

Definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-2

**Særlig fokus på kriteriet om at opplysningen ikke
må være ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i
markedet”**



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 605
Leveringsfrist: 25/04-2010

Til sammen 15920 ord

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Temaet og bakgrunnen for valg av tema	1
1.2	Nærmere om avgrensningen og fremstillingen videre	1
1.3	Rettskildebildet	4
1.3.1	Lov	4
1.3.2	Forarbeider	4
1.3.3	Rettspraksis	5
1.3.4	EU-direktiv	6
1.3.5	Teori	6
<u>2</u>	<u>VERDIPAPIRMARKEDET OG BAKGRUNNEN FOR REGULERINGEN AV MARKEDET GENERELT</u>	<u>7</u>
2.1	Verdipapirmarkedets funksjoner	7
2.2	Bakgrunnen og formålet med regulering av markedet	9
<u>3</u>	<u>VPHL. § 3-2 OG IMPLEMENTERINGEN AV MARKEDSMISBRUKSDIREKTIVET</u>	<u>10</u>
3.1	Innledning	10
3.2	Nærmere om bakgrunnen og formålet med direktivet	11
3.3	Markedsmisbruksdirektivets tilblivelse: Komitologiprosedyren	12
3.4	Kort om den norske implementeringen av vphl. § 3-2	13

4	<u>KRITERIET OM AT OPPLYSNINGEN MÅ VÆRE ”PRESIS”</u>	14
4.1	Kriteriets ordlyd i vphl. § 3-2 (1)	14
4.2	Kravet i vphl. § 3-2 (1) til opplysningens innhold og karakter: Avgrensningen mot rykter og spekulasjoner	15
4.3	Den presiserende definisjon etter vphl. § 3-2 (2)	18
4.3.1	Ordlyden i vphl. § 3-2 (2)	18
4.3.2	Kravet til opplysningens innhold og karakter: forholdet til vphl. § 3-2 (1)	19
5	<u>KRITERIET OM AT OPPLYSNINGEN MÅ VÆRE ”EGNET TIL Å PÅVIRKE KURSEN TIL DE FINANSIELLE INSTRUMENTENE (...) MERKBART”</u>	25
5.1	Kriteriets ordlyd i vphl. § 3-2 (1)	25
5.2	Kravet om at opplysningen må være ”egnet” til å påvirke kursen	25
5.3	Kravet om at kurspåvirkningen må være ”merkbar”	29
5.4	Den presiserende definisjon etter vphl. § 3-2 (3): Den ”fornuftige investorer- vurderingen”	32
6	<u>KRITERIET OM AT OPPLYSNINGEN IKKE MÅ VÆRE ”OFFENTLIG TILGJENGELIG ELLER ALLMENT KJENT I MARKEDET”</u>	36
6.1	Innledning	36
6.2	Kriteriets ordlyd i vphl. § 3-2 (1)	36
6.3	Kriteriets nærmere innhold	38
6.4	Den subjektive tilgjengelighetsvurderingen	40
6.4.1	Presentasjon	41
6.4.2	Den nærmere vurderingen	42
6.4.3	En vurdering av holdbarheten til den subjektive tilgjengelighetsvurderingen i forhold til markedsmisbruksdirektivet og vphl. § 3-2	44

6.5	Kriteriet i norsk rettspraksis	45
7	<u>AVSLUTTENDE OG SAMMENFATTENDE BEMERKNINGER</u>	<u>51</u>
	<u>LITTERATURREGISTER</u>	<u>53</u>
	<u>ANDRE TYPER KILDEHENVISNINGER</u>	<u>54</u>

1 Innledning

1.1 Temaet og bakgrunnen for valg av tema

Fenomenet børser og marked er noe jeg har fått interesse for de seneste årene. Når jeg skulle velge emne til masteroppgaven var det derfor et naturlig alternativ å velge noe innenfor dette. Særlig har rettsstridig innsidehandel og kursmanipulasjon fremstått som spesielt interessant, noe fordi disse forbrytelsene skiller seg fra de andre økonomiske forbrytelser på vesentlige punkter. Rettsstridig innsidehandel skiller seg ved at den avhenger av bruk av såkalt innsideinformasjon, noe som gir et fortrinn ved kjøp og salg av finansielle instrumenter.

Valg av tema falt til slutt på å skrive om selve begrepet innsideinformasjon. Ved å velge dette emnet så jeg frem til å tilegne meg mye nyttig og praktisk kunnskap om børser og marked. Temaet vil imidlertid avgrenses ved at fokuset vil være mest på et av de tre hovedkriterier for at noe skal være innsideinformasjon. Jeg vil takke veileder for gode råd og veiledning underveis.

1.2 Nærmere om avgrensningen og fremstillingen videre

I oppgaven vil det redegjøres særlig om kriteriet i definisjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven av 29. Juni 2007 nr. 75 § 3-2 (1), heretter ”verdipapirhandelloven” eller ”vphl.”, om at opplysningen ikke må være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Den generelle definisjon av innsideinformasjon finnes i Verdipapirhandelloven § 3-2 (1) til (3) og lyder slik:

- (1) ”Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”**
- (2) ”Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.”**
- (3) ”Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”**

Vphl. § 3-2 (1) inneholder hoveddefinisjonen av innsideinformasjon. Hva som menes med ”presise opplysninger” som er ”egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene (...) merkbart” er nærmere definert i henholdsvis annet og tredje ledd.

Vphl. §3-2 (4) har en spesiell definisjon om hva som menes med innsideinformasjon om varederivater. Oppgaven vil imidlertid avgrense seg til kun å behandle den generelle definisjon av innsideinformasjon i Vphl. § 3-2 (1) til (3).

Begrepet innsideinformasjon benyttes som et koblingsbegrep i loven og er et selvstendig rettsvilkår i flere bestemmelser. Bestemmelsene den knyttes til på denne måten er børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt etter vphl. § 5-2, handleforbudet etter vphl. § 3-3, taushetsplikten og kravet til tilbørlig informasjonshåndtering etter vphl. § 3-4, utstедers listeføringsplikt etter vphl. § 3-5 og rådgivningsforbudet etter vphl. § 3-7.¹ Med selvstendig rettsvilkår i forhold til disse bestemmelser menes at innsideinformasjon er et av eventuelt flere vilkår som må foreligge for at forbud og plikter etter de nevnte

¹ Johan Svedberg, Begrepet insideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 122

bestemmelser utløses. Disse bestemmelser vil ikke behandles særskilt, men vil nevnes der det er naturlig.

Oppgaven vil ha mest fokus på innsideinformasjonsbegrepet og den rettstridige innsidehandel som er forbudt etter vphl. § 3-3 og straffesanksjonert etter vphl. § 17-3 (1). Ikke nødvendigvis fordi dette er mest aktuelt i forhold til begrepet, men fordi jeg selv synes fokus på innsidehandelforbudet gir et godt bidrag til selve forståelsen av begrepet innsideinformasjon.

I Vphl. § 3-2 (1) fremgår det at det er opplysninger om de *finansielle instrumentene*, utstederne av disse eller andre forhold som kan utgjøre innsideinformasjon. Begrepet ”*finansielle instrumenter*” er definert i Vphl. § 2-2 (1) til (5) der vi har en liste over fire forskjellige kategorier finansielle instrumenter. Disse fire undergruppene er (i) omsettelige verdipapirer, (ii) verdipapirfondsandeler, (iii) pengemarkedsinstrumenter og (iv) derivater.² Den videre fremstillingen vil avgrense seg til innsideinformasjon vedrørende *aksjer*, som hører under undergruppen omsettelige verdipapirer, jfr. § 2-2 (2) Nr. 1. Dette fremstår også som det mest praktiske fordi det er dette finansielle instrumentet som blir mest omsatt på Oslo Børs samt at rettspraksis om innsideinformasjon så langt kun har vært angående aksjer.³

Fremstillingen vil som nevnt avgrense seg ved å fokusere mest på behandlingen av kriteriet om at opplysningen ikke må være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. De andre kriteriene vil imidlertid også behandles for sammenhengens skyld. Kriteriene flyter i noe grad inn i hverandre, slik at drøftelsene tidvis kan bli flytende. Dette gjelder særlig kriteriene om at opplysningen må være ”presis” og at den må være ”egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene (...) merkbart”.

² Bergo (2008) s. 22

³ Johan Svedberg, Begrepet insideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 119

Definisjonen i vphl. § 3-2 er den sentrale definisjonen av innsideinformasjon, og den viderefører § 2-2 i verdipapirhandelloven av 1997.⁴ Vphl. § 3-2 i någjeldende verdipapirhandellov er ment å implementere definisjonen av innsideinformasjon i Article 1 Nr.1 i markedsmisbruksdirektivet som ble vedtatt 28. Januar 2003.⁵ Begrepet markedsmisbruk dekker innsidehandel og markedsmanipulasjon.⁶ Direktivet og den norske implementeringen av direktivets definisjon av innsideinformasjon vil omtales nærmere.

1.3 Rettskildebildet

1.3.1 Lov

Definisjonen av innsideinformasjon er å finne i Verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 75, og blir således den sentrale lov i fremstillingen. Loven er også den sentrale loven på verdipapirrettens område, hvertfall i forhold til investorenes rettsforhold.⁷ I lovens formålsbestemmelse heter det at ”lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter”.⁸ Reglene i verdipapirhandelloven har gjennomgått flere endringer de siste årene. I Norge fikk vi ikke en egen lov som regulerte verdipapirmarkedet før i 1985⁹, og etter dette har verdipapirhandelloven vært revidert tre ganger. Andre lover vil trekkes inn i fremstillingen der det er naturlig.

1.3.2 Forarbeider

⁴ Norsk Lovkommentar (online) vphl. § 3-2 note (44)

⁵ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January on insider dealing and market manipulation (market abuse). Heretter benevnt som “markedsmisbruksdirektivet”.

⁶ Markedsmisbruksdirektivets forale avsnitt 12

⁷ Bergo (2008) s. 16

⁸ Jfr. Lovens § 1-1

⁹ Opphevede lov av 14. juni 1985 nr. 61

Ettersom definisjonen av innsideinformasjon har blitt endret flere ganger opp gjennom årene ligger det til grunn omfattende forarbeider knyttet til den. Disse vil ha en presiserende funksjon i forhold til fastleggelsen av det nærmere innhold av definisjonen av innsideinformasjon i loven. Noen er riktig nok noe gamle, f.eks NOU 1996 : 2, men siden flere av vurderingstemaene er i behold siden den tid vil også disse ha noe vekt ved den nærmere tolking. En av de nyeste og sentrale forarbeidene er Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) som fremmet lovforslag utformet for å gjennomføre EØS-regler som svarer til direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk og dets utfyllende rettsakter.¹⁰

1.3.3 Rettspraksis

Den første dommen vi fikk på verdipapirhandelområdet var den såkalte Peppes Pizza-dommen.¹¹ Det foreligger i dag kun tre høyesterettsavgjørelser om brudd på markedsmissbruksreglene, hvorav to gjaldt rettsstridig innsidehandel og en kursmanipulasjon.¹² Høyesterett har i disse sakene kun behandlet anker over straffutmålingen. Kriteriet har derfor ikke vært nødvendig å omtale for Høyesterett og bidrar således ikke direkte til den nærmere veiledningen om hvordan kriteriene skal forstås. Imidlertid kan det anføres at det faktum at Høyesterett ikke har latt anker over lovanvendelsen fra lavere instanser¹³ komme til behandling innebærer i stor grad at de har godkjent den forståelse av loven som disse instanser har lagt til grunn noe som igjen bidrar til å legitimere underrettenes forståelse av vphl. § 3-2. Således styrker dette deres posisjon som rettskilde.

¹⁰ Ot. Prp. Nr.12 (2004-2005) s. 5

¹¹ Bergen byretts dom av 15. desember 1995

¹² Thomas Skjelbred, Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirhandelkriminalitet 2006-2009, Tidsskrift for strafferett 2009 Nr 01 s. 138

¹³ Jf. for eksempel Rt . 2007 s. 275 (Otrum kjennelsen).

Når det gjelder det materielle innholdet i vphl. § 3-2 må man altså nøye seg med veiledning fra underrettspraksis som også fremdeles er relativt beskjedent.

1.3.4 EU-direktiv

En sentral rettskilde for å fastlegge innholdet i vphl. § 3-2 er som nevnt markedsmisbruksdirektivet Art 1. Nr. 1 som den norske paragrafen er ment å innføre i norsk rett. I fremstillingen vil den norske teksten derfor ofte bli sammenlignet med og sett i lys av direktivets tekst. Direktivet er et fullharmoniseringsdirektiv, og det er således ikke adgang for norske myndigheter hverken å innføre strengere eller mildere regler enn direktivet gir anvisning på. Markedsmisbruksdirektivet, som er selve rammedirektivet, suppleres ytterligere av av supplerende bestemmelser i form av ytterligere direktiver, forordninger og standarder samt rådgivende uttalelser.¹⁴

Markedsmisbruksdirektivet er et felles rammeverk på EØS-området som er ment å bidra til å forsterke ensartetheten i verdipapirmarkedene i dette området.¹⁵

1.3.5 Teori

Teori er en rettskilde av faktisk stor betydning for forståelsen av rettsspørsmål. Av teori som er benyttet i denne fremstillingen kan nevnes blant flere Knut Bergo med boken "Børs og verdipapirrett", Gabriell Reed med "Straffbar innsidehandel" og Jesper Lau Hansen med hans artikkel "MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive" inntatt i European Business Law Review i 2004.

¹⁴ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 120 og 121

¹⁵ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 147

2 Verdpapirmarkedet og bakgrunnen for reguleringen av markedet generelt

2.1 Verdpapirmarkedets funksjoner

Begrepet innsideinformasjon hører til på verdipapirrettens område. Siden begrepet har denne nære tilknytning til reguleringen av verdipapirmarkedet er det naturlig å gi en kort fremstilling av markedet og dets funksjoner. Dette vil bidra til å belyse begrepet i en større sammenheng samt å peke ut begrepets plass på rettsområdet.

Verdpapirmarkedet er en viktig drivkraft for en velfungerende samfunnsøkonomi, og kan betraktes som selve motoren i ethvert markedsøkonomisk samfunn. En sentral funksjon er at bedrifter samt offentlige og kommunale foretak kan benytte seg av markedet som kapitalkilde.¹⁶ Verdpapirmarkedet bidrar ved å reise ny kapital og til å overføre selskaper fra en lukket eierkrets til en åpen gjennom en allment tilgjengelig markedsplass. Dette hjelper også på selskapers muligheter til å foreta senere emisjoner.¹⁷

På verdipapirmarkedet, i Norge hovedsakelig på Oslo Børs, omsettes det på daglig basis finansielle instrumenter. En sentral type finansielt instrument er aksjer, det vil si eiereandeler til aksjeselskaper. Aksjene prises av markedsaktørene gjennom kjøp og salg. Prisen på aksjene vil i alminnelighet bero på en rekke faktorer som for eksempel selskapets regnskap, selskapets ledelse, inngåtte kontrakter, priser på råvarer som har betydning for selskapet, tilstanden til den generelle markedsøkonomi og alminnelige fremtidsutsikter for selskapet og den sektor det tilhører.

Nøyaktig og tilgjengelig informasjon av slik art som angår instrumentene eller utstederene av disse er avgjørende for riktig prising. Informasjon kan derfor ha en betydelig verdi i

¹⁶ Thomas Skjelbred, Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirhandelkriminalitet 2006-2009, Tidsskrift for strafferett 2009 Nr 01 s. 131

¹⁷ NOU 1996: 2 s. 20

markedet. Av hypotesen "Efficient Capital Market Hypothesis" om markedseffisiens følger at i et effektivt marked vil prisen på et finansielt instrument reflektere all tilgjengelig informasjon i markedet til enhver tid. Prisen vil således reflektere hva markedet forventer at innehaveren av verdipapiret vil få utbetalt i fremtiden tatt all relevant informasjon i betraktning. Nåverdien vil således neddiskontere den relevante informasjonen. For at markedet skal fungere effektivt er det derfor en forutsetning at investorene har lik tilgang på kursrelevant informasjon som grunnlag for deres investeringsbeslutning.¹⁸

At prisene fullstendig reflekterer all tilgjengelig informasjon kan vanskelig, hvis ikke umulig, oppnås. Noe slikt kan heller ikke være et realistisk mål. Det vil blant annet til enhver tid eksistere såkalte "støyhandlere" i markedet som ikke baserer sin investeringsbeslutning på rasjonell økonomisk opptreden. Disse handler ikke på faktisk informasjon, men på diverse rykter eller mindre kvalifiserte råd fra profesjonelle "forståsegpåere".¹⁹ I forarbeidene²⁰ heter det at så lenge det er mange slike små "støyhandlere" og det er tilfeldige rykter eller råd de handler på grunnlag av, vil de til sammen ikke ha noen systematisk innflytelse på aksjene. Det heter videre at den slags type markedsaktører imidlertid ofte vil handle på de samme ryktene, og dermed bidra til systematiske avvik fra det man anser som riktig prising. Av motiltak rettet mot dette nevnes i forarbeidene å la de aktørene som sitter med mest faktisk informasjon om de enkelte selskapene, altså innsidere, handle friere i aksjen.²¹

Når det gjelder tiltak mot straffbar innsidehandel har børsen et eget varslingsystem, Smarts systemet, som ble etablert i 2000. Systemet registrerer alle handler og gir beskjed om unormale transaksjoner eller ubegrunnede kursutviklinger. Systemet øker således muligheten for å avdekke lovbrudd og har således en preventiv virkning.²²

¹⁸ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 124

¹⁹ NOU: 1996: 2 s. 26 og 27

²⁰ NOU: 1996: 2 s. 26 og 27

²¹ NOU 1996:2 s. 27

²² Tanya M. Farstad, Straffbar innsidehandel, Lov og rett 2003 Nr. 04-05 s. 289

2.2 Bakgrunnen og formålet med regulering av markedet

I NOU 1996: 2 som var en avsluttende innstilling om revisjon av lov av 14. Juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel nevnes tre overhengende forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked; hensynene til et effektivt, sikkert og ordnet verdipapirmarked.²³ Disse hensyn er i dag også nedfelt i formålsbestemmelsen²⁴ til någjeldende verdipapirhandellov, heretter ”verdipapirhandelloven” eller ”vphl.” I forarbeidene anses et verdipapirmarked for å fungere effektivt ”når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.” For at et marked skal være fullt ut effektivt i denne forstand må en rekke forutsetninger være oppfylt, noe det i praksis vil være vanskelig å tilfredsstille helt. I forarbeidene trekkes særlig frem det forhold at alle markedsaktører har lik informasjon på samme tid, noe som tidligere nevnt vil bidra til et effektivt marked i denne forstand. Foreliggende informasjonsasymmetri investorene i mellom vil dette bidra til at de investorene med mangel på informasjon vil påvirke kursen på en uriktig måte, og de med mer eller mer nøyaktig informasjon vil få et konkurransefortrinn.²⁵

Et likvid marked vil også bidra til riktig prising. Med et likvid marked forstås et marked der mange aktører er villige til å selge og kjøpe verdipapirer.²⁶

Med et ordnet verdipapirmarked sikter man i utgangspunktet til selve markedsplassen for verdipapirene. Blant annet ut fra rettferdighetsnormer er det ikke akseptabelt at enkelte aktører tapper verdier av markedet ved å for eksempel misbruke kurssensitiv informasjon.²⁷ Dette vil også gå på bekostning av tilliten til markedet, noe som igjen vil føre til et mindre effektivt marked. Det finnes derfor for eksempel regler som forbyr misbruk av innsideinformasjon ved kjøp eller salg av finansielle instrumenter blant annet ut fra slike

²³ NOU 1996:2 s.20

²⁴ Jfr. vphl. § 1-1

²⁵ Sæbø (1995) s. 28

²⁶ NOU 1996:2 s. 20

²⁷ NOU 1996:2 s.20

betraktninger, jfr. vphl. § 3-3 som dels kan ses på som en forebyggende dels en strafferettslig bestemmelse. Overtredelse er straffesanksjonert i vphl. § 17-3 (1) og strafferammen er seks år for forsettlig eller uaktsom overtredelse.

Med et sikkert verdipapirmarked siktes det til selve oppgjørsfunksjonen i markedene. Usikkerhet blant investorene om oppgjørets sikkerhet vil også svekke effektiviteten i markedene ettersom dette vil representere en kostnad for investorene.²⁸ Usikkerhet om dette vil i alminnelighet bli tatt inn i kalkulasjonen om å foreta en handel eller ikke.

Det er således grunn til å slutte at regulering av markedet gjennom rettsregler er nødvendig for å søke å tilfredsstillere ovenfornevnte hensyn.

Den straffbare innsidehandels eksistens forutsetter nettopp informasjonsulikhet blant aktørene i verdipapirmarkedet. Utstederforetakenes strøm av informasjon til allmenheten er således av stor betydning for å forebygge misbruk. Handleforbudet i vphl. § 3-3 er en erkjennelse av at selv en streng opplysningsplikt for utstederne etter vphl. § 5-2 ikke kan hindre at det kan gå noe tid før markedet blir kjent med nye kurssensitive opplysninger.²⁹

3 Vphl. § 3-2 og implementeringen av markedsmisbruksdirektivet

3.1 Innledning

Definisjonen i Vphl. § 3-2 er ment å implementere definisjonen i markedsmisbruksdirektivet Art. 1 Nr. 1 som Norge er forpliktet til å innføre i norsk rett gjennom EØS-avtalen. Hovedformålet med direktivet er å forebygge markedsmisbruk og

²⁸ NOU 1996:2 s.20

²⁹ Reed (1996) s. 67

øke tilliten til verdipapirmarkedene, jfr. direktivets fortale avsnitt 1 følgende. Direktivet er som nevnt et fullharmoniseringsdirektiv og det er derfor ikke adgang til å innføre verken lempeligere eller strengere regler enn direktivet gir anvisning på.³⁰

Art. 1 Nr. 1 lyder:

”Inside information” shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments”

3.2 Nærmere om bakgrunnen og formålet med direktivet

Lovene angående innsidehandel i Europa er av relativt ny dato. De kom hovedsakelig i løpet av 1980 årene og tidlig på 1990 tallet, i motsetning til for eksempel USA som utviklet forbud mot innsidehandel gjennom såkalt ”case law” basert på lovregler som kom på 1930-tallet. I Frankrike har innsidehandel vært straffesanksjonert siden 1970 og i Storbritannia siden 1980. Av andre europeiske stater blant flere som ga regler mot innsidehandel i dette tidsrommet kan nevnes Norge i 1985, Danmark i 1987, Hellas i 1988 og Spania i 1991. Ved å gjøre dette ble det søkt å komme i samsvar med EC-direktivet³¹ som ble vedtatt i EU i 1989.³²

De siste årene har et av EUs store satsningsområder vært å integrere de europeiske finansmarkeder. Det ble i en rapport utarbeidet for EU-kommisjonen i 2002 antatt at et

³⁰ Bergo (2008) s. 263

³¹ Directive coordinating regulation on insider dealing adopted by the Council of the European Communities on November, 1989.

³² Gaillard (1992) s. V

integreert europeisk finansmarked ville innebære en økning i BNP (i EU-området) på om lag 0,5 prosent det neste tiåret, noe som tilsvarer en økning i verdiskapningen på om lag 130 milliarder euro. Det ble også antatt en økning i sysselsettingen på 0,5 prosent, blant annet som følge av lavere finansieringskostnader for næringslivet. Direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet) om innsidehandel og markedsmisbruk utgjør et sentralt element i EU's handlingsplan for finansielle tjenester.³³

3.3 Markedsmisbruksdirektivets tilblivelse: Komitologiprosedyren

Markedsmisbruksdirektivet kom i stand ved en såkalt komitologiprosedyre, også kalt Lamfalussy prosedyren, og er det første EU-direktiv som er blitt til på denne måten.³⁴ Regelverksprosedyren ble foreslått av en komite av såkalte "vise menn" som ble dannet av Rådet (the Council), og skulle lage en rapport i forbindelse med en ambisiøs handlingsplan ("Financial Services Action Plan") om regulering av verdipapirmarkedet i Europa som EU-kommisjonen publiserte i 1999. Handlingsplanen kom som en reaksjon på en stillestående regulering av markedet i EU i mesteparten av 1990 årene. Komiteen av "vise menn" besto av 7 menn og ingen kvinner, og var ledet av tidligere sentralbankssjef baron Alexandre Lamfalussy, derav navnet Lamfalussy prosedyren.³⁵ Forslaget om ny regelverksprosess hadde blant annet bakgrunn i at gruppen anså den alminnelige regelverksprosessen i EU for å være for tidkrevende. Dette skyldtes at alle endringer måtte gjennom Europaparlamentet og Rådet, uansett detaljeringsgrad.³⁶ Gruppen leverte sin rapport til Rådets møte i Stockholm i Mars 2001 hvor rapporten ble vedtatt ved resolusjon³⁷ og EU vedtok å benytte denne regelverksprosessen på verdipapirområdet.³⁸

³³ Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) s. 8

³⁴ Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) s. 8

³⁵ Jesper Lau Hansen, MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive, *European Business Law Review*, 2004 s. 185 og 186

³⁶ Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) s. 8

³⁷ Jesper Lau Hansen, MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive, *European Business Law Review*, 2004 s. 186

Komitologiprosedyren inneholder 4 faser og innebærer at et rammedirektiv, som blir til i fase 1, får en rekke utfyllende bestemmelser som kan anses som forskrifter etter norsk rett i fase 2. For markedsmisbruksdirektivets vedkommende kommer de utfyllende bestemmelser til uttrykk gjennom tre kommisjonsdirektiver, som har som følge at definisjonen av innsideinformasjon detaljreguleres. De tre direktivene er direktiv 2003/124/EF, direktiv 2003/125/EF og direktiv 2004/72/EF, henholdsvis første, andre og tredje kommisjonsdirektiv. I tillegg har man rådgivende uttalelser³⁹ fra CESR (The committee of European Securities Regulators). Tross den rådgivende funksjonen legges det stor vekt på uttalelsene.⁴⁰ Den tredje fasen består i at CESR skal jobbe for en uniform implementering av reglene i de forskjellige medlemsstatene. Ettersom CESR består av representanter fra de nasjonale tilsynsmyndigheter (for Norges del Kredittilsynet) anses den som godt skikket for dette. I den siste fasen skal EU- kommisjonen forsikre en tilfredsstillende ikrafttredelse av EU- lovgivning ved å veilede den nasjonale implementering og adressere medlemsstater som mislykkes med dette.⁴¹

3.4 Kort om den norske implementeringen av vphl. § 3-2

EØS-avtalen art. 7 litra b oppstiller særlige krav til gjennomføringen av EU-direktiver. Nasjonale myndigheter står etter ordlyden i art. 7 tilsynelatende fritt til å bestemme form og midler, så lenge det materielle innholdet i nasjonal rett stemmer med direktivet. EU-rettens ulovfestede krav til gjennomføringen innebærer imidlertid en hovedregel om at gjennomføringen må skje på en måte som gjør rettstilstanden klar og utvetydig.⁴²

³⁸ Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) s. 8

³⁹ CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive

⁴⁰ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 121

⁴¹ Jesper Lau Hansen, "MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive", European Business Law Review, 2004 s.191

⁴² Frederik Sejerstad, Finn Arnesen m.fl, EØS-rett 2. utg s. 186

Markedsmisbruksdirektivet Art. 1 Nr. 1 er implementert i norsk rett ved *gjengivelse* (*omskrivning*) i vphl. § 3-2 og dermed fått retts teknisk form og utseende som norsk lovtekst.

4 Kriteriet om at opplysningen må være ”presis”

4.1 Kriteriets ordlyd i vphl. § 3-2 (1)

Vilkåret om at opplysningene må være ”presise” er det første av de tre hovedvilkår som følger av definisjonen av innsideinformasjon i vphl. § 3-2 (1).

Det heter i vphl. § 3-2 (1) at det ”med innsideinformasjon menes **presise opplysninger** om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold.” Kriteriet er i bestemmelsen ment å implementere markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 1 om at informasjonen må være av ”**precise nature**”. Ordlyden i direktivet og den norske teksten ser språklig ut til å harmonisere godt på dette punkt. Etter min mening blir den direkte norske oversettelsen av ”precise nature”, ”presis natur” eller ”presis art”, som muligens kan anføres rent språklig å omfatte noen flere typer opplysninger enn ordet ”presis” dekker. Slike uoverenstemmelser vil uansett avhjelpes av vphl. § 3-2 (2) som modifierer den grad av objektivitet som ordet ”presis” henspiller på.⁴³

Ordlyden i vphl § 3-2 (1) om presise opplysninger sier umiddelbart noe om at ikke enhver type opplysning vil omfattes av begrepet innsideinformasjon. Uttrykket må etter en alminnelig språklig fortolkning forstås slik at informasjonen må være av en objektiv nøyaktighet. Den må være av konkret karakter.⁴⁴

⁴³ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 134

⁴⁴ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 134

En opplysning kan imidlertid være å anse som presis i vanlig dagligtale, uten at den kan anses å være *sikker*, altså faktisk korrekt. En opplysnings sikkerhet avhenger for mottakeren i stor grad av kildens troverdighet. Ser vi på innholdet i begrepet ”presis” rent språklig og isolert fremstår det som følge av ovenfornevnte slik at opplysningens sikkerhet er uten betydning i vphl. § 3-2 (1). Det er imidlertid tradisjonell lære at rykter, spekulasjoner og ”markedsforventninger” samt liknende antagelser ikke er nok til å etablere en innsideposisjon.⁴⁵ Det rent språklig snevre utgangspunktet i vphl. § 3-2 (1) modifiseres også av vphl. § 3-2 (2) som ytterligere presiserer vurderingstemaet og det fremstår da slik at en del av vurderingstemaet nettopp er å avgrense mot rykter og spekulasjoner som igjen nettopp blant annet karakteriseres av deres usikre natur. Opplysninger som må anses som rykter og spekulasjoner vil med andre ord ikke utgjøre innsideinformasjon.

4.2 Kravet i vphl. § 3-2 (1) til opplysningens innhold og karakter: Avgrensningen mot rykter og spekulasjoner

Kriteriet om at det bare er presise opplysninger som kan utgjøre innsideinformasjon legger altså også opp til en vurdering der man avgrenser mot rykter og spekulasjoner. På den ene yttersiden har man objektivt konstaterbare fakta, mens på den andre rene spekulasjoner og antagelser. Rykter og spekulasjoner kjennetegnes på mangel av objektive holdepunkter og usikkerhet knyttet til innholdet, samt meddelelsen av informasjon, dvs. kilden eller kildene man får informasjonen fra.⁴⁶ Kildens troverdighet må etter min mening generelt avhenge av dens kjente *posisjon* i markedet i forhold til den aktuelle informasjon og måten informasjonen blir meddelt på. Utallige situasjoner kan tenkes med hensyn til hvem kilden er. På den ene yttersiden har man her for eksempel den anonyme kursmanipulatoren på en eller annen perifer nettside som legger ut opplysninger uten rot i virkeligheten, mens på den

⁴⁵ Ot prp. Nr. 29 (1996-1997) s. 26

⁴⁶ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 134

annen direktøren som hvisker sensitiv informasjon i telefonen til en god venn. Her kommer altså kravet til sikkerhet inn og man må foreta en avgrensning for når opplysningene må anses tilstrekkelig sikker etter loven.

Etter min mening må det ved denne avgrensningen legges vekt på hvordan informasjonen fremstår for *mottakeren* i lys av hvem kilden er og hvordan kilden meddeler opplysningene. En alminnelig fornuftig investor vil legge betydelig mer vekt på en direktørs uttalelse enn en anonym person på internett, og dens sikkerhet vil også være betraktelig høyere og vil således bidra til at lovens vilkår om presisjon er oppfylt. Opplysninger fra en direktør vil i tillegg ha betraktelig mer misbrukspotensiale. Dette er imidlertid ytterpunktene og vanskelighetene med avgrensningen med hensyn til opplysningens sikkerhet vil variere med graden av troverdighet fra utallige mulige kilder.

Bakgrunnen for å avgrense mot rykter og spekulasjoner er at det ville gå for sterkt utover investorenes kontraheringsadgang om også rykter og spekulasjoner skulle omfattes av innsideinformasjonsbegrepet.⁴⁷ Effektiviteten i markedet ville kunne forringes ettersom investorene da ville være for påpasselige med å bruke informasjon for å ikke rammes av forbudet mot å handle på innsideinformasjon etter vphl. § 3-3. Dette vil igjen kunne gå på bekostning av riktig prising av de finansielle instrumentene og likviditeten i markedet.

Hva som må anses som et rykte vil ikke alltid være lett å si. Fra amerikansk rettspraksis ser man at det legges vesentlig vekt på hvordan opplysningen mottas og om dens innhold er overveiende spesifikt eller generelt. I engelsk rettspraksis og svensk teori legges det mer opp til en vurdering av om investor kan innrette seg på at informasjonen er korrekt. Som vi har sett kan en i og for seg ”presis” opplysning etter en slik vurdering likevel anses som et rykte der investor for eksempel ikke har kjennskap til opplysningens kilde eller der kildens troverdighet er lav.⁴⁸ Et klart eksempel på sistnevnte vil være et anonymt innlegg lagt inn på en chatterside på internett om at et børsnotert selskap snart vil miste en viktig kontrakt.

⁴⁷ Sæbø (1995) s. 153

⁴⁸ Sæbø (1995) s. 154

Dette vil i alminnelighet ikke være troverdig informasjon og således fremstå som et rykte. Mottakerne kan ikke her straffes for å legge inn shortposisjoner på vedkommende selskap. På den andre siden kan nevnes faktum fra Rg. 2004 s. 676 (Nagell-Erichsen dommen) der retten fant at opplysningene det dreide seg om måtte anses presise. Avgiveren bidro her betraktelig til opplysningens grad av sikkerhet. I straffesaken hadde tiltalte mottatt informasjon om at en ”sentral industriell aktør” hadde nærstående planer om oppkjøp av Finansbanken. Tiltalte handlet så på denne informasjonen. Retten uttalte blant annet at de opplysningene tiltalte hadde mottatt fremsto som konkrete, altså ikke kun rykter, ettersom de ble meddelt av ”en kjent finansmegler og finansrådgiver” og at rådgiveren ”*utga seg for å være – og som faktisk representerte- den industrielle aktøren.*”⁴⁹ Kildens nærhet til grunnlaget som opplysningen sprang ut av påvirket således informasjonens grad av å være sikker. Dette vil også innvirke på om opplysningen er egnet som vurderingsgrunnlag for en mulig kurspåvirkning.⁵⁰ Etter min mening er valg av ord i dommen noe uheldig her i det det heter at opplysningene ble *mer konkrete* som følge av kildens posisjon i forhold til informasjonen, mens i realiteten er det vel mer riktig å si at det kun bidro til opplysningens *troverdighet* eller *sikkerhet*. Det er imidlertid helt på det rene at retten la vekt på kildens posisjon i forhold til vilkåret om ”presishet” i loven.

Det kan også forholde seg slik at en presis opplysning gjennom videreformidling i flere ledd har mister mer og mer av sitt konkrete innhold.⁵¹ I Otrum-dommen heter det at den en gang presise opplysning da kan ”*ende som et rykte uten presist innhold eller noen kilde*”.⁵²

Opplysninger som en person sitter med om et ryktes riktighet eller feilaktighet vil imidlertid omfattes.⁵³ Her vil man vite om et forhold er sant eller ikke eller om en omstendighet vil inntre eller ikke, og den vil således være presis etter loven forutsatt at den

⁴⁹ Avgjørelsens s. 8

⁵⁰ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 136

⁵¹ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 137

⁵² LA-2006-42810, avgjørelsens s. 3

⁵³ Sæbø (1995) s. 153

er tilstrekkelig konkret. Dette fordi opplysningene er sikker og fremstår således ikke som et rykte for vedkommende.

Vurderingen av om opplysninger må anses å utgjøre ”presise” opplysninger reiser spørsmål om hvilken betydning det har at investor mangler fullstendige kunnskaper om en i og for seg kurssensitiv omstendighet. Disse spørsmål melder seg enten ingen ennå har fullstendige opplysninger, eller at noen har det. Som et eksempel nevnes det forhold at en banks styre er blitt kjent med at halvårsresultatet vil bli vesentlig dårligere enn ventet, men ikke nøyaktig hvor mye. Her vil bankens styre sitte på i alminnelighet vesentlig kurssensitiv informasjon, men informasjonen vil ikke nødvendigvis falle under uttrykket ”presis” de lege lata fordi innholdet i uttrykket henspiller på en høy grad av nøyaktighet. I forhold til for eksempel innsidehandelforbudet bør det fremstå lite tvilsomt de lege ferenda at slike opplysninger bør omfattes av begrepet innsideinformasjon. Selv om opplysningene ikke kan anses presise rent isolert sett vil de ha et betydelig misbrukspotensial i det de vil være egnet til å påvirke kursen i stor grad.⁵⁴ Denne objektive nøyaktighet modifiseres som nevnt imidlertid av vphl. § 3-2 (2), dvs. reduserer den grad av objektivitet som begrepet ”presise opplysninger” isolert sett henspiller på, slik at også slike opplysninger vil kunne omfattes.⁵⁵

4.3 Den presiserende definisjon etter vphl. § 3-2 (2)

4.3.1 Ordlyden i vphl. § 3-2 (2)

Den presiserende definisjonen av presise opplysninger i vphl. § 3-2 er ment å implementere den utfyllende definisjonen i Første Kommisjonsdirektiv art. 1 nr.1.⁵⁶

⁵⁴ Sæbø (1995) s. 155

⁵⁵ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 134

⁵⁶ Norsk Lovkommentar vphl. § 3-2 note (48)

Vphl. §3-2 (2) lyder:

”Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene”

4.3.2 Kravet til opplysningens innhold og karakter: forholdet til vphl. § 3-2 (1)

I definisjonen som følger av Vphl. §3-2 (2) er det som i (1) et visst krav til nøyaktighet, klarhet og troverdighet for at en opplysning skal være tilstrekkelig presis etter loven. Man kan likevel med rimelighet si at kravet til nøyaktighet reduseres i forhold til å måle opplysningene opp mot uttrykket ”presis” isolert sett, slik det står i vphl. § 3-2 (1).⁵⁷ Det kan for eksempel ikke utledes av bestemmelsen at opplysningen nødvendigvis må være detaljert eller dokumentert. Det sentrale er om det ut fra opplysningene kan trekkes en slutning om en mulig kurspåvirkning.⁵⁸ Uttrykket ”rimelig grunn” tilsier at det kreves en viss grad av sannsynlighet for at en omstendighet eller begivenhet har inntruffet, eller kan ventes å ville inntre. Det kan likevel neppe oppstilles et krav om sannsynlighetsovervekt med tanke på denne begrepsbruken.⁵⁹

Ved siden av de ”typiske” innsideopplysninger som f.eks at et legemiddelfirma har funnet en måte å knekke HIV-viruset eller der et stort norsk oljeselskap har mistet en milliardkontrakt om rettigheter til utvinning av olje i Venezuela, vil også opplysninger tilknyttet utviklingsprosesser kunne omfattes såfremt den omstendighet eller begivenhet

⁵⁷ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 134

⁵⁸ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 135

⁵⁹ Gaute S. Gravir, Implementeringen av EU’s markedsmissbruksdirektiv, Tidsskrift for Forretningsjuss Nr.1 s. 102

prosessen dreier seg om ”med rimelig grunn kan ventes å inntreffe”. Som eksempel kan nevnes informasjon om en forhandlingsprosess som ser ut til å føre mot en gunstig kontraktsinngåelse.⁶⁰ Dette er også naturlig ut fra misbruksbetraktninger. Kan det trekkes en slutning om kurspåvirkning fra også slike opplysninger er det naturlig at de omfattes.

4.3.2.1 Nærmere om begrepet ”indikerer”

Formuleringen i vphl. § 3-2 (2) er blitt kritisert i teorien⁶¹ for å ikke samsvare helt med Første Kommisjonsdirektiv. Disharmonien skyldes tilsynelatende en misforståelse fra norske myndigheters side. I Første Kommisjonsdirektiv er det avgjørende at opplysningen omhandler (”indicates”) forhold som eksisterer eller med rimelig grunn kan forventes å inntre, eller begivenheter som har inntruffet eller med rimelig grunn kan forventes å inntreffe.⁶² Med andre ord er det avgjørende at opplysningene *omhandler* forhold som eksisterer, har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å inntreffe, i motsetning til den norske tekst der det avgjørende ser ut til å være om opplysningene indikerer det *forhold* at visse begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å inntreffe.⁶³

Ordbruken i de to bestemmelser gjør at de språklig sett får noe ulikt innhold. Disharmonien ser ut til å ha kommet som følge av at norske myndigheter har oversatt ”*indicates*” direkte til det norske ordet ”*indikerer*”, mens det riktige hadde som nevnt vært ordet ”*omhandler*”. Ved å bruke det norske ordet ”*indikerer*” i den norske lovteksten i denne sammenheng blir bestemmelsen noe misvisende. Det beste hadde etter min mening selvfølgelig vært å endret loven så den språklig var i samsvar med Første Kommisjonsdirektiv; endret ”*indikerer*” til ”*omhandler*” og videre endret bestemmelsen språklig slik at det kom frem at det avgjørende er at opplysningen omhandler forhold som

⁶⁰ Gaute S. Gravir, Implementeringen av EU’s markedsmisbruksdirektiv, Tidsskrift for Forretningsjuss Nr.1 s. 102

⁶¹ Jfr. Blant annet Bergo (2008) s. 266 og Norsk lovkommentar vphl. § 3-2 note (48)

⁶² Norsk Lovkommentar vphl. § 3-2 note (48)

⁶³ Bergo (2008) s. 266

eksisterer også videre. Slik den er nå må den beste løsning være å tolke vphl. § 3-2 (2) utvidende på dette punkt i lys av direktivet.

Rent språklig tilsier bruken av ordet ”indikerer” at de aktuelle opplysningene må antyde eller angi at noe har skjedd, eller kan komme til å skje. Dette tilsier og blir forstått slik at det ikke kreves at opplysningen er fullstendig eller uttømmende. Også slike opplysninger vil nettopp kunne være tilstrekkelige til å vurdere en mulig kurspåvirkning, og i denne sammenheng har begrepet ”indikerer” bare en presiserende funksjon.⁶⁴ Dette synet om at det ikke kreves at opplysningen er fullstendig eller uttømmende fremgår også av forarbeiders uttalelser. Det heter at ”kravet til presise opplysninger betyr ikke at det må være detaljerte eller dokumenterte opplysninger. Er informasjonen i seg selv kurssensitiv må forbudet (mot *innsidehandel*) komme til anvendelse, med mindre den objektivt sett fremstår som rene rykter eller spekulasjoner”.⁶⁵

Som illustrasjon på dette kan den såkalte Tomra-dommen⁶⁶ tjene som eksempel. Her hadde en megler i en telefonsamtale gitt informasjon til en annen om en meldepliktig handel i Tomra ASA, om enn på en noe fordekt måte. Opplysningene bestod av at det var snakk om kjøp av ”ganske mye” aksjer av ”ansatte”, mens mottakeren ikke fikk vite presist hvor mange aksjer det var snakk om eller nøyaktig hvem de ansatte var. Retten kom likefullt til at det var snakk om ”opplysninger” i lovens forstand (merk: det var ikke vilkår etter dagjeldende lov at opplysningen måtte være ”presis”, dette ble fjernet 1. juli 2001, men innebar ingen realitetsendring.⁶⁷) Retten mente at megleren i samtalen klart ga inntrykk av at han hadde konkret informasjon som også gjorde at han anbefalte kjøp av Tomra aksjen, og samtalen bar klart preg av å være en formidling av opplysninger. Slike opplysninger ville også være tilstrekkelige til å trekke en slutning om kursen.

⁶⁴ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 138

⁶⁵ NOU 1996: 2 s. 56 og 57

⁶⁶ Tingrettsavgjørelse inntatt i Rg. 2004 s. 998

⁶⁷ Ot. Prp. Nr. 80 (2000-2001) s. 21

4.3.2.2 Nærmere om at opplysningene må være "tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen (...) på kursen til de finansielle instrumentene"

Opplysningene må være "tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene" jfr. Vphl. § 3-2 (2). Med andre ord, hvis det er mulig på bakgrunn av opplysningene å trekke en slutning om en mulig kurspåvirkning på de finansielle instrumentene, vil informasjonen være tilstrekkelig presis etter dette delvilkåret.⁶⁸ Her må man også ta utgangspunkt i tiden *før* offentliggjøring; den faktiske påvirkning på et senere tidspunkt vil i prinsippet ikke være av interesse. Et eksempel på at en opplysning er tilstrekkelig spesifikk har vi hvor en investor får opplysninger fra en innsider om at et oppkjøp av et selskap skal gjennomføres til over markedskurs, men der tilbudets nøyaktige størrelse ikke fremgår. En slik opplysning vil være egnet som vurderingsgrunnlag for den mulige påvirkningen av kursen, i det den omstendighet opplysningen dreier seg om i alminnelighet vil virke betydelig positivt på kursen til selskapets aksje. Det sentrale er altså at det er mulig å trekke en slutning om *kurspåvirkning* og dens *retning*. I forarbeidene er vilkåret også eksemplifisert.⁶⁹ Det vises til en finansdirektør som opplyser en investor om at det kommer et bedre resultat enn forventet fra selskapet, uten at investoren får vite hvor godt resultatet vil bli. På samme måte vil det her gjelde en opplysning av en slik karakter at den kan virke sensitivt på aksjekursen. I tillegg er det en positiv nyhet, og informasjonen vil dermed være tilstrekkelig spesifikk til at det kan trekkes en slutning om kursutslagetets retning.⁷⁰

"Tilstrekkelig spesifikk-vilkåret" i Vphl. § 3-2 (2) er omtalt i CESR's rådgivende uttalelse:

⁶⁸ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 135

⁶⁹ NOU 1996: 2 s. 57

⁷⁰ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 135

”A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at a very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market”⁷¹

En opplysning vil altså være tilstrekkelig spesifikk hvis en fornuftig investor med opplysningen i hende vil løpe ingen eller svært liten risiko ved å ta en investeringsbeslutning på bakgrunn av den. Eventuelt vil den være tilstrekkelig spesifikk om den er egnet til å bli utnyttet i markedet umiddelbart.

Det kan stilles spørsmål ved om denne vurdering i realiteten legger opp til noe annet enn avgrensningen mellom rykter og spekulasjoner, som man må foreta allerede ut fra ”presise opplysninger” i vphl. § 3-2 (1). Etter mitt syn bør ikke den rådgivende uttalelsen tolkes dithen at den uttømmende spesifiserer hva vurderingstemaet skal være, men at den fungerer retningsgivende ved å konstatere at hvis en fornuftig investor kunne handlet på den med ingen eller svært lav risiko, eller den ville blitt utnyttet umiddelbart i markedet, da er vi innenfor rammene av ”tilstrekkelig spesifikk”. Vurderingen uttalelsen gir uttrykk for kan hensiktsmessig kalles ”the safe bet test”.

CESR trekker inn ”*a reasonable investor*” som skal være parameteret. Dette er det samme parameteret som er å finne i vphl. § 3-2 (3), altså den ”fornuftige investor”. Et spørsmål som melder seg da er om samme forståelse av hva som må anses som en fornuftig investor skal legges til grunn for begge bestemmelsene. Til det kan sies at begge standarder bruker identiske subjekt og det er ingen grunn til å tro at det siktes til forskjellige utgangspunkter. Et annet, og minst like interessant spørsmål, er om ”the safe best test” materielt sett med hensyn til opplysningens kurspåvirkende effekt reduserer den reelle betydningen av vurderingen som følger av vphl. § 3-2 (3) som vil bli omtalt senere. At informasjon

⁷¹ CESR Advice under paragraph 20

tilfredsstillende kvalifikasjonene i CESR's uttalelse, altså at informasjonen tillater at en konklusjon kan slutes om dens påvirkning på prisene, innebærer jo også at en investor vil benytte den i sin investeringsbeslutning. Man kan også slutte av informasjonen noe om hva slags påvirkning det vil ha på kursen samt størrelsen av den. Ergo kan testen som følger av vphl. § 3-2 (3), som vil behandles i det følgende, være mindre relevant i det testen CESR legger opp til i tilknytning "tilstrekkelig spesifikk" vilkåret vil allerede ha behandlet mye av dette vurderingstemaet.

CESR's uttalelse gir etter min mening god veiledning for å avgjøre om en opplysning er tilstrekkelig spesifikk etter vphl. §3-2 (2), og således presis. Den direkte norske oversettelsen av "*a reasonable investor*" må være en fornuftig eller rasjonell investor. Etter min mening må man ta utgangspunkt i en profesjonell markedsaktør. Dette vil være et naturlig utgangspunkt for vurderingen sammen med at eventuelt markedet med sannsynlighet vil utnytte informasjonen umiddelbart. Standarden vil avgrense opplysningsbegrepet mot rykter og spekulasjoner samt forhindre misbruk av et informasjonsfortrinn i markedet.⁷² Et særlig karakteristika med rykter og spekulasjoner er jo nettopp at risikoen ved å handle på dem i alminnelighet vil være høyere enn "*a very low risk*".

I tilfelle hvor investor får kjennskap til en opplysning som er egnet til å påvirke kursen, men der den er for ufullstendig i forhold til å vurdere om den er positiv eller negativ, vil den ikke være tilstrekkelig spesifikk eller egnet som vurderingsgrunnlag for en slutning om kurspåvirkningen. Det vil i dette tilfelle ikke kunne slutes om kurspåvirkningen vil være negativ eller positiv.⁷³ Gode grunner taler også for å ikke la slike opplysninger omfattes som en "presis" opplysning. Når den er ufullstendig i forhold til dette vil misbrukspotensialet i forhold til innsiddehandel ikke foreligge, og da bør det også være tillatt å handle på slik informasjon. En investor med slik informasjon i hende vil i

⁷² Johan Svedberg, Begrepet innsiddeinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 136

⁷³ Johan Svedberg, Begrepet innsiddeinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 135

alminnelighet sitte med informasjon med kurspåvirkende egenskap, men det kan vanskelig sies at han har en særlig fordel på bekostning av andre markedsaktører.

5 Kriteriet om at opplysningen må være ”egnet til å påvirke kursen til de finansielle instrumentene (...) merkbart”

5.1 Kriteriets ordlyd i vphl. § 3-2 (1)

Det andre hovedkriterium for at noe skal utgjøre innsideinformasjon etter definisjonen i vphl. § 3-2 (1) er at opplysningen må være ”egnet til å påvirke kursen til de finansielle instrumentene eller tilknyttede instrumenter merkbart”.

Det følger av denne ordlyd at det er et kvalifisert sannsynlighetskrav til at opplysningen påvirker kursen til de finansielle instrumentene i en viss grad. Den norske oversettelsen av kriteriet i vphl. § 3-2 (1) er ment å innføre i norsk rett kravet til sannsynlig kurspåvirkning i markedsmisbruksdirektivet Art. 1 Nr. 1.

5.2 Kravet om at opplysningen må være ”egnet” til å påvirke kursen

At opplysningen må være ”egnet” til å påvirke kursen gir uttrykk for et krav om en viss sannsynlighet for slik påvirkning. Med kursen menes prisen på det finansielle instrumentet som løpende noteres på den børs eller autoriserte markedsplass hvor det finansielle instrumentet er notert.⁷⁴

⁷⁴ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 145

Begrepet ”egnet” angir etter min mening en egenskap noe har i en eller annen sammenheng. I denne sammenheng må opplysningen således ha den egenskap å påvirke kursen på det finansielle instrumentet merkbart. Av dette følger at den må ha en viss betydning i investorers investeringsbeslutning, ettersom det jo er investorene som *direkte* påvirker kursen.

Begrepet har også en annen side i bestemmelsen; i lys av markedsmisbruksdirektivets ord ”likely” som begrepet ”egnet” er ment å samsvare med, følger også et krav om sannsynlighet for at opplysningen vil påvirke kursen merkbart. Det kan imidlertid vanskelig rent språklig utledes et like sterkt krav til sannsynlighet som i direktivet. Fører tolking til et lavere krav til sannsynlighet vil den norske teksten således være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser.⁷⁵

I forarbeidene⁷⁶ konstateres det at det må foreligge en ”realistisk mulighet” for kurspåvirkning. I dette ligger igjen et krav til en viss sannsynlighet. Det nøyaktige krav til sannsynlighet som kreves er imidlertid vanskelig å fastslå. Man kan likevel trekke opp visse ytterpunkter. At en kurspåvirkning er rent mulig vil ikke være tilstrekkelig dersom sannsynligheten er meget lav for at den vil inntre. På den annen side kan et krav om sannsynlighetsovervekt vanskelig utledes fra begrepet ”egnet”. Siden vurderingen byr på slike vanskeligheter med hensyn til hvor grensen skal gå, synes det riktig når teorien antar at domstolene vil totalbedømme situasjonen.⁷⁷ Dette illustrerer etter min mening også premissene i for eksempel DNO-dommen⁷⁸, der kravet om sannsynlighet for kurspåvirkning ikke synes å være spesifikt drøftet, men heller i stor grad bakt inn i den totale bedømmelsen av om opplysningen var egnet til å påvirke kursen merkbart.

⁷⁵ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 145

⁷⁶ NOU 1996:2 s. 57

⁷⁷ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 146

⁷⁸ Oslo Tingretts dom av 25. August 2009, saksnr. 08-184013MED-OTIR/06. Jfr. dommens s. 14 flg.

Markedsmisbruksdirektivets krav til sannsynlighet for ”*significant effect*” er ”*likely*”, som etter norsk ordbok oversettes til ”sannsynlig”. Begrepet ”sannsynlig” må etter mitt syn trekke i retning av sannsynlighetsovervekt. I forhold til direktivet må imidlertid den faktiske betydning som fremgår av den engelske tekst i lys av flere kilder være avgjørende, og som man vil se i det følgende er det noen sprikende oppfatninger på dette punkt.

Graden av sannsynlighet etter direktivet er altså søkt implementert i vphl. § 3-2 (1) ved at opplysningen må være ”*egnet*” til å påvirke kursen. Her er det en viss språklig disharmoni ved at direktivet ved første øyekast ser ut til å kreve sannsynlighetsovervekt for kurspåvirkningen, noe som tidligere nevnt ikke nødvendigvis kan utledes fra det norske ordet ”*egnet*”. Det har imidlertid vært noe ulik forståelse av ordet ”*likely*” i teorien.⁷⁹ Etter min mening støtter blant annet CESR Advice paragraph 23 det syn at begrepet ”*likely*” i forhold til markedsmisbruksdirektivets ikke innebærer et krav om så mye som sannsynlighetsovervekt:

The ex-ante evaluation of the possibility of a price moving effect can be regarded as a question of determining the degree of probability with which at that point in time an effect on the price (due to the information) could reasonably have been expected. Assuming this, the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either.

Ved at det her heter at ”the mere possibility” ikke er nok, men samtidig heller ikke ”close to certainty”, gir det etter min mening uttrykk for at heller ikke sannsynlighetsovervekt kreves. Dette spesielt fordi ”a mere possibility” må bety ”den rene mulighet” på norsk noe

⁷⁹ I Bergo (2008) s. 264 er et krav i markedsmisbruksdirektivets om sannsynlighetsovervekt lagt til grunn og det samme er gjort i Norsk Lovkommentar vphl. § 3-2 note (47). I Jesper Lau Hansens artikkel ”MAD in a hurry” s. 194, som det er gjort referanse til tidligere, er ”*likely*” beskrevet som ”more than the mere possibility and less than close to certainty, probably it is also less than a 50 per cent chance” og det henvises til CESR Advice para 23. Jeg utleder av dette at Lau Hansen er av den oppfatning at begrepet ”*likely*” ikke krever sannsynlighetsovervekt.

som også omfatter svært lav sannsynlighet. Når man finner å ta dette med i ”The Advice” fra CESR, og ser de to størrelser i sammenheng, gir det etter min mening uttrykk for et syn som ikke innebærer et krav om sannsynlighetsovervekt, men heller ikke langt fra over 50 %. Denne forståelse av ”likely” er også å finne i britisk rett.⁸⁰ En annen sak er hvilken vekt man skal legge i CESR’s uttalelse på dette punkt. Som nevnt innledningsvis har de bare en rådgivende funksjon i forhold til markedsmisbruksdirektivet og det faktiske innholdet i det engelske begrepet ”likely” må nok gå foran ved en eventuelt uoverenstemmelse. Men i tillegg har man også britisk rett og teori ved Jesper Lau Hansen som ikke legger så mye som sannsynlighetsovervekt i begrepet, og da må denne forståelsen etter min mening veie tyngre enn enkelte norske teoretiske drøftelser og den norske ordbok. Jeg er imidlertid klar over at en slik forståelse ytterligere kan vanskeliggjøre sannsynlighetsvurderingen etter direktivet. Uansett forståelse kan det likevel med rimelighet slås fast at ”egnet” ikke reflekterer tilstrekkelig den sannsynlighetsgraden som følger av ”likely”.

Ved vurderingen av om en opplysning er ”egnet til å påvirke kursen merkbart” må det være det kurspåvirkende potensial *før* (ex ante) offentliggjøring som er avgjørende, ikke om opplysningen faktisk hadde (ex post) slik påvirkning. Dette følger direkte av ordlyden ved bruk av begrepet ”egnet” som henspiller på en generell egenskap.

Om en opplysning ”egner” seg for kurspåvirkning vil være en objektiv vurdering, og således blir hva den enkelte på subjektivt grunnlag måtte mene om en opplysnings effekt på kursen ikke avgjørende. Etter min mening må det være markedets antatte syn som helhet som må være utgangspunktet. Retningsgivende for når opplysningen må anses egnet for å påvirke vil således i stor grad bestemmes ut fra hvordan ulike typer opplysninger erfaringsmessig har innvirket på kursen i markedet. Er opplysningen av en mer særegen og individuell art kan ikke en slik presumsjon gjelde, og det må foretas en konkret vurdering.⁸¹

⁸⁰ Lau Hansen skriver videre at i britisk rett er ”likely” beskrevet som ”*real and not fanciful likelihood, that is, more than a bare possibility but less than more likely than not*”.

⁸¹ Johan Svedberg, Begrepet insideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 146

5.3 Kravet om at kurspåvirkningen må være ”merkbar”

At kurspåvirkningen må være ”merkbar” for å utgjøre innsideinformasjon tilsier umiddelbart at ikke enhver kurspåvirkning vil være tilstrekkelig. En merkbarhetsvurdering må ta utgangspunkt i differansen mellom verdipapirkursen på det aktuelle tidspunkt og den antatte kurs på samme tidspunkt, under forutsetning av at innsideinformasjon da hadde blitt offentliggjort eller på annen måte gjort alminnelig kjent.⁸²

Det neste spørsmål blir hva som må anses tilstrekkelig for at en kurspåvirkning er merkbar. Det kan vanskelig utledes særlig høye krav til effekt på kursen av ordet rent språklig. En fortolkning av begrepet tilsier langt på vei at kun en ”synlig” eller påviselig kurspåvirkning er tilstrekkelig, og at det dermed i realiteten ikke kreves mer enn det som allerede følger av at opplysningen er ”egnet” til å påvirke kursen. Det kan likevel ikke fastsettes en generell terskel. Forskjeller verdipapirene i mellom samt eksisterende forskjeller mellom de ulike markeder og markedssegmenter tilsier at terskelen må fastlegges konkret for det enkelte verdipapir.⁸³

Den norske implementeringen av markedsmisbruksdirektivets kriterium, ”*likely to have a significant effect*”, er blitt kritisert i teorien. I forarbeidene⁸⁴ uttales det at når det gjelder uttrykket ”*significant*” i markedsmisbruksdirektivet finnes to ulike oversettelinger til norsk; ”*vesentlig*” og ”*merkbar*”. Departementet valgte å legge sistnevnte oversettelse til grunn. Kritikken i teorien går blant annet ut på at ordlyden i den norske lovtekst som følge av dette ikke samsvarer med direktivets. Kritikken går ut på at ”*significant effect*” henspiller på et mer omfattende uttrykk enn ”merkbar”, for eksempel ”*vesentlig*” eller ”*nevneverdig*”

⁸² Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 147

⁸³ Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 147

⁸⁴ Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) s. 27

virkning”.⁸⁵ Andre forfattere mener den direkte oversettelsen må være ”signifikant virkning”, eller med bedre norsk ”betydningsfull virkning”.⁸⁶ ”Vesentlig virkning” ville mest sannsynlig vært brukt hadde det ikke vært for at myndighetene ønsket å unngå dette begrepet. Den norske lovteksten har blant annet sin bakgrunn i en lovendring i 2001, der man sløyfet kravet om at opplysninger må være presise og egnet til å påvirke kursen *vesentlig*. Begrepet ”merkbar” kan imidlertid vanskelig sies å harmonisere med det engelske begrepet ”significant”. Når begrepet ”merkbar” nå likevel brukes innebærer det en skjerpelse i ordlyden i forhold til direktivet og skaper et tolkningsalternativ som, hvis velges og gis selvstendig tolkningsmessig betydning, vil stride mot direktivets rammer.⁸⁷ Det var viktig for norske myndigheter å videreføre den strenge norske praksis ved implementeringen av markedsmissbruksdirektivet, og det var ønskelig å ikke gjeninnføre noe som lignet et vesentlighetskriterium. Siden markedsmissbruksdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv er det midlertid ikke adgang til strengere innsideregeler, og markedsmissbruksdirektivet må slå gjennom overfor den norske lovtekst på dette punkt.⁸⁸ Som nevnt vil altså dette kun komme på spissen dersom dette kriteriet gis selvstendig tolkningsmessig betydning.⁸⁹

Det forutsettes likevel i forarbeidene at norsk rett samsvarer med direktivet. Lovgiver var klar over tolkningstvilen innførelsen av ”merkbar” ville føre til.⁹⁰ Endringen skjedde delvis fordi lovgiver ut fra tidligere erfaringer fant begrepet ”vesentlig” vanskelig å håndtere, men også for å senke kravene til kursendringsevne. Begrepet ”merkbar” bør således være gjenstand for en tolking som lar seg innpasse innenfor de ytterste rammer for ”a significant effect”.⁹¹ På grunn av den språklige uoverenstemmelse bør med andre ord

⁸⁵ Norsk Lovkommentar vphl. § 3-2 note (47)

⁸⁶ Bergo (2008) s. 265

⁸⁷ Bergo (2008) s. 265

⁸⁸ Norsk Lovkommentar vphl. § 3-2 note (49)

⁸⁹ Bergo (2008) s. 265

⁹⁰ Dette fremgår av Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) s. 27 og 28

⁹¹ Oslo Tingretts dom av 25. August 2009, saksnr. 08-184013MED-OTIR/06, s. 15

begrepet tolkes innskrenkende, dvs. gi ordet snevrere anvendelsesområdet enn ordet rent språklig tilsier, for å ikke stride mot markedsmisbruksdirektivet.

I selskapsrelaterte utviklingsprosesser er det særlig vanskelig å avgjøre når opplysninger må anses å påvirke kursen merkbart. I det ligger at det er vanskelig å fastslå de tidspunkt i utviklingsprosessen der en opplysningen må anses å være egnet til å påvirke kursen i tilstrekkelig grad. Det er i det minste et utgangspunkt at også slik informasjon kan oppstå også i en prosess. Et logisk utgangspunkt for vurderingen, som også er utviklet av amerikansk høyesterettspraksis, er å ta to størrelser i betraktning; sannsynligheten for at prosessen ”materialiserer” seg (f.eks sannsynligheten for at et oppkjøp blir gjennomført) og omfanget en slik materialisering representerer. De to størrelser kan således videre kompensere for hverandre, så en opplysning likevel må anses å være egnet til å påvirke kursen tilstrekkelig. En lav sannsynlighet for at prosessen materialiserer seg, som isolert sett vil svekke kurssensitiviteten, kan kompenseres av at en eventuell materialisering vil ha en meget betydelig økonomisk konsekvens for utsteder.⁹²

Som et eksempel på dette kan man tenke seg en ”fusjonssituasjon”. Vi kan tenke oss to store aktører i mobilmarkedet som har gitt uttrykk for et ønske om å fusjonere, noe som i markedet anses meget økonomisk gunstig for et av selskapene. Sannsynligheten regnes imidlertid som lav for at fusjonen faktisk vil skje og selskapene har såvidt kommet inn i en forhandlingsprosess. At sannsynligheten er lav for en vellykket fusjonering vil for informasjonens kurssensitivitet vedkommende her kunne kompenseres av den betydelige økonomiske fordelene det ene selskapet har som følge av en fusjon. Man kan også tenke seg det omvendte; opplysninger om forhandlinger mellom to selskaper om et nokså insignifikant forhold av kun begrenset økonomisk omfang vil likevel kunne anses tilstrekkelig kurspåvirkende om sannsynligheten er høy for at forhandlingene vil materialisere seg. Vurderingen kan treffende kalles *probability/magnitude* vurderingen.⁹³

⁹² Johan Svedberg , Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 152 og 153

⁹³ Johan Svedberg , Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 152

Vphl. § 3-2 (3) presiserer ytterligere definisjonen av vilkåret om at opplysningen må være ”egnet til å påvirke kursen(...) merkbart. Vurderingen som følger av denne bestemmelsen (den ”fornuftige investor vurderingen”) samsvarer med Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 1 nr. 2. På dette punkt reises noen problematiske tolkingsspørsmål i forhold til teksten i Kommisjonsdirektivet, og således også den norske teksten, og Markedsmisbruksdirektivet. Det problematiske forholdet vil omtales under den ”fornuftige investor vurderingen”.

5.4 Den presiserende definisjon etter vphl. § 3-2 (3): Den ”fornuftige investor-vurderingen”

Den presiserende definisjon av kriteriet i vphl § 3-2 (3) er også blitt gjenstand for kritikk⁹⁴ i det den ved første øyekast kan se ut til å redusere vurderingstemaet som følger av markedsmisbruksdirektivet Art. 1 nr. 1. Tredje ledd samsvarer med Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 1 nr .2 som lyder:

”For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, ‘information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments’ shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.”

Denne vurderingen kalles “den fornuftige investor vurderingen”. Denne presiserende definisjon av vurderingstemaet går tilsynelatende utover definisjonen i markedsmisbruksdirektivets Art. 1 nr. 1, ved at direktivets krav til sannsynlighet (*”likely”*) for *”significant effect on the prices”* samt kravet til opplysningens betydning for kursen reduseres til spørsmålet om en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte en aktuell opplysning som en del av sitt investeringsgrunnlag. Kommisjonen har imidlertid ikke

⁹⁴ Jfr. for eksempel Bergo (2008) s. 265 og Norsk Lovkommentar vphl. § 3-2 note (49)

hjemmel til å gå utover definisjonen av innsideinformasjon i markedsmisbruksdirektivet gjennom ”implementing measures”, se art. 2 (7) og 17 (2).⁹⁵

Artikkel 1 nr. 2 i Kommissjonsdirektivet (og således vphl. § 3-2 (3)) kan imidlertid tolkes slik at den kun konstaterer at bedømmelsen knyttet til sannsynligheten for vesentlig kurseffekt må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering på handelstidspunktet (”ex ante”) og ikke ut fra den kurseffekt en senere offentliggjøring av informasjonen faktisk fikk (”ex post”), jfr. her også nevnte Kommissjonsdirektivs Preamble (1). En slik tolking vil ikke rokke ved direktivets sannsynlighetskrav i det man da ser på formuleringen i vphl. § 3-2 (3) som en ikke uttømmende definisjon av kriteriet i (1) i relasjon til dette, men som et ”hjelpemoment” i bedømmelsen av om gitte opplysninger med sannsynlighet vil gi en betydningsfull påvirkning av kursen.⁹⁶ Med andre ord, i denne relasjon sier den presiserende definisjon i vphl. § 3-2 (3) bare noe om hvilket *tidspunkt* man skal ta utgangspunkt i ved sannsynlighetsvurderingen, som altså er en fornuftig investors antatte vurdering på *handelstidspunktet*.

Man sitter altså igjen med en bestemmelse som er ment å presisere vurderingstemaet for når å anse en opplysning ”egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter (...) merkbart”, og det kreves at en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte den som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning. Det var i Ot. Prp nr. 80 (2000-2001) under pkt. 3.5 om kurspåvirkning at departementet i forbindelse med vilkåret om at opplysningen måtte være ”egnet til å påvirke kursen” la til grunn at man ved tolkingen må ”se hen til hvorvidt den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningen vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag”. Finansdepartementet la deretter til grunn i Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) s. 28 at denne ”fornuftige investor” vurderingen synes å være i samsvar med den utfyllende definisjon av merkbarhetsvilkåret i første kommissjonsdirektiv artikkel 1, og at således den norske lovtekst allerede da på dette punkt var i samsvar med rammedirektivets materielle krav om merkbare kurspåvirkning. Finansdepartementet kom

⁹⁵ Norsk Lovkommentar vphl. § 3-2 note (49)

⁹⁶ Bergo (2008) s. 265

likevel til, av forskjellige grunner, at det var å foretrekke en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på det utfyllende direktivets ordbruk, og resultatet ble den dagjeldende vphl. § 2-2 (3) som i dag er videreført av identiske någjeldende vphl. § 3-2 (3). “Fornuftig investor” er et begrep som gir uttrykk for en objektiv rettslig standard. Den er objektiv fordi innholdet må bestemmes ut fra en samlet oppfatning av hva innholdet er og også dynamisk fordi det er den til alle tider gjeldende oppfatning som må legges til grunn. Det neste spørsmål blir hvilken oppfatning som skal legges til grunn; den alminnelige oppfatning blant “folk flest” eller profesjonelle markedsaktørens oppfatning. Det er den siste som legges til grunn, og dette må også være det naturlige parameteret.⁹⁷

Ved den nærmere fastleggelsen av vurderingens innhold peker Første kommisjonsdirektiv fortale avsnitt (1) 3. punktum på hva en “reasonable investor”, dvs. fornuftig investor, vil basere sin beslutning på. Av denne kan utledes at for å fastslå dette må det legges opp til en bred vurdering med hensyn til den aktuelle informasjonens forventede påvirkning i lys av utsteders totale aktivitet, troverdigheten til den informasjonen kommer fra, og enhver annen markedsvariabel som sannsynligvis vil innvirke på kursen til det finansielle instrumentet under de foreliggende omstendigheter. For å presisere dette ytterligere er det altså slik at alle typer opplysninger etter omstendighetene kan omfattes så lenge de sannsynligvis kan antas å innvirke på kursen.

Vurderingen blir således bred etter den ”fornuftige investor vurderingen”. Man kunne sluttet av dette at vphl. § 3-2 (3) derfor gir liten faktisk veiledning om hva som menes med “egnet til å påvirke kursen merkbart”. Siden en ubestemt type opplysninger etter omstendighetene kan omfattes av “egnet til å påvirke kursen merkbart” kan det fremstå slik at det er unødvendig å ytterligere presisere denne vurderingen som en “fornuftig investor” vurdering som i realiteten legger opp til en vurdering som uansett ville fulgt av vphl. § 3-2 (1).⁹⁸ Etter min mening er imidlertid vurderingen det legges opp til et hensiktsmessig

⁹⁷ Johan Svedberg, Begrepet insideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 143

⁹⁸ Dette syn fremgår av Johan Svedberg, Begrepet insideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 21s. 144

utgangspunkt for å avgjøre om en opplysning oppfyller lovens krav til ”merkbar” kurspåvirkning. Jeg slutter meg til det syn om at den beste tolking, som mulig harmoniserer Markedsmisbruksdirektivet, Kommisjonsdirektivet og den norske teksten, er ”å holde fast ved referansen til den fornuftige investors beslutningsgrunnlag, men kreve sannsynlighetsovervekt for at den alminnelige investor *ville handlet annerledes om han hadde kjent til opplysningen, eventuelt justert sin tilbudspris eller sitt prisforlangede i en betydelig grad.*”⁹⁹

Som antydnet tidligere kan det kan ha mye for seg å legge vesentlig betydning i the ”safe bet” test fra CESR ved vurderingen av om det foreligger innsideinformasjon, fordi denne vurderingen blant annet kan benyttes som et verktøy for å bøte på det svake kravet til opplysningens signifikans som følger av merkbarhetskravet, ved at den i alminnelighet stiller strengere krav til opplysningens betydning. ”Safe bet” testen er i en viss grad mer håndfast og svarer testen bekreftende på at det foreligger et ”safe bet” vil dette gi svar på andre spørsmål knyttet til helhetsvurderingen av om det foreligger innsideinformasjon. Selv om denne vurderingen opprinnelig knytter seg til vilkåret om at opplysningen må være ”tilstrekkelig spesifikk” i forbindelse med hovedkriteriet om presisjon vil denne vurderingen også ta for seg vurderinger som knytter seg til vilkåret om at opplysningen må være ”egnet til å påvirke kursen (...) merkbart”, og da også indirekte den ”fornuftige investor” vurderingen som følger av vphl. § 3-2 (3). Og poenget er at nettopp denne vurderingen om at det er mulig å trekke en slutning om en opplysningens effekt på kursen når ”the reasonable investor” kan gjøre et tilnærmet ”safe bet”, eventuelt at den vil utnyttes av markedet umiddelbart, ja da vil også kurspåvirkningen ofte være av en viss signifikans. Hvis dette legges til grunn vil derfor den ”fornuftige investor” vurderingen etter vphl. § 3-2 (3) være mindre relevant i det ”safe bet” testen vil ”svare” på mange av de spørsmålene som der reises. Det kan tenkes at man da sitter igjen med at det er et minste krav etter (3) at opplysningen inngår i ”den fornuftige investors” beslutningsgrunnlag, mens (2) kvalifiserer

⁹⁹ Bergo (2008) s. 270

ved at om noe skal være innsideinformasjon må opplysningen ex ante offentliggjøring innvirke på handelen på en slik måte at den fremstår som et "safe bet".

6 Kriteriet om at opplysningen ikke må være "offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet"

6.1 Innledning

I denne delen av fremstillingen vil det siste hovedkriteriet som fremgår av vphl. § 3-2 (1) redegjøres for, nemlig kriteriet om at opplysningen ikke må være "offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet" for å utgjøre innsideinformasjon. Det vil som antydnet innledningsvis redegjøres og drøftes mer inngående om dette kriteriet enn de foregående.

Kriteriet er ment å implementere kravet i markedsmisbruksdirektivet Art. 1 Nr. 1 der det heter at "Inside information" shall mean information of a precise nature which *has not been made public.*" (min. Kurs.)

6.2 Kriteriets ordlyd i vphl. § 3-2 (1)

Sammenligner man rent språklig teksten i direktivet med teksten i definisjonen i vphl. § 3-2 (1) er det min mening at den norske lovtekst og direktivet harmoniserer godt på dette punkt. Riktig nok kan det sies at uttrykket "offentlig tilgjengelig" og "made public" korresponderer mest. Det som er "allment kjent i markedet" er imidlertid som regel "offentlig tilgjengelig".

Begrepene "allment kjent" og "offentlig tilgjengelig" vil i stor grad omfatte samme type informasjon. Likevel vil kriteriet om offentlig tilgjengelighet være det som ofte blir det sentrale utgangspunktet for vurderingen. Dette fordi begrepet i alminnelighet dekker både

opplysninger som er allment kjent og videre dekker et utall antall opplysninger som ikke kan anses allment kjent, men som strengt tatt er tilgjengelig informasjon for enhver. Som et klassisk eksempel på dette har vi den lille utenlandske avisen som skriver om hvordan et norsk oljeselskap har gjort et oljefunn i Irak før selskapet selv har gitt melding om det. Språket i avisen er for eksempel kurdisk, og for den vanlige mann vil opplysningene fremstå som utilgjengelige.¹⁰⁰ Likevel vil slike opplysninger i prinsippet være offentlig tilgjengelige etter både direktivet og definisjonen i vphl. § 3-2. Opplysningene er strengt tatt tilgjengelige for enhver.

Man skal likevel ikke avskrive for mye betydningen av begrepet ”allment kjent i markedet” i loven. Man kan tenke seg flere tilfeller der dette blir det sentrale vurderingstema. En kan tenke seg en gruppe medisinske forskere i et legemiddelfirma som lenge har jobbet med utvikling av en medisin og til slutt får i kraft av deres stilling kjennskap til at denne medisinen godkjennes for kommersielt salg av norske myndigheter. Man kan tenke seg at disse svært kurssensitive opplysningene ennå ikke er gjort kjent i markedet, men stadig flere forskere og andre får kjennskap til dem. Spørsmålet i forhold til om det foreligger innsideinformasjon må i denne sammenheng bero på det tidspunkt opplysningene anses å gå over grensen for ”allment kjent i markedet”. Vurderingen må da bero på hvor mange aktører i markedet som antas å ha fått kjennskap til den.

Uttrykket ”allment kjent” kan det ikke tas helt bokstavelig fordi det vanskelig kan tenkes å være fullstendig informasjonslighet på noe gitt tidspunkt i markedet.¹⁰¹ Prisene på de finansielle instrumentene drives heller ikke utelukkende av relevant informasjon om instrumentet, men også av såkalte ”støyhandlere” drevet hovedsakelig av markedspsykologi.¹⁰² Med andre ord finnes det aktører som handler i ulik grad av ignoranse i forhold til kurssensitiv informasjon og mer eller mindre tar sin

¹⁰⁰ Et lignende eksempel kan finnes i Bergo (2008) s. 267

¹⁰¹ Dette syn fremgår av Johan Svedberg, Begrepet innsideinformasjon, Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02 s. 160

¹⁰² NOU: 1996: 2 s. 26 og 27

investeringsbeslutning på bakgrunn av reelt sett ikke-økonomisk relevante opplysninger eller på bakgrunn av beskjedne informasjonsinnhentning. Dette er ikke til hinder for at en opplysning etter omstendighetene må anses allment kjent etter loven. Til tross for denne realitet vil vurderingen om en opplysning isolert sett er ”allment kjent” som nevnt bero på en konkret vurdering der man må måle graden av kjennskap til opplysningen blant markedsaktørene, noe som nok kan by på vanskeligheter med tanke på avgrensningen.

6.3 Kriteriets nærmere innhold

Som oftest er det det børsnoterte selskapet som gjør innsideinformasjon offentlig tilgjengelig og allment kjent ved å overholde den løpende informasjonsplikten etter vphl. § 5-2. Etter vphl. § 5-1 heter det at denne bestemmelsen gjelder for ” utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked”. Vphl. § 5-2 (1) pålegger utsteder å ” uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd”, mens offentliggjøringens nærmere fremgangsmåte følger av vphl. § 5-12. Etter en slik operasjon gjort i henhold til loven vil det i alminnelighet være helt på det rene at det ikke lenger foreligger innsideinformasjon.

Som allerede antydnet, og som det videre vil fremgå, vil det likevel ikke være straffbar innsidehandel å handle på informasjon før tidspunktet for selskapets informasjonsplikt, når informasjonen etter loven må anses å være gjort offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet på annen måte. Disposisjonen vil ikke kunne bli ansett gjennomført på grunnlag av innsideinformasjon og vil således gå klar av vphl. § 3-3. Det spiller i prinsippet liten rolle hvordan man har kommet over opplysningene; det kritiske skjæringspunktet blir ofte om de må anses offentlig tilgjengelige på en eller annen måte.¹⁰³

¹⁰³ Bergo (2008) s. 267

I alminnelighet er det bare opplysninger som ikke er alminnelig kjente i markedet som er kurssensitive. Selskapene skal derfor offentliggjøre informasjon slik at kurssensitiviteten opphører ved en kursendring som følger av markedets reaksjon.¹⁰⁴ På det tidspunktet vil således normalt ikke opplysningen ha misbrukspotensiale. Det antas at det er disse hensyn som også gjør det nødvendig å ha et kriterium om at opplysningen ikke må være ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet” for å utgjøre innsideinformasjon.

Man kan tenke seg at og graden av kjennskap i markedet og graden av kurssensitivitet langt på vei er komplementære i forhold til hverandre. Dess mindre kjent, dess mer kurssensitiv og omvendt. Spørsmålet i forhold til definisjonen av innsideinformasjon blir hva som skal til for at informasjonen ikke lenger kan anses fortrolig (ikke alminnelig kjent), men tilstrekkelig offentlig tilgjengelig eller allment kjent etter loven. Spørsmålet om *hvordan* en opplysning *blir* fortrolig, er således lite interessant i denne sammenheng.¹⁰⁵

Det kan heller i prinsippet ikke kreves at opplysningen er gjort offentlig tilgjengelig eller allment kjent ved en aktiv handling. Man kan for eksempel tenke seg viktige kjensgjerninger som for eksempel utbrudd av en krig i et fremmed land og andre store nyhetshendelser som for eksempel et alvorlig terrorangrep. Slike opplysninger trenger neppe en særskilt offentliggjøring for å bli ansett alminnelig kjent, selv om det i slike tilfeller også kan forekomme viktige tidsglipper.¹⁰⁶

Når offentliggjørelse vil skje kun for en sluttet krets av personer må utgangspunktet være at opplysningenes preg av å ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent består.¹⁰⁷ Opplysninger som kommer frem på generalforsamling kan ikke anses som offentlig tilgjengelig eller allment kjent før selskapet har gitt egen melding etter møtet eller opplysningen er blitt allment kjent på annen måte. Det er derfor i alminnelighet ikke

¹⁰⁴ Reed (1996) s. 131

¹⁰⁵ Reed (1996) s. 132

¹⁰⁶ Reed (1996) s. 133

¹⁰⁷ Reed (1996) s. 134

adgang til å handle på opplysningene under møtet. Noe annet er at aksjonæren umiddelbart etter publisering handler på informasjonen, dvs. benytter seg av ”overraskelsesmomentet” sekundene etter at informasjonen er gjort offentlig tilgjengelig.¹⁰⁸ Aksjonæren har ikke adgang til å handle ex ante offentliggjøringen, men vil benytte seg av fordelene som eksklusiv kunnskap om det finansielle instrumentet gir ham til å forberede seg og handle øyeblikkelig informasjonen slippes. Å gjøre dette er fullt legitimt etter vphl. § 3-3, men kan etter omstendighetene rammes av vphl. § 3-9 om urimelige forretningsmetoder. I Ot. Prp. Nr. 29 (1996-1997) s. 26 slås det fast at man i alle fall ”ikke utelukker” at urimelig utnyttelse av overraskelsesmomentet” omfattes. At man ”ikke utelukker” dette tilsier at listen bør legges høyt, og således at det bør være betydelig rom også for innsidere med besittelse av innsidereinformatjon å benytte seg av overraskelsesmomentet.¹⁰⁹ Dette kan også begrunnes ved å si at den som handler i ignoranse sekundene etter offentliggjøringen (i motsetning til aksjonæren, aktøren som benytter seg av overraskelsesmomentet), må gjøre dette på egen risiko.

Om ”alle” vil kunne finne informasjon gjennom internett, selv om det kun er de ”ressurssterke” og kyndige i markedet som tar seg bryet med å innhente informasjonen, vil den likevel som regel måtte anses ”offentlig tilgjengelig”.¹¹⁰ Det vil likevel måtte settes en øvre grense. Grensen må gå der det er rimelig grunn til å tro at ikke engang høyst profesjonelle og ressurssterke aktører har mulighet til å gjøre seg kjent med informasjonen. Uttrykkene ”ikke offentlig tilgjengelig” og ”ikke allment kjent i markedet” må ses i sammenheng, og mye taler for i stor grad å ”reducere” vurderingen ned til tilgjengelighetsvurderingen som vil bli presentert i det følgende.

6.4 Den subjektive tilgjengelighetsvurderingen

¹⁰⁸ Bergo (2008) s. 268

¹⁰⁹ Bergo (2008) s. 268

¹¹⁰ Bergo (2008) s. 267

6.4.1 Presentasjon

Jesper Lau Hansen, professor ved Det juridiske fakultet i København, fremhever i hans artikkel "MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU market directive" inntatt i *European Business Law Review*, heretter "MAD in a hurry", at det er to faktorer av viktighet i forhold til definisjonen av innsideinformasjon i markedsmisbruksdirektivet. Informasjonen må være *materiell og ikke offentlig (material and non-public)*. Spørsmålet om materialitet er beskrevet som et krav til at informasjonen "*would be likely to have a significant effect on the prices*" til de relevante finansielle instrumenter, dvs. at informasjonen er kurssensitiv. Når man videre skal evaluere offentlighetskravet i direktivet om at informasjonen ikke må være gjort offentlig er det viktig å distingvere mellom forbudet mot innsidehandel og de separate bestemmelsene om den løpende informasjonsplikten for børsnoterte selskaper i markedsmisbruksdirektivets Article 6. Selv om en opplysning må anses å være offentlig i forhold til definisjonen i Art. 1 nr. 1 er den ikke nødvendigvis gjort offentlig i tråd med Art. 6 som dermed etter omstendighetene kan representere et brudd på denne plikten.¹¹¹ Den konkrete vurdering som må foretas for å avgjøre om informasjonen er *non-public* i forhold til direktivet går i stor grad ut på å avgjøre om informasjonen er *tilgjengelig*. I britisk rett understrekte The Financial Supervisory Authority i sin forberedelse av FISMA 2000 behovet for å legge til grunn en veldig vid forståelse av når informasjon måtte anses offentlig tilgjengelig. Denne vide forståelsen ville dekke alle typer informasjon som var lovlig tilgjengelig hvor som helst i verden, selv når informasjonen kostet penger, som for eksempel bestilling av informasjonsinnhenting. Bare en slik forståelse ville bidra tilfredsstillende til den dynamiske informasjonsoppsøkingen av profesjonelle markedsaktører og således til effektiviteten i markedet.¹¹²

¹¹¹ Jesper Lau Hansen, MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive, *European Business Law Review*, 2004 s. 194

¹¹² Jesper Lau Hansen, MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive, *European Business Law Review*, 2004 s. 195

Man kan si at tilgjengelighetsstandarden det legges opp til er rettferdiggjort fordi det ikke er behov for å beskytte markedsaktørene når informasjonen er lovlig tilgjengelig; aktører som handler ”i blinde” må gjøre det for egen risiko. Standarden er således ikke en bestemmelse for å skape fullstendig informasjonssymmetri, fordi informasjonssymmetri uansett ikke er et realistisk mål. Som nevnt ovenfor er det også et ledende syn at standarden ikke vil ramme de ressurssterke som bestiller eller innhenter selv eksklusiv informasjon som kan være vanskelig tilgjengelig for andre. Hva som betyr noe er at den *er* tilgjengelig.¹¹³ Det vil alltid være forskjeller mellom de forskjellige markedsaktører i så måte. For eksempel vil den amerikanske banken Citigroup’s investeringsavdeling i alminnelighet ha langt mer evne til å innhente og tolke informasjon enn den alminnelige private investor. Også mellom private investorer vil evnen til å finne og tolke informasjonen kunne variere sterkt. Det kapitalistiske system bygger også i stor grad på at man skal få igjen for den kompetanse man oppbygger seg. Bruker man mye tid på å trene seg opp til å finne og tolke informasjon bør man kunne høste fruktene av dette.

6.4.2 Den nærmere vurderingen

Det faktum at forskjeller mellom markedsaktørene med hensyn til evnen til å tolke informasjonen og forskjeller i materielle ressurser til å innhente den, ikke har betydning for avgjørelsen av om en opplysning må anses tilgjengelig, gjør at vurderingen etter Jesper Lau Hansens mening blir en subjektiv test der den profesjonelle aktør er parameteret. Testen innebærer fastsettelse av en øvre grense for når opplysningene må anses *available*, dvs. tilgjengelige. Det siteres fra hans artikkel ”MAD in a hurry”:

”The subjective test of availability becomes one of asking whether it was reasonable for the informed party to assume that the other party to the transaction could have acquainted herself of the information, which in a market transaction is a test that has

¹¹³ Jesper Lau Hansen, MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive, European Business Law Review, 2004 s. 195

to be conducted in respect of an anonymous counterparty. The need to promote market efficiency dictates that this anonymous counterparty must be assumed to be a highly professional and resourceful player”.¹¹⁴

Det dreier seg altså om en subjektiv tilgjengelighetstest som går ut på å spørre om det er rimelig at den informerte investor kan forvente at den anonyme kontrahenten har hatt mulighet til å gjøre seg kjent med informasjonen han eller hun selv har handlet på. Det skal forutsettes i vurderingen at den anonyme kontrahent er en høyst profesjonell og ressurssterk markedsaktør, av grunner nevnt ovenfor.

Videre gis det to ”caser” for å illustrere hvordan vurderingen kan bli i praksis. Det siteres:

“*Case 1.* The CEO of a British bio-tech company plants price-sensitive and until now non-public research results made by her company’s R&D department in a Brazilian medical journal and immediately upon publication of the journal trades on the information in the UK.

The CEO cannot argue in her defence that the information was public, ie legally available, because it was not reasonable to assume that even highly professional and resourceful players would know of the information. Consequently, the CEO should have understood that at the time of her transaction her anonymous counter party could not reasonably have known the information.

Case 2. As in case 1, but immediately upon publication a financial analyst reads the Brazilian journal and trades on it in the UK. This would not constitute insider dealing, because the analyst could reasonably assume that information legally available to her would also be available to other equally diligent players. To prevent the analyst from trading on the information simply because she had reason to believe that many other

¹¹⁴ Jesper Lau Hansen, MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive, European Business Law Review, 2004 s. 195

participants were probably unaware of the information would stifle the incentive to gather and process information so vital to market efficiency”.¹¹⁵

Som man ser i de to illustrasjonene er det særlig en viktig forskjell som gjør de to situasjonene ulike. I case nr. 1 offentliggjør en administrerende direktør kurssensitive forskningsresultater i et brasiliansk medisinsk tidsskrift og handler på informasjonen umiddelbart etter publikasjon. Teknisk sett må den anses å være tilgjengelig for alle, i det enhver faktisk kan få tilgang til informasjonen på dette tidspunktet. Etter den subjektive testen som Lau Hansen skisserer kan imidlertid ikke vedkommende påberope seg dette, i det hun ikke med rimelighet kan forvente at til og med høyt profesjonelle aktører ville vite om informasjonen og da heller ikke kontrahenten. Her trekkes altså den øvre tilgjengelighetsgrense. Man ser også tilgjengelighetsvurderingens subjektive side ved at vurderingen av om en profesjonell aktør kunne hatt mulighet til å gjøre seg kjent med informasjonen foretas med utgangspunkt i den enkelte *investors øyne*, ikke hva som *objektivt sett* var tilfelle. Det vil si at en investor som med rimelighet hadde grunn til å anta at en annen profesjonell aktør hadde mulighet til å gjøre seg kjent med informasjonen ikke kan straffes for innsidehandel etter Lau Hansens modell, selv om det objektivt sett ikke er tilfelle. I den andre illustrasjonen har en finansanalytiker kommet over informasjonen i det brasilianske tidsskriftet og handler på den umiddelbart. I dette tilfellet har analytikeren i alminnelighet grunn til å tro at informasjonen ville være tilgjengelig for andre profesjonelle aktører som henne;. hun har ingen grunn til å tro noe annet.

6.4.3 En vurdering av holdbarheten til den subjektive tilgjengelighetsvurderingen i forhold til markedsmisbruksdirektivet og vphl. § 3-2

Man kan spørre seg om Lau Hansens tolking av ”*has not been been made public*” i direktivet og den subjektive vurdering han trekker opp har gode grunner for seg og om det i

¹¹⁵ Jesper Lau Hansen, MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive, European Business Law Review, 2004 s. 196

hele tatt er en holdbar tolking av direktivet. Etter min mening taler for det første hensynet til markedets effektivitet for at terskelen legges lavt for når noe skal anses å være tilgjengelig. Å bidra til et effektivt marked er også et av verdiapirhandellovens lovbestemte formål, jfr. vphl. § 1-1. Lau Hansens tilgjengelighetsstandard vil trolig bidra for å oppnå nettopp dette ved å stimulere til aktiv og omfattende informasjonsinnhenting fra profesjonelle aktører, noe som igjen vil bidra til riktig prising av de finansielle instrumentene.

Markedsmisbruksdirektivet selv er nokså taust på dette punkt, særlig om hvor vidt man skal tolke ”*has not been made public*”. Etter min mening taler selve ordlyden for en høy tilgjengelighetsstandard. Det kreves at informasjonen ikke er gjort offentlig eller allment kjent i markedet, men gjør ellers ingen begrensninger på hvordan dette kan skje. Det synes også å finnes noe støtte i Lau Hansens tolking i markedsmisbruksdirektivets Fortale punkt 31 som i en viss grad gir uttrykk for et lavt terskelsyn. Det heter der at:

”Research and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information and, therefore, any transaction carried out on the basis of search research or estimates should not be deemed in itself to constitute insider dealing within the meaning of this directive”

6.5 Kriteriet i norsk rettspraksis

Det foreligger kun tre høyesterettsavgjørelser om brudd på markedsmisbruksreglene: Rt. 2006 s. 1049, Rt. 2007 s. 275 og HR-2009-00081-A kalt henholdsvis Sense-dommen, Otrum-kjennelsen og Fondsforvalterdommen.¹¹⁶ Alle sakene til Høyesterett var anker over straffutmålingen. Kriteriet har derfor ikke vært nødvendig å omtale for Høyesterett. Jeg vil i dette avsnittet ta for meg utvalgte saker fra lavere instanser hvor kriteriet om at

¹¹⁶ Thomas Skjelbred, Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirhandelkriminalitet 2006-2009, Tidsskrift for strafferett 2009 Nr 01 s. 138

opplysningen ikke må være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet er omtalt eller i det minste berørt. Dette for å gi et visst bilde av hvordan man ser på kriteriet i rettspraksis. Jeg vil også komme med egne bemerkninger.

I Otrum-saken hadde en 55 år gammel optiker fått opplysninger via en kilde om at ---ASA hadde inngått en vesentlig kontrakt med en hotellkjede. Han handlet så på informasjonen i eget navn og gjennom et foretak han hadde betydelige eierinteresser i. Ved tiltaltebeslutning av 17. oktober 2005 ble han satt under tiltale for straffbar innsiddehandel. Tingretten kom til at tiltalte ikke hadde annen informasjon om nevnte kontraktsinngåelse enn det som fulgte av rykter og spekulasjoner, og at det derfor ikke dreide seg om innsiddeinformasjon som rammes av straffebestemmelsen. I lagmannsretten ble han derimot dømt i samsvar med tiltaltebeslutningen til ubetinget fengsel i 21 dager. Saken ble anket til Høyesterett over saksbehandlingen, lovanvendelsen og straffutmålingen, men kun straffutmålingen ble tillatt fremmet. Høyesterett stadfestet så lagmannsrettens straffutmåling. Det var i saken ikke omtvistet at opplysningen om inngåelsen av kontrakten var en opplysning som var egnet til å påvirke aksjekursen. Det ble imidlertid reist spørsmål om opplysningene var gjort allment kjent gjennom chattekanalen på HegnarOnline. I dommen fra Lagmannsretten¹¹⁷ blir det funnet bevist at det var snakk om opplysninger som ikke var allment kjent i markedet. Det hadde lenge gått rykter om når den varslede avtalen vill bli inngått, men det var ikke allment kjent at avtalen faktisk var inngått. Tiltaltes forsvarer gjorde gjeldende at avtalen var blitt omtalt på Hegnar Onlines chattesider og at den således måtte anses allment kjent. Retten kom blant annet til at det var ikke bevegelse i markedet som skulle tilsi at slike opplysninger hadde ligget inne på nettet. Retten anså tvilen om det lå omtale av kontrakten på chattesiden forut for offentliggjøring for å være kun en ren teoretisk tvil. Tiltalte hadde også beskrevet opplysningen som et innsidetips, og at han hadde fått det av en bestemt kilde.

¹¹⁷ LA-2006 42810 s. 5

Som det fremgår av domsgrunnene legger ikke lagmannsretten det faktum til grunn at kontraktsinngåelsen var omtalt på Hegnar Online. Dette på grunn av bevissspørsmål. Det fremgår imidlertid etter min mening av dommens premisser at domstolen indirekte anerkjenner at slik omtale på nettet har betydning for avgjørelsen om en opplysning må anses allment kjent eller ikke. For meg fremstår det lite tvilsomt at en omtale på en anerkjent chatteside kan føre til at opplysningen må anses å være allment kjent. Her, som i tidligere eksempler, bør den subjektive tilgjengelighetstesten brukes. Det avgjørende blir om det er rimelig å forvente at en høyst profesjonell og ressurssterk aktør har muligheten til å gjøre seg kjent med informasjonen. Det blir derfor avgjørende hvordan informasjonen fremstår på nettsiden. Er for eksempel informasjonen der permanent eller forsvinner den etter en kort stund? I hvor stor grad er den tilgjengelig for "alle"? På den ene yttersiden har man kanskje en lukket chattegruppe som utveksler informasjon dem i mellom. På den andre har man forum der det løpende legges inn innlegg som er tilgjengelig for enhver å lese. Begge slike alternativ vil ofte være på en chatteside. Også i hvilken grad selve chattesiden må anses allment kjent eller ikke vil kunne være et moment. Har den kun preg av å være en "hjemmeside" for en privatperson, eller er den en kommersiell og anerkjent side som HegnarOnline eller Stocktalk? Om forumet er tilgjengelig for enhver og i tilfredsstillende grad allment kjent, må informasjonen som fremkommer på den som regel anses som offentlig tilgjengelig i forhold til definisjonen i vphl. § 3-2. Dette må etter min mening også gjelde om man må være medlem på nettsiden for å få tilgang til forumet. At man må betale for medlemskap, kanskje til og med en høy sum penger, vil etter mitt syn heller ikke endre dette. Dette vil i prinsippet være noe av det samme som å betale andre for å innhente og tolke informasjon. Det man da betaler medlemskap for er *tilgang* til informasjonen. Som vi har sett beror ikke en opplysnings *tilgjengelighet* på at f. eks alle har ressurser til å få *tilgang* til den. Det vil her være rimelig å forvente at en høyst profesjonell og ressurssterk aktør har muligheten til å gjøre seg kjent med informasjonen. Der tilgjengeligheten blir vesentlig begrenset, for eksempel ved et eksklusivt forum kun der kun et fåtall personer har tilgang vil situasjonen imidlertid være annerledes. Om innsidere legger inn innlegg bestående av sensitiv informasjon der kan de neppe påberope seg at dette var allment kjent.

I den såkalte Nagell-Erichsen dommen¹¹⁸ mottok en av Finansbankens større aksjonærer, i forbindelse med Storebrands planer om oppkjøp av banken, opplysninger om at en stor industriell aktør vurderte en transaksjon med Finansbanken og at dette ville være avklart innen relativt kort tid. Disse opplysningene kom fra den industrielle aktørens finansielle rådgiver. Aksjonæren gjennomførte deretter et kjøp på 200.000 aksjer i Finansbanken gjennom den sveitsiske banken Coutts Bank. Lagmannsretten fant at aksjonæren ved kjøpet innehadde presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene. I tillegg var det snakk om forhold som var egnet til å påvirke kursen vesentlig og aksjonæren ble idømt fengselsstraff i ett år for ulovlig innsidehandel hvorav elleve måneder ble gjort betinget.

I dagjeldende verdipapirhandellov¹¹⁹ var tilgjengelighetskravet altså ikke uttrykt som et krav om at opplysningen ikke er “offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”, men et krav om at opplysningen var “fortrolig”. I dommen henvises det til Ot. Prp. Nr. 29 (1996-1997) der det heter at med kravet til at opplysningene skal være fortrolige ligger at de ikke må være ”alminnelig kjent eller tilgjengelig”.

Lagmannsretten fant at de opplysningene som aksjonæren fikk av rådgiveren til den store industrielle aktøren ikke anses som “fortrolige” etter dagjeldende verdipapirhandellov § 2-1 første ledd. Lagmannsretten viste til at det i telefonsamtalen fremkom opplysninger som ikke var alminnelig kjent i markedet. Til tross for at det lenge hadde gått spekulasjoner om oppkjøp av Finansbanken, var det ikke alminnelig kjent at det fra en “industriell aktør” ble arbeidet seriøst med en transaksjon med Finansbanken og at gjennomføringen av en slik transaksjon var nært forestående. Videre heter det at opplysningene også ble gitt i fortrolig form, i en telefonsamtale der samtalen av rådgiveren ble innledet med spørsmål om aksjonæren ville bli innsider.¹²⁰

¹¹⁸ Rg. 2004 s. 676

¹¹⁹ Opphevede verdipapirhandellov av 19. juni 1997 nr. 79

¹²⁰ Avgjørelsens s. 8

Dommens premisser fremstår kortfattet på dette punkt og det ser ut til at spørsmålet om opplysningen ikke var alminnelig kjent eller tilgjengelig ikke har vært et særlig tvilsomt spørsmål for retten. Dommen gir etter mitt syn heller ikke mye veiledning i forbindelse med den nærmere generelle grensedragningen som må foretas i tilknytning til ”offentlig tilgjengelig/allment kjent i markedet” kriteriet. Dommen minner imidlertid om den grensedragning som kan bli aktuell i forbindelse med å finne ut av hva som har versert som spekulasjoner i markedet, og hva som må anses å ikke være allment kjent.

Den siste saken jeg vil ta for meg er en av de nyeste, den såkalte DNO-dommen fra 2009.¹²¹ Saken har sin bakgrunn i at en journalist den 10. Januar 2006 solgte 600 aksjer i Det Norske Oljeselskap til tross for at han tidligere samme dag hadde blitt gjort kjent med at Nettavisen senere samme dag ville publisere en negativ artikkel om det børsnoterte selskapet. Journalisten ble ved Oslo Tingretts dom av 25. August 2009 frifunnet for innsidehandel vedrørende aksjesalget i DNO.

Nettavisen publiserte den 10. Januar 2006 en artikkel hvor det blant annet ble hevdet at DNO's kontrakt om utvinning av oljefunn i Irak var ugyldig, og at selskapet ville bli svartelistet av sentrale myndigheter i Bagdad. Som kilder til informasjonen viste artikkelen til en kilde på ”høyeste politiske nivå i det irakiske oljedepartementet”, en professor i statsvitenskap og en professor i petroleumsøkonomi på BI.¹²² Den høytstående kilden i Irak hadde blant annet uttalt stor tvil om sentralregjeringen i Bagdad ville tolerere at DNO-avtalen ble gjennomført.¹²³ Etter at artikkelen ble publisert, falt kursen fra høyeste omsatte kurs 10. januar 2006 på kr. 58,50 ned til laveste omsatte kurs 11. januar 2006 på kr. 46, altså et fall på ca 21 %.¹²⁴

¹²¹ Oslo Tingretts dom av 25. August 2009, saksnr. 08-184013MED-OTIR/06

¹²² Dommens s. 2

¹²³ Dommens s. 7

¹²⁴ Dommens s. 2

Angående kriteriet om at opplysningen ikke må være ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet” ble det uttalt i dommen at det helt siden DNO’s børsmelding om funn av olje i Irak 22. desember 2005 hadde vært stilt spørsmål omkring DNO-rettighetenes juridiske validitet. Kontrakten om utvinning av oljefunn i Irak var inngått med de lokale kurdiske myndighetene, og spørsmålet var hvordan sentralmyndighetene i Bagdad ville stille seg til avtalen. Tvilen om den juridiske validitet var flere ganger i tiden før 22. desember kommet til uttrykk gjennom media både internasjonalt og i Norge. Los Angeles Times hadde blant annet 1. desember 2005 et større oppslag hvor usikkerheten omkring kontrakten kom klart til uttrykk. Også etter børsmeldingen kom tvilen til uttrykk, og Finansavisen hadde 23. desember et oppslag om den politiske usikkerheten under overskriften ”Minefelt i Irak”, hvor blant annet professor Øystein Noreng stilte seg svært kritisk til DNO’s aktiviteter i Irak.¹²⁵

Retten fant at tvil om validiteten av DNO’s oljerettigheter i Irak langt på vei allerede var kjent i markedet, noe som etter rettens mening ble illustrert av de to ovenfor nevnte artikler i Los Angeles Times og Finansavisen. Retten kunne ikke se at uttalelsen fra den irakiske tjenestemannen om striden mellom sentralmyndigheten i Bagdad og de kurdiske selvstyremyndighetene brakte frem noe egentlig nytt, og fremhevet at uttalelsene fremstod som kun meningsytringer og ikke noe vedtak som regulerte den mulige konflikten. Retten delte også professor Øystein Norengs syn på at artikkelen ikke inneholdt noe grunnleggende nytt. Retten la til grunn at rivaliseringen mellom de kurdiske selvstyremyndigheter og sentralregjeringen i Bagdad lenge før 10. januar 2006 var et velkjent faktum i alle fall for den innsiktsfulle investor og antageligvis også for småinvestorer. Retten viste i tillegg til mediaoppslagene i Los Angeles Times og Finansavisen til diverse nettfora som Stocktalk og Hegnar Online.¹²⁶

¹²⁵ Dommens s. 6

¹²⁶ Dommens s. 14

Retten så altså på i hvilken grad opplysningene allerede var kjent i markedet gjennom hovedsakelig media, og i dette ligger også i hvilken grad de var *tilgjengelige* i markedet. Den profesjonelle markedsaktør var parameteret. Et av de store spørsmålene i saken på dette punkt var om artikkelen i nettavisen egentlig brakte noe ny informasjon til markedet, altså ny informasjon som ikke tidligere hadde vært tilgjengelig. Retten fant at dette ikke var tilfelle og viste til flere mediaoppslag.

Man kan spørre seg om retten hadde funnet opplysningene offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet hvis det kun eksisterte *et* oppslag i media, f.eks bare i den utenlandske avisen Los Angeles Times om de aktuelle opplysninger. Retten sier i DNO-saken ikke noe om dette, men trekker inn fire forskjellige medier samt vitneutsagn for å underbygge at informasjonen var allment kjent. Etter Jesper Lau Hansens subjektive tilgjengelighetsvurdering som fremstilt ovenfor ville det som regel vært tilstrekkelig kun med et oppslag i et medium, også hvis det var vesentlig mer perifert enn Los Angeles Times, såfremt oppslaget dekket de aktuelle opplysningene det var snakk om. Det fremstår for meg noe uklart om norske domstoler vil legge en slik lav terskel til grunn. Imidlertid er det etter mitt syn noe støtte for å legge en slik terskel til grunn i LA-2006 42810 (Otrum-saken) der det indirekte konstateres at en omtale på Hegnar Online etter omstendighetene kan føre til at informasjon må anses tilstrekkelig offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

7 Avsluttende og sammenfattende bemerkninger

Fremstillingen har tatt for seg de kumulative kriterier for når noe skal anses å være innsideinformasjon etter vphl. § 3-2, nemlig at opplysningene er *presise, egnet til å påvirke kursen på det finansielle instrumentet merkbart og ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet*. Kriteriene er behandlet hver for seg i tre punkter. Selv om det rent metodisk og pedagogisk kan ha mye for seg å dele opp behandlingen slik, er det ikke

nødvendigvis slik domstolene vil gå frem for å avgjøre om informasjonen i den konkrete sak må anses å være innsideinformasjon. For eksempel kan de finne det hensiktsmessig i større grad å totalbedømme situasjonen. Det ser også ut til at en slik tendens er å finne også i allerede eksisterende domstolspraksis.

Som nevnt i fremstillingen vil deler av vurderingene, særlig de vurderingene som knytter seg til presishet og merkbar kurspåvirkning, flyte over i hverandre og ha endel spørsmål av en viss likhet. Som eksempel kan nevnes ”den fornuftige investor vurderingen” i forbindelse med ”*egnet til å påvirke kursen merkbart*” vurderingen og den vurdering CESR (”the safe bet test”) legger opp til i forbindelse med om opplysningen er ”tilstrekkelig spesifikk” som igjen knytter seg til vurderingen om opplysningen er ”*presis*”. Begge disse vurderinger vil for eksempel trekke inn ”den fornuftige investor” som parameteret og begge inneholder krav til opplysningens betydning for kursen. Det hensiktsmessige må være å forsøke i den grad det er mulig å samkjøre vurderingene på en god måte for å forenkle de enkelte vurderingstemaer som man må ta stilling til når man skal avgjøre om noe er innsideinformasjon.

I forhold til kriteriet om at opplysningen ikke må være ”*offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet*” har vi sett at mye taler for å legge en relativt lav terskel til grunn for når å anse informasjonen tilgjengelig, ved å anvende den subjektive tilgjengelighetstesten. Vi har sett at dette blant annet langt på vei er nødvendig for å sikre effektiviteten i markedet ved omfattende informasjonshenting blant markedets aktører. Også norsk underrettspraksis viser tendenser til å legge en lav terskel til grunn.¹²⁷ Det blir videre spennende å følge med på forståelsen domstolene i fremtiden vil legge til grunn angående dette, spesielt en dom fra Høyesterett.

¹²⁷ Jfr. For eksempel LA-2006 42810; lagmannsrettens dom i Otrum-saken der det forutsettes at omtale på chattekanal kan være tilstrekkelig.

Litteraturregister

Bergo, Knut *Børs og verdipapirrett*. 3. utg. Oslo, 2008

Sæbø, Rune *Innsidehandel med verdipapir*. Bergen, 1995

Gaillard, Emmanuel *The laws of Europe, the United States and Japan, "Insider trading"*. Deventer, 1992

Reed, Bjørn Gabriell *Straffbar innsidehandel. Verdipapirhandelens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon*. Oslo, 1996

EØS-rett. Frederik Sejerstad...[et al.]. 2. utg. Oslo, 2004

Rettskildelære. Torstein Eckhoff...[et al.]. 5. utg. Oslo, 2001

Michalsen, André. *Kommentar til verdipapirhandelloven: Norsk Lovkommentar* (online)

Johan, Svedberg. *Begrepet innsideinformasjon*. Tidsskrift for Forretningsjuss 2007 Nr. 02, s. 117-162

Gravir, Gaute S. *Implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv*. Tidsskrift for forretningsjus 2005, s. 97-116.

Lau Hansen, Jesper. *MAD in a hurry: The swift and promising adoption of the EU Market Abuse Directive*. European Business Law Review, 2004, s. 183-222

Skjelbred, Thomas. *Fra Økokrim: Utviklingen i rettspraksis for verdipapirhandelkriminalitet 2006-2009*. Tidsskrift for strafferett 2009 Nr. 01, s. 131-145

Farstad, Tanya. *Straffbar innsidehandel*. Lov og rett 2003 Nr. 04-05 s. 280-289

Andre typer kildehenvisninger

Lover

Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 Nr. 75

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79

Lov om verdipapirhandel av 14. Juni 1985 Nr. 61

EU- Direktiver m.v

Rådsdirektiver

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

Directive coordinating regulation on insider dealing adopted by the Council of the European Communities on November, 1989.

Kommisjonsdirektiver

Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003

Kommisjonsdirektiv 2003/125/EF av 22. desember 2003

Kommisjonsdirektiv 2004/72/EF av 29. april 2004

Rådgivende uttalelser i anledning markedsmisbruksdirektivet (<http://www.cesr-eu.org/>)

CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive

Forarbeider

NOU: 1996: 2 *Verdipapirhandel*

Ot. Prp. Nr. 29 (1996-1997) *Om lov om verdipapirhandel*

Ot. Prp. Nr. 80 (2000-2001) *Om lov om endringer i lov 9. Juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel m.v)*

Ot. Prp. Nr. 12 (2004-2005) *Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet m.v)*

Rettspraksis

Høyesterett

Rt. 2006 s. 1049 (Sense-dommen)

Rt. 2007 s. 275 (Otrum- kjennelsen)

HR-2009-00081-A (Fondsforvalterdommen)

Lagmannsrett

LA-2006 42810 (Otrum-dommen)

Rg. 2004 s. 676 (Nagell Erichsen-dommen)

Tingrett og byrett

Bergen byretts dom av 15. desember 1995 (Peppes-Pizza)

Rg. 2004 s. 998 (Tomra)

Oslo Tingretts dom av 25. August 2009, saksnr. 08-184013MED-OTIR/06 (DNO-
dommen)

