120
- Veil, Rüdiger og Hendrik Brinckmann, Philipp Koch, Marcus Lerch, Rebecca Schweiger et al., *European Capital Markets Law*, 2. utg. digital versjon, Hart Publishing 2017
- Venturozzo, Marco, *When Market Abuse Rules Violate Human Rights: Grande Stevens v Italy and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US*, European business organization law review, 2015-03-18, Vol. 16(1), s.145-165

Uttalelser, konsultasjonsdokumenter og forskningsartikler

- ESMA-2014/809
- Opinion of Advocate General Kokott delivered on 16. September 2016 (CELEX 62020CC0302)
- Opinion of the European Economic and Social Committee on COM(2020) 593 & 593 final
- COM/2018/109 final *FinTech Action Plan*
- Renault, Thomas, *Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media* (December 20, 2017), Tilgjengelig på SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3010850> eller <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3010850>

Internettsider

- https://ordbok.uib.no/perl/ordbok.cgi?OPP=Kryptovaluta+&ant_bokmaal=5&ant_nynorsk=5&bokmaal=+&ordbok=begge, nedlastet 8.1.2022
- <https://www.statista.com/statistics/330695/number-of-smartphone-users-worldwide/>, nedlastet 3.2.2022
- <https://www.ipsos.com/nb-no/barn-og-ungdomsundersokelse-2021>, nedlastet 3.2.2022
- <https://www.kom24.no/influensere-ipsos/tre-av-fem-barn-og-unge-folger-influensere/350274>, nedlastet 3.2.2022
- <https://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2021/01/Statistikk-Fjerde-Kvartal-2020.pdf>, nedlastet 4.2.2022
- <https://e24.no/privatoekonomi/i/4zE39V/varsler-mulig-regulering-av-finfluensere-vi-maa-tette-hull-og-graasoner-i-regelverket>, nedlastet 4.2.2022
- <https://www.merriam-webster.com/dictionary/disseminate>, nedlastet 11.2.2022
- <https://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=udbrede>, nedlastet 11.2.2022
- <https://www.nytimes.com/2021/12/05/business/media/tiktok-algorithm.html>, nedlastet 15.2.2022
- <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/finfluensere-og-forbrukervern/>, nedlastet 3.2.2022
- <https://www.finanstilsynet.no/kalender/2022/webinar-for-finfluensere--hvilke-regler-gjelder/>, nedlastet 11.4.2022

