

# **PRIMÆRINNSIDERES MELDEPLIKT**

Verdipapirhandelloven § 3-1

Kandidatnummer: 406

Veileder: Arne Tjaum

Leveringsfrist: 25.11.2005

Til sammen 10550 ord

30.11.2005

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>3</u></b>
1.1	Tema for avhandlingen	3
1.2	Presiseringer og avgrensninger	4
1.3	Terminologi	5
1.3.1	Innsidehandel	5
1.3.2	Innsideinformasjon	7
1.3.3	Innsider	9
1.4	Markedets behov for informasjon	9
1.4.1	Akerlofs sitronteori	9
1.4.2	Faktorer som inngår i en investeringsbeslutning	10
1.4.3	Informasjonens betydning for verdipapirkursen	11
1.4.4	Kursrelevant informasjon	12
1.4.5	Hensynene bak reguleringen av innsidehandel	13
1.5	Rettskilder	15
1.6	Den videre fremstilling	16
<b><u>2</u></b>	<b><u>BEGRUNNELSE OG HISTORIKK FOR MELDEPLIKTEN</u></b>	<b><u>17</u></b>
<b><u>3</u></b>	<b><u>§ 3-1 PRIMÆRINNSIDERES MELDEPLIKT</u></b>	<b><u>21</u></b>
3.1	Første ledd	21
3.1.1	De meldepliktige	21
3.1.2	Hvilke handler som utløser meldeplikt	25
3.1.3	Meldingen	27
3.2	Annet ledd	28
3.2.1	Lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1	28

3.2.2	Inngåelse, bytte, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter	29
<b>3.3</b>	<b>Tredje ledd</b>	<b>31</b>
<b>3.4</b>	<b>Fjerde ledd</b>	<b>32</b>
<b>3.5</b>	<b>Femte ledd</b>	<b>33</b>
<b>3.6</b>	<b>Sjette ledd</b>	<b>34</b>
<b><u>4</u></b>	<b><u>MELDEPLIKTEN I PRAKSIS</u></b>	<b><u>34</u></b>
<b><u>5</u></b>	<b><u>STEDLIG VIRKEOMRÅDE, STRAFFEHJEMMEL, SKYLDKRAV OG STRAFF</u></b>	<b><u>36</u></b>
<b>5.1</b>	<b>Stedlig virkeområde</b>	<b>36</b>
<b>5.2</b>	<b>Straffehjemmel</b>	<b>37</b>
<b>5.3</b>	<b>Skyldskrav</b>	<b>37</b>
5.3.1	Forsett	37
5.3.2	Uaktsomhet	38
5.3.3	Medvirkning	39
<b>5.4</b>	<b>Straff</b>	<b>39</b>
<b><u>6</u></b>	<b><u>KONKLUSJON</u></b>	<b><u>40</u></b>
<b><u>7</u></b>	<b><u>KILDEHENVISNINGER OG LITTERATUR</u></b>	<b><u>43</u></b>
<b>7.1</b>	<b>Lovregister</b>	<b>43</b>
<b>7.2</b>	<b>Forarbeider</b>	<b>43</b>
<b>7.3</b>	<b>Rundskriv</b>	<b>43</b>
<b>7.4</b>	<b>Rettspraksis</b>	<b>43</b>
<b>7.5</b>	<b>Litteratur</b>	<b>44</b>

## 1 Innledning

### 1.1 Tema for avhandlingen

Tema for avhandlingen er primærinnsideres meldeplikt etter lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl.) § 3-1. Formålet er å gi en fremstilling og analyse av de viktigste problemstillinger og rettsspørsmål som reiser seg i forbindelse med bestemmelsen. Vphl. § 3-1 ble endret ved lov 4. mars 2005 nr.11, og lyder nå:

”Personer som nevnt i § 2-6 første ledd skal straks gi norsk børs og autorisert markedsplass hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på autorisert markedsplass, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av børsen eller markedsplassen dagen etter at kjøp, salg, bytte eller tegning har funnet sted.

Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, bytte, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd.

Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 1-4 nr. 1, 2 og 4.

Selskapet skal uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt over personer som nevnt i første ledd til vedkommende børs og autoriserte markedsplass. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn, personnummer eller lignende identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

Meldepliktige etter første ledd skal uten ugrunnet opphold sende vedkommende børs og autoriserte markedsplass en ajourført oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første og annet ledd. Meldingen skal inneholde personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.”

Overtredelse av bestemmelsen er sanksjonert med bøter eller fengsel i inntill ett år, jf vphl. § 14-3 annet ledd, nr 1. Skyldskravet er forsett eller uaktsomhet.

Finansavisen har utarbeidet en portefølje basert på meldte handler, og pr 12. november har den hatt en avkastning på 89,4 prosent så langt i 2005, mot hovedindeksens 27,9 prosent.<sup>1</sup> Det gir en meravkastning på 61,5 prosent. Dette er imponerende tall, men reiser også mange interessante spørsmål, noe som gjør bestemmelsen til et velegnet tema for en masteroppgave.

## 1.2 Presiseringer og avgrensninger

Hovedformålet med oppgaven er å gjennomføre en objektiv analyse av selve meldepliktsbestemmelsen. Det sentrale blir da hvilke handler som utløser meldeplikt, og hvem som blir pålagt å melde sine handler. Primærinnsiderenes subjektive holdninger til bestemmelsen vil ikke bli drøftet, og det vil ikke bli foretatt økonomiske analyser.

Overtredelse av bestemmelsen er straffesanksjonert. Det vil bli redegjort for skyldskrav og straffehjemmel, men prosessuelle spørsmål vil ikke bli behandlet.

---

<sup>1</sup> [www.finansavisen.no](http://www.finansavisen.no) 12. november 2005

### 1.3 Terminologi

Reglene om meldeplikt for primærinnsidere ble bla innført som et preventivt tiltak mot misbruk av innsideinformasjon, samt at markedet har behov for informasjon omkring transaksjoner foretatt av personer som kjenner selskapet bedre enn markedet for øvrig. Informasjon om disse personers kjøp og salg av aksjer, kan gi signaler om selskapets utvikling – eller i det minste ledelsens syn på denne – og vil således være kurssensitiv.<sup>2</sup>

Det er da naturlig å begynne med å definere noen sentrale begreper, samt gi en kort framstilling av hvordan markedet trenger og reagerer på informasjon.

#### 1.3.1 Innsidehandel

Forbudet mot innsidehandel og reglene om forebyggelse av innsidehandel hører til de rettsområder innen børs- og verdipapirretten som har fått mest offentlig oppmerksomhet. Vi har hatt flere rettssaker om emnet, for eksempel Nagel-Erichsen-saken<sup>3</sup>, og disse har vært gjenstand for mye oppmerksomhet i massemedia.

Verdipapirmarkedet er et utpreget ”informasjonssamfunn”, hvor verdipapirene langt på vei prises ut fra den informasjon markedet har tilgang til. Den aktør som sitter med den beste og mest oppdaterte informasjon, vil da ha en fordel i markedet, og kan da oppnå en fordel på bekostning av andre aktører. Det strider mot de flestes rettferdighetsfølelse om dette skulle vært tillatt, og det ville ha svekket tilliten tiliten hos det investerende publikum. Dette hadde igjen svekket verdipapir- og børsmarkedet som kapitalkilde for næringslivet og som plasseringsobjekt for småsparere.

---

<sup>2</sup> Bechmann et al s. 209

<sup>3</sup> Borgarting lagmannsretts dom av 16. februar 2004

For å opprettholde tilliten til markedet har de fleste vestlige land forbud mot innsidehandel, og EØS-direktiv 89/592 stiller krav til at EØS-landene har forbud mot innsidehandel fra primærinnsidere og noen som besitter opplysninger fra dem<sup>4</sup>.

Begrepet ”innsidehandel” ble i Norge første gang brukt i forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1985 (l. 14. juni 1985 nr. 61), og var et uttrykk for ønsket om å finne en norsk betegnelse for det engelskspråklige uttrykket ”insider trading.”<sup>5</sup> Begrepet finnes ikke i loven, der man heller uttrykker det som ”misbruk av innsideopplysninger”. Begrepet benyttes gjerne som en kortform på den gjerningsbeskrivelsen som kommer til uttrykk i vphl § 2-3 første ledd; ”*tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.*”

Bestemmelsen om ulovlig innsidehandel ble første gang innført i vphl. 1985. Det ble i denne loven vedtatt en privatrettslig ugyldighetsregel, og et straffesanksjonert forbud mot misbruk av fortrolig selskapsinformasjon. Disse bestemmelsene har hele tiden vært gjenstand for endring, og både forbudet og strafferammen har blitt gradvis utvidet<sup>6</sup>.

Det er derimot viktig å skille mellom innsidehandel og ulovlig innsidehandel.

Innsidehandel er fullt ut lovlig, og er et viktig signal til markedet. Dersom en primærinnsider kjøper aksjer, tolkes dette ofte som et signal på at vedkommende har tro på selskapet og dets virksomhet. På samme måte vil markedet som regel bli skeptiske når primærinnsidere selger sine aksjer. Derfor er det viktig å ha klare kjøreregler for rapportering av innsidehandel, slik man i dag har i det norske markedet. Det stilles likevel høye krav til at primærinnsidere oppfyller sine plikter, slik at innsidehandelen forblir i kategorien innsidehandel og ikke utvikler seg til ulovlig innsidehandel.

---

<sup>4</sup> Bergo s. 480

<sup>5</sup> Sæbø s. 5

<sup>6</sup> Bechmann et al s. 77

Ulovlig innsidehandel skjer når en person handler på bakgrunn av informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent.<sup>7</sup> De fleste primærinnsidere vil besitte slik informasjon, eller vil i det minste ha gode muligheter til å skaffe seg slik informasjon om han hadde ønsket det. Primærinnsidere har likevel lov til å handle aksjer i selskapet de er tilknyttet, men pålegges altså å melde handelen. Det som kan gjøre en primærinnsiders handel ulovlig, er altså å unnlate å melde den.

### 1.3.2 Innsideinformasjon

Innsideinformasjon er definert i vphl. § 2-2: *”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.”*

Hovedkravet er altså at den handlede sitter med ”presise” opplysninger. Rykter, spekulasjoner, markedsforventninger og andre løse antakelser er ikke nok til å etablere en innsideposisjon.<sup>8</sup> Det kreves derimot ikke at opplysningene er eksakte.<sup>9</sup>

Videre må opplysningene være ”fortrolige”<sup>10</sup>, det vil si at de ikke er *”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”*. Handler man ut fra opplysninger som er allment kjent, vil man aldri komme i en innsiderposisjon, uansett hvordan man har kommet over informasjonen. Hva som er offentlig tilgjengelig og allment kjent kan av og til være vanskelig å fastslå. Det normale er at selskapsspesifikk informasjon blir allment kjent gjennom børsens offentliggjøring av selskapets børsmelding. Her er utgangspunktet at innleggelsen i børsens informasjonssystem er avgjørende for når opplysninger anses

---

<sup>7</sup> [www.oslobors.no/ob/innsideregister](http://www.oslobors.no/ob/innsideregister)

<sup>8</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 26

<sup>9</sup> Bergo s. 493

<sup>10</sup> Bergo s. 494



offentliggjort.<sup>11</sup> Det er derimot ikke et krav at opplysningene offentliggjøres på denne måten. Kommer de fram i aviser, tidsskrifter, på internett og lignende, må opplysningene også kunne anses som allment tilgjengelige.<sup>12</sup> Kravet vil da antagelig være at hvem som helst kan skaffe seg disse opplysningene med et minimum av innsats.

Informasjonen må også være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Med dette menes ”*opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning*”, jf vprl. § 2-2 tredje ledd. Hva som menes med dette kan virke noe uklart, men det avgjørende vil nok være om opplysningene hadde vært egnet til å påvirke kursdannelsen i markedet. Ville markedet reagert med vesentlige kursbevegelser dersom det hadde kjent til opplysningene?<sup>13</sup> Er svaret ja, vil man komme inn under forbudet. Er svaret nei, vil man ikke bli dømt for innsidehandel, selv om opplysningene ikke var offentlig tilgjengelige på tidspunktet for handelen.

Det er ingen grenser for innsideinformasjonens art, så lenge det dreier seg om presise og fortrolige opplysninger om instrumentene, utsteder eller andre forhold. Det er kun opplysningenes kursrelevans som teller.<sup>14</sup> I kravet om at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen, ligger kun et krav om en viss sannsynlighet. I NOU 1996:2 s. 57 brukes betegnelser som ”realistisk”, ”rimelig mulighet” og ”rimelig sannsynlighet”. Hvor den eksakte grensen går er umulig å si, og det vil til syvende å sist bli en totalbedømmelse av situasjonen som vil avgjøre om det foreligger innsideinformasjon eller ikke. Store kursutslag når markedet eventuelt mottar informasjonen, vil være en sterk indikasjon på at det forelå en realistisk mulighet for kurspåvirkning da handelen ble utført, og kan være en vesentlig faktor i bedømmelsen.

---

<sup>11</sup> Børsforskriften (FIN 1994-01-17 nr. 30) § 23-2

<sup>12</sup> NOU 1996:2 Verdipapirhandel s. 57

<sup>13</sup> Bergo s. 496

<sup>14</sup> Bergo s. 497

### 1.3.3 Innsider

Begrepet innsider benyttes i den moderne børsrettslige terminologien etter amerikansk modell for å beskrive et subjekt som er i besittelse av ikke offentliggjort kurspåvirkende informasjon og som dermed er underkastet forbudet mot å utnytte denne kunnskapen for egen eller andres vinning.<sup>15</sup> Man skiller mellom primær- og sekundærinnsidere.

Primærinnsidere er de samme som har meldeplikt etter vphl § 2-6; styremedlem (inkludert varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær), ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor i utstederforetaket. Man vil også bli regnet som primærinnsider dersom man sitter i tilsvarende posisjon i et konserntilknyttet selskap. Det dreier seg altså om alle som har en særlig tilknytning til det foretaket som har utstedt instrumentene. Slike posisjoner antas å kunne gi innehaveren en særlig tilgang til kurssensitiv informasjon.

Sekundærinnsidere er personer som har tilegnet seg innsideinformasjon på annet vis. Hvordan denne informasjonen er tilegnet, er likegyldig.

## 1.4 Markedets behov for informasjon

### 1.4.1 Akerlofs sitronteori<sup>16</sup>

En av de mest kjente teoriene som omhandler et markeds prising av varer, er Akerlofs sitronteori. Den tar riktignok utgangspunkt i alminnelige markeder for omsetning av produkter og tjenester, men markedet for finansielle instrumenter skiller seg i så måte ikke vesentlig fra andre markeder, og teorien har gyldighet også her.

Nobelprisvinneren Georg Akerlof beskriver markedets informasjonsbehov for en gitt vare. Han bruker brukte biler som eksempel for sin tese. Selgeren kjenner bilens tilstand bedre enn kjøperen. Kjøperen diskonterer derfor sin risiko for å kjøpe en dårlig bil, en "lemon",

---

<sup>15</sup> Sandberg s. 21

<sup>16</sup> Hansen s. 14

ved å ville betale en lavere pris. Dette fører til at en selger av en god bil ikke får en pris som er rimelig for bilen, noe som fører til at han trekker den tilbake fra markedet. Selgere av dårlige biler oppfatter derimot prisen i markedet som gunstig, og legger ut sine biler for salg. Dette fører til at biler med dårlig kvalitet vil dominere markedet, noe som igjen befester kjøperens oppfatning om at det innebærer en risiko å kjøpe bruktbil, og vil avstå fra å handle.

Som følge av informasjonsasymmetrien (at partene ikke har lik tilgang på informasjon) omsettes det færre biler. Markedet er med andre ord illikvid.

Teorien viser at markedet har behov for informasjon for å fungere optimalt. Er det mangel på informasjon eller informasjonsfordelingen er asymmetrisk, vil ikke markedet fungere som ønsket. Dette gjelder også i verdipapirmarkedet, siden prisen på instrumentene i enda større grad prises ut fra markedets betalingsvillighet. Et verdipapir er ikke en gjenstand man kan ta og føle på, så man må basere seg på den informasjonen man får. Riktig informasjon blir derfor helt avgjørende i kursfastsettelsen.

#### 1.4.2 Faktorer som inngår i en investeringsbeslutning

Det er naturlig å skille mellom to former for investeringer, porteføljeinvesteringer og strategiske investeringer<sup>17</sup>. Porteføljeinvesteringer er rene finansielle investeringer, investoren setter pengene sine i det verdipapiret som han antar vil gi høyest avkastning. Slike investeringer er ofte kortsiktige, og man er ute etter en rask gevinst.

Formålet med strategiske investeringer er naturligvis også å tjene penger, men investorene har ofte en noe lenger tidshorisont enn ved en porteføljeinvestering. Man kjøper seg gjerne opp i et selskap for å kontrollere det, slå det sammen med sitt eget selskap, påvirke konkurransen i markedet osv. En strategisk investor vil derfor være villig til å betale mer

---

<sup>17</sup> NOU 1996:2 s. 28

for aksjene enn de egentlig er verdt, da han håper det vil kaste av seg på sikt. Det gjør at slike investeringer stort sett er gjennomtenkte, og at informasjonen markedet har tilgang til ikke er så relevant da man foretar sine egne undersøkelser i større grad.

Ved porteføljeinvesteringer vil derimot investor vurdere sine investeringer på basis av tre faktorer:

- Forventet avkastning
- Forventet likviditet
- Risiko

Et verdipapirs markedskurs avspeiler markedssaktørenes vurdering av nåverdien av de beløp som i fremtiden vil komme til utbetaling til innehaver av verdipapiret. Det vil si utbytte og proveny ved eventuelt salg, justert for skatt og omkostninger. Nåverdien vil påvirkes av forventninger til verdipapirets likviditet og samlet risiko tilknyttet investeringen.<sup>18</sup>

Jo større risikoen vurderes å være, jo høyere vil risikopremien måtte være. Forutsatt at alt annet er likt vil dette gi lavere verdier på de noterte verdipapirer. Det er derfor avgjørende at det finnes tillit i markedet, og det er derfor lovgiver har lagt betydelig restriksjoner på hvordan informasjon skal behandles, blant annet nettopp reglene om primærinnsideres meldeplikt. Dette skal bidra til en "korrekt" kursfastsettelse.

#### 1.4.3 Informasjonens betydning for verdipapirkursen

For porteføljeinvesteringer vil investor basere sin vurdering av fremtidig avkastning, risiko og likviditet på relevant informasjon.

---

<sup>18</sup> NOU 1996:2 s. 29

Forholdet mellom informasjon og markedskurs har vært gjenstand for betydelig oppmerksomhet i økonomisk teori. Sammenhengen har bla kommet til uttrykk gjennom hypotesen om markedseffisiens. Den går ut på at verdipapirkursen i et effektivt marked reflekterer all tilgjengelig informasjon, og kursen tilpasses raskt ny informasjon som kommer til. I et fullt ut effisient marked tenker en seg ikke at prisen på et finansielt instrument blir bestemt av skjæringspunktet mellom en stigende tilbudskurve og en fallende etterspørselskurve, slik en gjerne ser at prisen bestemmes i et marked for en vare. En økning i tilbudet av et finansielt instrument endrer altså ikke i seg selv kursen på instrumentet, med mindre økningen i tilbudet også gir informasjon til markedet.<sup>19</sup>

#### 1.4.4 Kursrelevant informasjon

Aksjekursene er i seg selv bærere av viktig informasjon, og gir et signal om hvor kapitalen bør plasseres. Positiv kursutvikling er stort sett et signal om at selskapet drives bra og er på rett vei, mens negativ kursutvikling kan være et signal om at selskapet gjør det dårlig og bør omstruktureres.

Dersom aktørene i annenhåndsmarkedet er informert om kursrelevant informasjon vil dette bidra til en mer korrekt kursfastsettelse til enhver tid. Når kursrelevant informasjon reflekteres i verdipapirkursen, har det mindre betydning for den enkelte investor å innhente og analysere informasjonen. Kursnoteringene brukes som veiledning for ”riktig” kurs. Uten forventninger om et informert marked og derigjennom ”riktige” kurser, er det grunn til å tro at interessen for deltagelse i markedet vil bli svekket (slik som i ”sitronteorien”). Dette er et viktig argument for å stille krav om at kurssensitiv informasjon gjøres tilgjengelig for markedaktørene. Et annet viktig argument for et informasjonskrav er at det bidrar til å sikre lik og samtidig informasjon til markedet.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Sæbø s. 29 flg

<sup>20</sup> NOU 1996:2 s. 29

Verdipapirutstedere vil normalt ha interesse av et velfungerende marked for egne verdipapirer. Dette er imidlertid ikke tilstrekkelig for at foretakets ledelse alltid vil sørge for at markedet får kurssensitiv informasjon hurtigst mulig. Ledelsen kan for eksempel ønske å holde tilbake negativ informasjon for derved å tegne et bedre bilde av selskapet enn hva tilfelle er. Det kan være motivert ut fra ønske om å få tilført selskapet ny kapital og kreditt, eller ut fra ledelsens ønske om å utnytte den fortrolige informasjonen til egen vinning.

Med bakgrunn i sammenhengen mellom verdipapirkurs og informasjon er det altså en forutsetning for å opprettholde et velfungerende marked at man pålegger aktørene å offentliggjøre kursrelevant informasjon.

Innhenting, bearbeiding og offentliggjøring av informasjon har derimot en ”produksjonskostnad”. Dersom man krever offentliggjøring av mye informasjon vil kostnadene øke, og for store krav til å offentliggjøre informasjon kan resultere i at virkelig kursrelevant informasjon ikke kommer klart nok til syne. Man har derfor valgt å begrense informasjonsplikten til informasjon som normalt eller ofte vil være relevant for investeringsbeslutningene, slik som for eksempel opplysninger om primærinnsideres verdipapirhandel i egne selskaper.

#### 1.4.5 Hensynene bak reguleringen av innsidehandel

Innsidehandel er kjennetegnet ved at forskjellige investorer ved kjøp eller salg av verdipapirer har ulik tilgang til informasjon. Dette betyr ikke at det nødvendigvis foreligger innsidehandel dersom ikke alle som handler har samme kunnskapsnivå. Det er kun handel basert på kurssensitiv informasjon som ikke er allment kjent eller tilgjengelig som vil være innsidehandel.

Selv om man pålegger aktørene en omfattende opplysningsplikt, kan det gå tid fra kurssensitiv informasjon foreligger, til informasjonen er offentliggjort i markedet. Fram til alle har tilgang på den primære informasjon vil forskjeller i kunnskapsnivået blant investorer kunne utnyttes av de som er mest informerte. Det er en utbredt oppfatning internasjonalt at bruk av innsideinformasjon vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet. Tillit til markedet antas å være en forutsetning for å få et likvid marked, og således også en forutsetning for fortsatt kapitaltilførsel.<sup>21</sup>

Om innsideregulering faktisk har betydning for investorers deltakelse i verdipapirmarkedet er vanskelig å måle. Uavhengig av tillitsargumentet kan det hevdes at innsidehandel bryter med rettferdighetsforestillinger, for eksempel dersom et selskaps ledelse kan redusere konsekvensene av eller til og med profittere på kursfall som skyldes ledelsens gale beslutninger.

Misbruk av innsideinformasjon kan også ramme foretaket på forskjellige måter:

- Foretakets omdømme kan bli skadet
- Foretakets virksomhet kan bli influert på en uheldig måte ved at ledelsen ønsker å profittere på innsidehandel
- Muligheten for misbruk av innsideinformasjonen kan gjøre det umulig eller mer kostbart å gjennomføre et prosjekt

Det har også vært framført argumenter som taler mot å regulere innsidehandel. Blant annet har det vært hevdet at verdipapirutstedende foretak bør kunne tillate sine ledende ansatte å utnytte innsideinformasjon som belønning for aktivt arbeid med å bedre foretakets stilling. For aksjonærene kan det være billigere og mer effektivt å avlønne sine ansatte på denne måten. Slik handel vil imidlertid lett gå utover de øvrige aksjonærene i selskapet. Videre

---

<sup>21</sup> NOU 1996:2 s. 30

har det vært påpekt at innsidehandel bidrar til at kurssensitiv informasjon raskere blir reflektert i prisen og dermed medvirker til å kanalisere kapitalen der den gir best avkastning. Ulempene ved innsidehandel kan dermed betraktes som en kostnad for å få reflektert (innside)informasjon i verdipapirkursen.

## 1.5 Rettskilder

En rettskilde er en betegnelse på en kilde man utleder argumenter fra for å avgjøre hva som er gjeldende rett. I nyere teori snakker man vanligvis ikke om rettskilder, men om rettskildefaktorer. De mest sentrale rettskildefaktorer i norsk rett er formell lov, forskrift, lovens forarbeider, rettspraksis, sedvane, forvaltningspraksis, juridisk teori og reelle hensyn.

Som utgangspunkt er rettskildene som benyttes i verdipapirhandelretten de samme som benyttes ellers i norsk rett. I denne oppgaven er derimot ikke hele rettskildebildet tatt i bruk.

Denne oppgaven skal gi en objektiv analyse av en enkelt bestemmelse i verdipapirhandelloven. De mest sentrale kildene blir da den formelle loven og forarbeidene til denne, men rettspraksis og juridisk teori har også vært benyttet. I tillegg har Kredittilsynet skrevet flere rundskriv som omhandler meldeplikten, og disse står sentralt ved tolkning av bestemmelsen i tvilstilfelle.

Meldepliktsbestemmelsen ble første gang innført i loven av 1985, og har vært endret flere ganger senere<sup>22</sup>. Både de historiske og den gjeldende bestemmelse har vært brukt i arbeidet med oppgaven.

---

<sup>22</sup> Se kapittel 2



Dette fører videre med seg et stort materiale av forarbeider som spenner seg fra 1978 til 2005. Det mest sentrale er to NOUer, 1978:42 og 1996:2 (begge kalt verdipapirhandel), og tre odelstingsproposisjoner, nr. 29 (1996-1997), nr. 80 (2000-2001) og nr. 12 (2004-2005).

De fleste brudd på meldepliktsbestemmelsen sanksjoneres med forelegg. Det betyr at det er sparsomt med rettspraksis på området. De fleste dommene resulterer derimot bare i en bot av varierende størrelse, og er lite interessante som rettskilder. Det har derimot vært avsagt et par dommer som har slått fast gjeldende rett, og disse blir drøftet i oppgaven.

Juridisk teori har også vært benyttet. Det er ikke skrevet så mye om selve meldepliktsbestemmelsen, men innsidehandel er et godt drøftet felt. Mye av det som er skrevet om innsidehandel og generell verdipapirhandelrett har betydning for meldeplikten, og er derfor blitt benyttet i analysen av bestemmelsen.

## 1.6 Den videre fremstilling

Meldepliktsbestemmelsen har eksistert i en eller annen form i omtrent 20 år, men har i løpet av denne tiden vært forandret flere ganger. Hvorfor den ble innført og hvordan den har forandret seg omhandles i kapittel to.

I kapittel tre analyseres selve paragrafen, og blir slik sett avhandlingens hovedkapittel. Det mest sentrale her er hvem som har meldeplikt, og hvilke handler som utløser plikten. De forskjellige ervervsformer utløser meldeplikten på forskjellig tidspunkt, og dette står også sentralt i kapittelet. Selskapets oversikt over primærinnsidere, oversikt over nærstående og selve meldingen vil også bli drøftet.

Kapittel fire er en kort framstilling av meldeplikten i praksis. Kapittelet inneholder også litt statistikk rundt overtredelse av bestemmelsen, samt noe drøfting av rettspraksis.

I kapittel fem tar jeg for meg bestemmelsens stedlige virkeområde, samt drøfter straffbarhetsvilkårene og sanksjoner for overtredelse.

Siste kapittel er konklusjon på oppgaven. Her summerer jeg opp det mest sentrale jeg har kommet fram til gjennom arbeidet med oppgaven.

## **2 Begrunnelse og historikk for meldeplikten**

Markedet er som vist avhengig av pålitelig og riktig informasjon for å fungere skikkelig. Man innførte derfor et forbud mot innsidehandel for å sikre et ordnet verdipapirmarked. Lovgiver benyttet seg da av tre grupper av regler:<sup>23</sup>

- Forebyggende regler
- Ugyldighetsregler
- Strafferegler

Tanken var at hovedvekten skulle legges på de forebyggende reglene, og at ugyldighets- og straffereglene i hovedsak skulle supplere disse. De forebyggende reglene ble hentet fra utenlandsk rett, og dreide seg i hovedsak om selskapenes opplysningsplikt og registrering av aksjeeie og aksjetransaksjoner.<sup>24</sup> Man så det slik at muligheten for utilbørlig utnyttelse av fortrolig selskapsinformasjon ville reduseres vesentlig dersom man hadde regler som sikret at kurssensitiv informasjon ville gjøres kjent for hele verdipapirmarkedet.

Man kom derfor til at personer med en viss tilknytning til selskapet skulle ha opplysningsplikt om eie, kjøp og salg av selskapets aksjer. Dette skulle bidra til å forhindre innsidehandel. Disse personene hadde relevant selskapsinformasjon før den ble tilgjengelig for markedet, og man antok at en slik opplysningsplikt for det første ville forebygge innsidehandel, samt gjøre det lettere å avsløre innsidetransaksjoner i ettertid.

---

<sup>23</sup> NOU 1978:42 Verdipapirhandel s. 112

<sup>24</sup> NOU 1978:42 s. 112

Meldeplikten ble første gang innført i verdipapirhandelloven av 1985. Bestemmelsen hadde derimot en temmelig annen utforming enn den har i dag.

Den gang pliktet personer med en viss tilknytning til et selskap å gi styret melding om salg og erverv av aksjer og andre verdipapirer i selskaper som gjelder ham selv, ektefelle, mindreårige barn eller selskap hvor han har avgjørende innflytelse. Disse opplysningene skulle protokollføres. Selskapene hadde så en plikt til å regelmessig sende verdipapirrådet et utdrag av denne protokollen. Slik skulle tilsynsorganene få oversikt over vedkommendes persons handel med selskapets aksjer, og kunne gripe inn ved eventuelt misbruk. Personene det dreide seg om var medlemmer av styret, bedriftsforsamlingen, representantskapet, revisor, administrerende direktør og andre ledende ansatte i selskapet.<sup>25</sup>

Her var det altså foretaket som hadde meldeplikten, og ikke den enkelte aksjonær.

I forarbeidene til den nye loven som kom i 1997, ble det foreslått å skjerpe og effektivisere reglene om meldeplikt. Den gamle ordningen hvor melding ble gitt henholdsvis hver måned eller hver annen eller tredje måned ble endret til at melding skulle gis omgående. Etter departementets syn ville slike nye meldepliktregler bidra til å effektivisere håndhevelsen av innsidehandelforbudet, samt å bedre informasjonsnivået for aktørene i markedet.<sup>26</sup>

Kretsen av meldepliktige ble også forandret. Nå omfattet den styremedlem (inkludert varamedlem og observatør), medlem av kontrollkomité, revisor og ledende ansatt i foretaket.<sup>27</sup> Hadde man tilsvarende posisjon i et selskap i samme konsern, ville man også ha meldeplikt. Selskapets handel med egne aksjer, samt handel i et selskap der foretaket var representert i styret skulle også meldes. Medlemmer av bedriftsforsamling og

---

<sup>25</sup> NOU 1978:42 s. 146

<sup>26</sup> Ot. Prp nr 29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel s. 49

<sup>27</sup> De samme som hadde undersøkelsesplikt etter vprl § 2-3

representantskap ble derimot fritatt for meldeplikt. Begrunnelsen for dette var at kretsen av meldepliktige ikke burde være for omfattende, samt at handel foretatt av disse personene hadde liten informasjonsverdi for markedet.<sup>28</sup>

Videre gikk meldeplikten over på den handlende selv. Personene som var omfattet av meldeplikten, skulle straks gi børsen melding om handelen. Dette skulle sikre en rask og effektiv informasjonsflyt til markedet, og ville være en vesentlig forbedring i forhold til det gamle systemet. Utstederforetaket skulle derimot sende lister til børsen med oversikt over de ansatte som omfattets av meldeplikten. Disse listene skulle derimot ikke være avgjørende for om en ansatt hadde meldelikt eller ikke, noe som ville bli avgjort av en helhetsvurdering i det konkrete tilfellet. Den ansatte selv skulle sende lister over nærstående som hadde eller ervervet aksjer som ble omfattet av meldeplikten.<sup>29</sup>

Disse reglene ble innført i verdipapirhandelloven av 1997, og ble samlet i § 3-1 under overskriften ”meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper”.

§ 3-1 ble modifisert noe i 2005.<sup>30</sup> Kretsen av meldepliktige ble utvidet til å også gjelde styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket, jf vphl. § 2-6. Videre ble det innført meldeplikt ved bytte av aksjer i selskapet eller samme konsern. Denne presiseringen ble innført etter ønske fra Kredittilsynet. De mente at hensynet bak bestemmelsen tilsa at slik handel også burde gjøres kjent for markedet.<sup>31</sup>

Selskapets handel med aksjer i selskaper i samme konsern ble også meldepliktig. Igjen var det Kredittilsynet som ønsket dette, og begrunnelsen var langt på vei den samme; at slik handel også var av interesse for markedet.<sup>32</sup>

---

<sup>28</sup> NOU 1996:2 s 75

<sup>29</sup> Ot. Prp nr 29 (1996-1997) s. 49

<sup>30</sup> Endret ved lov 4. mars 2005 nr 11, i kraft 1. september 2005

<sup>31</sup> Ot. Prp nr 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover s. 96

<sup>32</sup> Ot. Prp nr 12 (2004-2005) s. 96

Fjerde og femte ledd omhandler lister over hvem selskapet anser som primærinnsidere, og hvem primærinnsideren anser som nærstående. Disse leddene ble også endret noe i 2005. Tidlige anga bestemmelsene ikke når oversikten skulle sendes, og var noe utydelig på hvem som skulle omfattes av denne. Ordene ”uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt” ble lagt til, og det skulle fjerne all tvil. Nå skal listene oppdateres fortløpende, og nye som omfattes av meldeplikten skal snarest mulig påføres, samtidig som de som ikke lenger faller inn under meldeplikten skal fjernes.

Overskriften ble også endret, og paragrafen heter nå enkelt å greit ”primærinnsideres meldeplikt”.

Man kan lure på hvorfor primærinnsidere i det hele har lov til å handle i selskaper de har nær tilknytning til, når man legger til grunn at de får informasjon før resten av markedet. Dette gir dem utvilsomt en fordel i henhold til de andre aktørene.

Man anser derimot at det er flere fordeler knyttet til at ledelsen og ansatte i foretak eier aksjer i det selskapet de har tilknytning til. Blant annet kan slikt aksjeeie virke som et incentiv for innsats til selskapets beste. Det kan også bidra til spredning av eierinteressene.<sup>33</sup> Omgåelsesmulighetene ved et forbud ville også være store, og slike handler ville da foregå i skjul for markedet.

Ved å tillate primærinnsidere å handle i aksjer mot at handlende meldes, vil man tilfredstille alle disse kravene. Man sikrer et aktivt eierskap, samtidig som deres handler gjøres kjent for resten av markedet. Man derfor valgt denne eller tilsvarende løsninger i de fleste vestlige land.

---

<sup>33</sup> NOU 1996:2 s. 73

### 3 § 3-1 Primærinnsideres meldeplikt

I dette kapitlet vil jeg gå gjennom bestemmelsen ledd for ledd og drøfte og belyse de viktigste rettsspørsmålene som reiser seg i forbindelse med meldeplikten.

#### 3.1 Første ledd

*”Personer som nevnt i § 2-6 første ledd skal straks gi norsk børs og autorisert markedsplass hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på autorisert markedsplass, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av børsen eller markedsplassen dagen etter at kjøp, salg, bytte eller tegning har funnet sted.”*

##### 3.1.1 De meldepliktige

###### 3.1.1.1 De som har undersøkelsesplikt etter § 2-6

Det er mange som er meldepliktige etter paragrafens første ledd. For det første er det de samme personene som har undersøkelsesplikt etter § 2-6, nemlig styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité og revisor. Varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret har tilsvarende meldeplikt. Meldeplikten inntreer ved kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer i selskapet eller i selskaper i samme konsern.

Undersøkelsesplikten for styremedlemmene gjelder fra det tidspunkt de er valgt av generalforsamlingen, jf asl/asal<sup>34</sup> § 6-3.<sup>35</sup> Dette blir tilsvarende for meldeplikten, og den vil da inntre før vedkommende styremedlem deltar på styremøte eller får tilgang til kurssensitiv informasjon. Plikten er lik for alle styremedlemmene, uavhengig av om de representerer aksjonærer eller foretakets ansatte, og uavhengig av hvilken informasjon som normalt forelegges de tillitsvalgte. Meldeplikten gjelder frem til tjenestetidens utløp, normalt to år, jf asl/asal § 6-6, eller fra det tidspunkt styremedlemmet fratrer eller avsettes i henhold til asl/asal § 6-7.

Hvem som er ”ledende ansatt” vil variere etter hvordan det enkelte foretak er organisert. Stillingsbetegnelsen eller tittelen er ikke relevant, det avgjørende er om den ansatte har en reell innflytelse over disposisjoner i foretaket som kan være av kurspåvirkende art, eller om han gjennom sin stilling får regelmessig tilgang til innsideinformasjon.<sup>36</sup> Man trenger altså ikke å ha sjefsansvar for å komme inn under meldeplikten som ”ledende ansatt”, det holder at man har en posisjon som gir en tilgang på innsideinformasjon. Slik sett kan innleide konsulenter og rådgivere få meldeplikt, selv om de ikke er ansatt i selskapet.

Noen selskaper har kontrollkomité som skal føre tilsyn med virksomheten. Dette gjelder bla forretningsbanker, sparebanker og forsikringsselskaper. Kontrollkomiteen har krav på tilgang til alle opplysninger den trenger for å kunne utføre sitt verv, og medlemmene vil da få tilgang til selskapsspesifikk innsideinformasjon.<sup>37</sup> Det er da naturlig at medlemmer av slik komité får meldeplikt.

Med revisor menes revisoren(e) som er valgt av generalforsamlingen i henhold til asl/asal § 7-1. I henhold til revisorloven<sup>38</sup> § 5-2 tredje ledd er foretaket forpliktet til å gi revisor

---

<sup>34</sup> Aksje- og allmennaksjeloven av 13. juni 1997 nr. 44 og 45

<sup>35</sup> Bechmann et al s. 111

<sup>36</sup> NOU 1996:2 s. 68

<sup>37</sup> Bechmann et al s. 112

<sup>38</sup> Lov om revisjon og revisorer 15. jan 1999 nr. 2

adgang til å foreta de undersøkelser som han finner nødvendig, samt gi de opplysninger han krever for å kunne utføre oppdraget. Dette kan være kurssensitiv informasjon, og det er begrunnelsen til at revisor omfattes av meldeplikten.

Varamedlemmer og observatører til styret omfattes av meldeplikten på samme måte som foretakets øvrige tillitsvalgte. Plikten gjelder uavhengig av hva slags informasjon de har tilgang til,<sup>39</sup> og vil således gjelde dersom varamedlemmet eller observatøren aldri deltar på styremøter, og uavhengig av om han har tilgang på styredokumenter eller annen sensitiv informasjon. Plikten inntreffer fra tidspunktet han er valgt, jf asl/asal § 6-3.

Styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket omfattes også av meldeplikten. Disse personene deltar på styremøtene og har tilgang til styrets dokumenter, og vil da ha samme mulighet til å få kurssensitiv informasjon som andre tillitsvalgte, og det blir da naturlig at meldeplikten også omfatter dem.

Undersøkelsesplikten i § 2-6 gjelder også for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern, men da med det tillegget at de normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon. Denne bestemmelsen blir overflødig i henhold til meldeplikten, da alle som nevnes i § 2-6 vil få automatisk meldeplikt når de handler i et konserntilknyttet selskap uavhengig av hvilken informasjon de faktisk besitter.

**3.1.1.2 Selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern**  
Meldeplikten gjelder etter annet punktum også for selskapets handel i egne aksjer. Handel i egne aksjer kan være begrunnet i flere forhold, og mest interessant i denne sammenhengen er at det ofte vil være et uttrykk for at foretaket anser aksjene som for lavt priset. De har kanskje underskrevet en større kontrakt, skal legge fram et godt resultat eller har fått en ny og anerkjent leder. Når denne informasjonen når markedet, vil aksjen stige i verdi. Et større oppkjøp av egne aksjer vil gjerne gi signaler om at noe er på gang, og vil slik sett være av

---

<sup>39</sup> Ot.prp. 29 (1996-97) s. 34



interesse for resten av markedet. Slike transaksjoner vil derfor være kurssensitive, og derfor omfattes de av meldeplikten.

Selskapets handel med aksjer i selskaper i samme konsern ble tilføyd ved lovendringen i 2005.<sup>40</sup> Dette var et ønske fra bla Kredittilsynet.<sup>41</sup> De mente at hensynene bak meldepliktbestemmelsen tilsa at disse handlene også burde meldes, og at slike transaksjoner ville være interessante for markedet. Dette er lett å skjønne, da det normalt sett er sterke bånd mellom selskaper i samme konsern. Informasjonen flyter mellom selskapene, og om et selskap kjøper seg opp i et annet selskap i samme konsern vil dette ofte tyde på at de besitter interessant informasjon. Det er da naturlig at disse handlene ble lagt til ved lovendringen.

Det naturlige er at det er selskapets beslutningstagere som blir ansvarlig for at melding sendes, men plikten påhviler selskapet som sådan, og den praktiske organisering blir en intern sak.<sup>42</sup>

### 3.1.1.3 Selskap som er representert i styret i børsnotert foretak

Meldeplikten gjelder også for foretak som eier aksjer i et annet foretak som er notert på børs eller annen autorisert markeds plass, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre. Meldeplikten gjelder for samtlige foretak som er representert i styret, og uavhengig av om aksjonærselskapet selv er notert på børs eller annen autorisert markeds plass.

Det kan med første øyekast virke litt kunstig å pålegge et selskap meldeplikt, da et styreverv i utgangspunktet er et personlig verv. Når meldeplikt likevel er gjort gjeldende for disse selskapene, er det ut fra en vurdering av at den motsatte regel vil kunne svekke

---

<sup>40</sup> Endret ved lov 4. mars 2005 nr. 11, i kraft 1. sep 2005

<sup>41</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover s. 96

<sup>42</sup> NOU 1996:2 s. 75

meldepliktens effektivitet og praktiske betydning, samt at den ikke er til hinder for et aktivt eierskap.<sup>43</sup> Videre er det sett på som naturlig at informasjon som styremedlemmet mottar i kraft av sitt verv i utstederforetaket tilegnes det foretak som vedkommende representerer.

Det vil derimot være en vurdering om styrerepresentanten kan anses for å representere et selskap.<sup>44</sup> Aksjepostens størrelse og hvilken stilling styrerepresentanten har i aksjonærforetaket, vil kunne tillegges vekt. Dersom det for eksempel foreligger avtaler som garanterer foretaket styrerepresentasjon, vil kriteriene klart være til stede. Meldeplikten vil da inntre når representanten er valgt av generalforsamlingen, jf asl/asal § 6-3, og vare til tjenestetidens utløp, jf asl/asal § 6-6, eller fra det tidspunkt styremedlemmet fratrer eller avsettes i henhold til asl/asal § 6-7.

### 3.1.2 Hvilke handler som utløser meldeplikt

Meldeplikten inntreer ved ”kjøp, salg, bytte eller tegning” av aksjer notert på norsk børs eller norsk markedsplass. Etter ordlyden gjelder det ingen nedre grense for antall aksjer som omfattes, og enhver handel vil da utløse meldeplikt. Dette har også støtte i forarbeidene, der det pekes på at et minstekrav vil kunne lette mulighetene for omgåelse av regelverket, og at innsideinformasjon like fullt kan utnyttes med tanke på gevinst ved mindre handler.<sup>45</sup>

Kjøp og salg er frivillige disposisjoner, og foreligger når det er inngått en gjensidig bebyrdende avtale etter avtalelovens bestemmelser.<sup>46</sup> Meldeplikten inntreer fra tidspunktet den endelige avtalen er kommet i stand. Ved handel over børs vil kjøp og salg være foretatt når ordrene er ”matchet” i det elektroniske handelssystemet, og det blir da det avgjørende tidspunktet for når meldeplikten inntreer. Kjøp og salg på termin skal tilsvarende meldes når

---

<sup>43</sup> Bechmann et al s. 211

<sup>44</sup> Bechmann et al s. 212

<sup>45</sup> NOU 1996:2 s. 76

<sup>46</sup> Bechmann et al s. 79

bindende og endelig avtale er inngått.<sup>47</sup> I forarbeidene vises det til at innleggelse av en ordre i seg selv ikke vil være å anse som et kjøp eller salg, og at meldeplikten ikke kommer til anvendelse der en ordre blir trukket tilbake, slik at man unnlater å foreta det kjøpet eller salget ordren gjaldt.<sup>48</sup>

Bytte ble inntatt i loven ved endringen i 2005. Tidligere var det tvil om bytte av aksjer utløste meldeplikt. I både Kredittilsynets rundskriv 22/2001 og i forarbeidene<sup>49</sup> ble bytte ansett som kjøp og salg med vederlag i annet enn penger, og lovens formål tilsa derfor at også slike disposisjoner skulle omfattes av meldeplikten. I en dom avsagt av Gulatings lagmannsrett 20. mars 2003 (nr. 02-02421) blir det derimot slått fast av bytte av aksjer ikke omfattes av gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 3-1. Hva som var gjeldende rett var altså noe usikkert, så derfor valgte man å ta begrepet inn i lovteksten på lik linje med kjøp, salg og tegning. Meldeplikten utløses når den endelige avtalen er kommet i stand, tilsvarende som ved kjøp og salg.

Ervervsformen tegning omfattes også av meldeplikt. Gode grunner kunne tale for at tegning ikke burde omfattes. Behovet for informasjon vil ikke være like stort i førstehåndsmarkedet som i annenhåndsmarkedet, og det stilles strenge krav til prospektet i vprl. kapittel 5, og eventuell kurssensitiv informasjon skal fremgå her. Prospektet innebærer således en beskyttelse mot at utsteder holder tilbake relevante opplysninger.<sup>50</sup> Man valgte likevel å ta med tegning i loven, da det antas at enkelte personer kan sitte på informasjon som ikke fremgår av prospektet, selv om det er i henhold til reglene i kapittel 5.

Et særlig spørsmål er når tegning vil utløse meldeplikt. I likhet med det som antas å gjelde for kjøp og salg, legges det til grunn at meldeplikten vil inntre når bindende og endelig

---

<sup>47</sup> Bechmann et al s. 212

<sup>48</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 26

<sup>49</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 29

<sup>50</sup> NOU 1996:2 s. 59

avtale om tegning er inngått. Riktignok kan det ha en viss informasjonsverdi for markedet å få melding straks en primærinnsider skriver seg på en tegningsliste. Forut for selskapets tildeling kan det imidlertid på grunn av overtegning være usikkert hvor mange aksjer tegneren faktisk vil få. Dette svekker informasjonsverdien av en meldeplikt forut for tildelingen. Videre ville man i tilfelle overtegning måtte gi markedet en ny, oppdatert melding. Det ble derfor ansett av praktiske og markedsmessige hensyn lite hensiktsmessig dersom det skulle sendes ut flere meldinger med kort mellomrom om noe som i realiteten må anses som én transaksjon.<sup>51</sup>

Erverv ved arv, skifte og gave faller derimot utenfor meldeplikten.<sup>52</sup> Dette er nokså naturlig, da slike transaksjoner ikke vil være utløst av at erververen innehar kurssensitiv informasjon, og overførselen av aksjene vil derfor ikke ha noen interesse for markedet.

### 3.1.3 Meldingen

Meldingen skal sendes til den børs eller den autoriserte markedsplass hvor aksjene er notert. Meldingen offentliggjøres så umiddelbart gjennom informasjonssystemet til den aktuelle børs eller markedsplass.<sup>53</sup> Meldingen skal sendes ”straks”, og senest innen åpningen av børsen dagen etter at handelen har funnet sted. Med dette menes at meldingen skal sendes umiddelbart etter at plikten inntreffer, men kommer handelen i stand utenfor børsens åpningstid, er det imidlertid tilstrekkelig at melding gis innen åpningen av børsen eller den autoriserte markedsplassen den påfølgende dag.<sup>54</sup> Meldingen skal da gis i god tid før selve åpningstidspunktet, slik at opplysningene rekker å absorberes i markedet før handelen starter.

---

<sup>51</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 46

<sup>52</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 45

<sup>53</sup> Bechmann et al s. 214

<sup>54</sup> Bechmann et al s. 214

Kravene til meldingens innhold fremgår av vprl. § 3-3. Den ble også endret ved lovendringen i 2005.<sup>55</sup> Meldingen skal nå inneholde:

1. navn på den meldepliktige,
2. bakgrunn for meldingen,
3. navn på utsteder,
4. beskrivelse av det finansielle instrument,
5. type transaksjon,
6. tidspunkt og marked for transaksjonen,
7. kurs og volum på transaksjonen og
8. beholdning etter transaksjonen.

## 3.2 Annet ledd

*”Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, bytte, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd.”*

### 3.2.1 Lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1

Bestemmelsen åpner for at et aksjeselskap kan inngå avtale om opptak av lån hvor fordringen gir fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet. Da forplikter selskapet seg til å utstede aksjer når lånegiveren etter avtalen har rett til å kreve det, og til å gjennomføre den forhøyelsen av aksjekapitalen krever. Det er to former for lån etter paragrafen; ombyttingslån og lån som gir tegningsrett til nye aksjer mot innskudd. Ombyttingslån kalles også konvertibelt lån, og innebærer at fordringen mot selskapet motregnes med aksjeinnskuddet. Reglene om ombyttingslån omfatter også det tilfellet at en som overdrar en eierandel til selskapet, forbeholder seg at salgssummen skal være et lån til

---

<sup>55</sup> Ot.prp nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsiddehandel m.v.) s. 96

selskapet, som skal gi rett til å kreve aksjer. Slike lån kan besluttes i ethvert aksjeselskap, uten noen begrensning med hensyn til selskapets art eller størrelse.<sup>56</sup>

Et trekk ved disse låneformene er at kreditor ikke tar den risiko som er forbundet med investering i aksjer. Han har en kreditors rettigheter mot selskapet og som regel rente på sitt krav. Opsjonsretten gir ham en sjanse til å bli akseeier dersom dette skulle vise seg økonomisk gunstig.<sup>57</sup>

Meldeplikten gjelder altså for slike lån som gir primærinnsidere rett til å tegne aksjer i utstederforetaket. Meldeplikten inntreer ved avtalen,<sup>58</sup> og ikke når lånet eventuelt omdannes til aksjer. Man vil således ha en meldeplikt selv om opsjonen aldri innfris.

### 3.2.2 Inngåelse, bytte, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter

Meldeplikten gjelder videre ved inngåelse, bytte, kjøp eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd. Det betyr at meldeplikten utløses av de samme personene ved handel i rettigheter og opsjoner tilknyttet de samme selskapene. Forholdet primærinnsider/utstederselskap blir altså det samme. Eneste forskjellen blir at meldeplikten utløses når det inngås en avtale om en rettighet eller opsjon i stedet for ved en direkte handel i aksjer.

Ervervsformen bytte av opsjoner og rettigheter ble lagt til ved endringen i 2005. Også her var gjeldende rett noe uskikker. Både Kredittilsynet<sup>59</sup> og forarbeidene<sup>60</sup> så på bytte som

---

<sup>56</sup> Aarbakke et al s. 589

<sup>57</sup> Aarbakke et al s. 590

<sup>58</sup> Bechmann et al s. 216

<sup>59</sup> Rundskriv 22/2001

<sup>60</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 26

kjøp og salg med betaling i annet enn penger, men det har som sagt vært avsagt en dom i motsatt retning. Ved å innta begrepet i lovteksten, skule man i alle fall fjerne all tvil.

Man utløser altså meldeplikt når man inngår en tegningsrett til en aksje. Man kommer da i en situasjon der man utløser meldeplikt to ganger; først ved inngåelse, bytte, kjøp eller salg av rettigheten, og så på det tidspunktet rettigheten eventuelt benyttes og aksjene erverves.<sup>61</sup> Den første meldeplikten inntreer når avtalen om inngåelse, bytte, kjøp eller salg kommer i stand etter normale kontraktsrettslige prinsipper, den andre i det ervervet faktisk skjer.

Opsjoner er en avtale om rett til å kjøpe eller selge et antall verdipapirer til en fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt.<sup>62</sup> Det er ikke uvanlig at slike avtaler inngås vederlagsfritt med ledende ansatte. Disse vil like fullt omfattes av meldeplikten under begrepet ”inngås” i lovteksten.<sup>63</sup> Meldeplikten utløses i det avtalen er kommet bindende i stand. Siden en opsjon er en rettighet til å handle aksjer på et senere tidspunkt, vil man også her utløse en ny meldeplikt når man eventuelt utløser opsjonen. Man vil igjen få en situasjon med dobbel meldeplikt.

”Tilsvarende rettigheter” kan være ulike konverteringsrettigheter og andre rettigheter som gir de meldepliktige en ubetinget rett til å bli eier av aksjene. Kravet for at meldeplikt skal utløses, er at rettigheten skal gi en rett til å bli eier av aksjene.<sup>64</sup> Også her utløses meldeplikten i det bindende avtale er kommet i stand, samt i det aksjeervert eventuelt skjer.

Felles for alle disse avtalene er at rettighetshaveren får en ubetinget rett til å bli eier av aksjene, men velger selv om han vil benytte seg av rettigheten og erverve aksjer. En primærinnsider vil kunne sitte på informasjon som kan ha betydning for kursutviklingen på

---

<sup>61</sup> Bechmann et al s. 216

<sup>62</sup> Sæbø s. 66

<sup>63</sup> Kredittilsynets rundskriv 22/2001

<sup>64</sup> Bechmann et al s. 217

de aktuelle aksjene, og en rettighet til å kjøpe i fremtiden vil således ha interesse for markedet. Det er derfor naturlig at meldeplikten også omfatter slike rettigheter.

### 3.3 Tredje ledd

*”Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 1-4 nr. 1, 2 og 4.”*

Som noens nærstående etter § 1-4 menes

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd. (Med dette menes at personen må ha ”bestemmende innflytelse” i det aktuelle selskap. I det ligger det at man har et flerfall av aksjene eller har en rett til å velge eller avsette flertallet av styret),
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

Bestemmelsen er begrunnet i et omgåelseshensyn. Kunne man omgå meldeplikten ved å handle i konas eller barnets navn, ville den praktiske betydningen av plikten for manges vedkommende falle bort.

Plikten til å gi melding retter seg mot primærinnsideren, og ikke den nærstående. Når det gjelder tilfeller hvor den meldepliktige ikke vet at den nærstående handler, forutsetter straff at det fastsatte skyldkravet er oppfylt. Den meldepliktige vil bare kunne straffes dersom det



var forsettlig eller uaktsomt å ikke melde fra om nærstående handel.<sup>65</sup> Ved unnlatt melding vil det da være avgjørende om primærinnsideren visste eller burde ha visst om handelen.

Dersom den nærstående selv er meldepliktig etter første ledd, vil det ikke være behov for å sende melding etter bestemmelsens tredje ledd.<sup>66</sup>

### 3.4 Fjerde ledd

*”Selskapet skal uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt over personer som nevnt i første ledd til vedkommende børs og autoriserte markedsplass. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn, personnummer eller lignende identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.”*

Selskapet har altså en plikt til å sende inn lister over dets primærinnsidere. Oversikten skal første gang utarbeides og sendes i tilknytning til at selskapets aksjer tas opp til notering på børsen, og siden ajourføres kontinuerlig. Det er derimot ingen plikt til å opplyse om nye primærinnsideres eventuelle innehav av aksjer eller rettigheter til aksjer i selskapet på tiltredelsestidspunktet. Plikten utløses derimot om slike aksjer selges, eller om en rettighet, for eksempel en opsjon, innløses.

Det er derimot ikke avgjørende for meldeplikten om en person er oppført på denne listen eller ikke.<sup>67</sup> Det avgjørende er derimot om den ansatte normalt kan antas å ha tilgang til kurssensitive opplysninger. Meldeplikten vil da kunne gjelde for ansatte som ikke er ført opp på listen, og personer som står der trenger ikke nødvendigvis å være primærinnsidere i lovens forstand. For meldepliktige som ”ledende ansatt” vil derimot oppføringen på listen kunne ha avgjørende betydning, da selskapets egen vurdering tillegges betydelig vekt.

---

<sup>65</sup> Ot.prp nr. 29 (1996-1997) s. 47

<sup>66</sup> Bechmann et al s. 217

<sup>67</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 50

Det var ingen plikt til å melde fra om ”opphør” av primærinnsidere,<sup>68</sup> men ved lovendringen i 2005 ble fjerde ledd forandret fra ”selskapet skal sende en oversikt over personer som nevnt i første ledd” til ”selskapet skal uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt over personer nevnt i første ledd.” Skal listen være ajourført, må de som ikke lenger omfattes av første ledd fjernes. Selskapet får da en tilsvarende plikt til å fjerne de som ikke lenger omfattes av meldeplikten, som det har til å føre opp nye.

### 3.5 Femte ledd

*”Meldepliktige etter første ledd skal uten ugrunnet opphold sende vedkommende børs og autoriserte markeds plass en ajourført oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første og annet ledd. Meldingen skal inneholde personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer.”*

Primærinnsidere skal sende en oversikt over sine nærstående som innehar eller erverver aksjer eller rettigheter som omfattes av meldeplikten. Denne oversikten er det altså primærinnsideren selv som skal sende inn, og ikke selskapet slik tilfellet er etter fjerde ledd. Dette er begrunnet i hensynet til personvern. Det vil også være umulig for et større selskap å holde rede på ansattes personlige forbindelser, og å holde en oppdatert liste ville derfor blir en nesten umulig jobb.

Oversikten skal bare omfatte de nærstående som innehar eller erverver aksjer. Det er altså ikke en generell liste over primærinnsiderens nærmeste. Ved endringer i hvem som er vedkommendes nærstående skal oversikten oppdateres og oversendes fortløpende. Det betyr at dersom en person som tidligere har vært ansett som nærstående ikke lenger er det, skal han fjernes fra listen. Likeså skal en ny nærstående som innehar aksjer eller andre rettigheter føres opp.

---

<sup>68</sup> Bechmann et al s. 218

Plikten til å sende inn oversikten utløses når selskapet tas opp til notering på børsen, eller når vedkommende inntreer en stilling slik at han blir ansett som en primærinnsider.

### 3.6 Sjette ledd

*”Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.”*

Grunnfondsbevis kan utstedes av sparebanker og gjensidige finansinstitusjoner,<sup>69</sup> og det likestilles i stor grad med aksjer i børs- og verdipapirretten.

Et grunnfondsbevis er et utbytteinstrument hvor investorens årlige avkastning er knyttet til utstederens resultat på samme måte som for aksjer.

En primærinnsiders handel i grunnfondsbevis kan derfor være av interesse for markedet, og meldeplikten gjelder altså tilsvarende for slik handel.

## 4 Meldeplikten i praksis

Meldingen sendes Oslo børs via skjema på internett.<sup>70</sup> Samme sted finner man også skjema for oppdatering av innsidelister. Det er det samme skjemaet som brukes av selskapet til å gi opplysninger om hvem som er deres primærinnsidere, som primærinnsiderne bruker til å oppdatere børsen om hvem som er nærstående etter tredje ledd.

Meldingen kobles så mot registre i VPS,<sup>71</sup> slik at innsideres verdipapirkonti blir kontrollert på daglig basis. Systemet vil sende melding til Oslo Børs hver gang det skjer

---

<sup>69</sup> NOU 1996:2 s. 20

<sup>70</sup> [www.oslobors.no/ob/innsidereregister](http://www.oslobors.no/ob/innsidereregister)

<sup>71</sup> Verdipapirsentralen

beholdningsendringer i de aktuelle verdipapirene på innsideres verdipapirkonti. Alle konti skannes hver dag, og alle transaksjonene meldes til overvåkningsavdelingen for undersøkelser.

Meldinger som har innholdsmessig feil, blir rapportert for sent eller uteblir helt, rapporteres rutinemessig til Kredittilsynet, som gjennomfører videre undersøkelser og tar stilling til om forholdet eventuelt skal politianmeldes. Da overtar ØKOKRIM saken.

I 2004 sendte Oslo Børs 106 meldepliktssaker til Kredittilsynet, disse sakene er til nå endt i 19 advarsler, 3 forelegg og en dom. Pr. 14.11.2005 har Kredittilsynet behandlet 112 saker oversendt fra Oslo Børs. Der er til nå gitt 9 advarsler, men det er ikke utstedt noen forelegg.<sup>72</sup>

Advarsler gis der det er konstatert brudd på bestemmelsen, men at handelsbeløpet er relativt lite og at det er tale om en førstegangsovertredelse.

Kredittilsynet foretar mer omfattende undersøkelser enn det Oslo Børs gjør, noe som forklarer de store avvikene mellom sakene oversendt fra Oslo Børs og antall forelegg og advarsler. Undersøkelsene avdekker ofte at handelen likevel er rettidig meldt, at transaksjonen ikke var meldepliktig eller at vedkommende ikke lenger var primærinnsider.

Dommen nevnt over ble avsagt 17. des 2004 av Heggen og Frøland tingrett (nr 04-00635F). Der ble en lønningssjef i et selskap ilagt en bot på 5000 kroner for å ha meldt en handel på 290 000 under seks timer for sent. Subsidiært ble hun ilagt fem dagers fengselsstraff om boten ikke ble betalt.

Et annet eksempel er Oslo tingretts dom 7. mars 2003 (nr 02-10048 M/19). Spørsmålet var her om det var inngått en bindende avtale om kjøp av aksjer, slik at transaksjonen var meldepliktig. Primærinnsideren fikk her en bot på kr 50 000. I tilknytning til denne dommen kan Borgarting lagmannsretts dom 3. mai 2004 (nr 03-013038AST – Borg/avd02)

---

<sup>72</sup> Opplysningene er gitt pr. mail av informasjonsavdelingen ved Kredittilsynet

nevnes. Her ble vedkommende blant annet dømt for medvirkning til at primærinnsideren i Oslo tingretts dom brøt bestemmelsen.<sup>73</sup>

Det foreligger i tillegg en betydelig foreleggspraksis hos ØKOKRIM. Foreleggene ligger på fra noen tusen kroner og opp til rundt hundre tusen kroner. Både selskaper og privatpersoner er idømt forelegg for overtredelse av meldeplikten.

Noen få eksempler kan nevnes:

I ØKOKRIMS sak 791/01 ble et utstederselskap ilagt et forelegg på 90 000 for å ha meldt for sent en rekke transaksjoner i egne aksjer. Transaksjonenes markedsverdi var omtrent 55 millioner.

I en annen sak (509/01) ble en primærinnsider ilagt forelegg på 30 000 kroner for å meldt et salg av aksjer tre dager for sent. Her var markedsverdien 22,6 millioner kroner.<sup>74</sup>

## **5 Stedlig virkeområde, straffejemmel, skyldkrav og straff**

### **5.1 Stedlig virkeområde**

Reglene om meldepliktig verdipapirhandel gjelder tillitsmenn og ledende ansatte i børsnoterte foretak, og formålet er at den skal ivareta markedets informasjonsbehov. I forarbeidene legges det derfor til grunn at reglene gis anvendelse på alle primærinnsidere, uavhengig av nasjonalitet og bosted, i alle selskap der aksjer eller grunnfondsbevis er børsnotert i Norge.<sup>75</sup> Meldeplikten får dermed også anvendelse på utenlandske selskap børsnotert i Norge.

---

<sup>73</sup> Samtlige dommer er oversendt av informasjonsavdelingen ved Kredittilsynet

<sup>74</sup> Bechmann et al s. 836

<sup>75</sup> NOU 1996:2 s. 77

Reglene kommer derimot ikke til anvendelse dersom norske foretak kun har verdipapirer notert på utenlandske børser.

## 5.2 Straffehjemmel

Brudd på meldepliktreglene i vphl. § 3-1 er straffesanksjonert etter vphl. § 14-3 annet ledd nr 1. Så vel uaktsom som forsettelig overtredelse rammes. Straffen er bøter eller fengsel inntil 6 år. Medvirking straffes på samme måte, jf fjerde ledd.

Overtredelse av § 3-3 om meldingens innhold straffes med bøter. Også her er forsettelig og uaktsom overtredelse rammet.

Overtredelse av begge bestemmelsene er forseelse uten hensyn til straffens størrelse, jf fjerde ledd annet punktum.

I følge femte ledd finner påtale bare sted når allmenne hensyn krever det

## 5.3 Skyldskrav

Som i strafferetten er det en forutsetning for straff at den som objektivt har overtrådt straffebudet, også har utvist skyld. Vphl. § 14-3 krever forsett eller uaktsomhet.

Strafferammen er den samme for forsettelig og uaktsom overtredelse, men skyldgraden vil få betydning ved straffeutmålingen.<sup>76</sup>

### 5.3.1 Forsett

Forsett er den bevisste overtredelsen av et straffebud. Det må legges til grunn at kravet til forsett har det samme innholdet i vphl. § 14-3 som ellers i strafferetten. For at skyldkravet skal være oppfylt må således innsiderens forsett omfatte samtlige elementer i gjerningsbeskrivelsen. Dersom en innsider foretar en transaksjon der han med sikkerhet vet

---

<sup>76</sup> Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 43

at han har meldeplikt, har han klart handlet med forsett dersom han lar være å melde handelen.

Forsett kan konstateres selv om gjerningspersonen ikke kjenner til at handlingen er straffbar. Man taler i disse tilfellene om en rettslig villfarelse. Det bedømmes etter straffeloven<sup>77</sup> § 57, og kan bare medføre straffrihet dersom den er unnskyldelig. Man krever derimot at folk skal ha kjennskap til de generelle reglene som kontrollerer det normale samlivet i samfunnet, samt at man skal ha kunnskaper om særregler for det yrket en bedriver.<sup>78</sup> En person i en fremtredende stilling i et børsnotert selskap skal vite at han har meldeplikt om han handler i aksjer i selskapet og i selskaper i samme konsern, slik at han vil aldri kunne hevde straffefrihet for villfarelse.

Tilsvarende blir det når selskapet handler. Selv om et selskap som sådan aldri kan utvise forsett, skal personene som handler på selskapets vegne kjenne til disse reglene, og selskapet kan dermed forsettelig overtrent straffebudet og straffes etter § 14-3.

### 5.3.2 Uaktsomhet

Ved uaktsom overtredelse stilles det kun krav til simpel uaktsomhet. Det betyr at det er tilstrekkelig at vedkommende burde ha visst at handlingen er en overtredelse av bestemmelsen. For tillitsmenn og fremtredende ansatte i verdipapirforetak vil aktsomhetsnormen dermed praktiseres strengt, da man forventer at disse personene kjenner til disse reglene.

Uaktsomhet i forhold til egen meldeplikt kan dermed vanskelig tenkes. Et unntak er dersom handelen foretas av annen person for vedkommendes regning, noe som også er meldepliktig.<sup>79</sup> Den meldepliktige trenger da ikke å være klar over at handelen er foretatt,

---

<sup>77</sup> Almindelig borgerlig straffelov (straffeloven) 22. mai 1902 nr. 10

<sup>78</sup> Andenæs s. 260

<sup>79</sup> Bechmann et al s. 212

eller i alle fall ikke det nøyaktige tidspunktet for overførselen. Man bør derimot kreve at en som omfattes av meldeplikten videreformidler dette til vedkommende som handler for ham, slik at han får øyeblikkelig beskjed om en eventuell handel slik at han kan melde den.<sup>80</sup> Gjøres ikke dette, vil det klart være en uaktsom overtredelse av reglene.

Uaktsom overtredelse er derimot mer aktuell etter §3-1 femte ledd. Det er ikke sikkert primærinnsideren har kontroll på aksjeposter som nærstående har, spesielt siden dette også omfatter enkelte selskaper. Det er som sagt kun nærstående som innehar aksjer vedkommende har plikt til å rapportere, og vet han ikke at de har aksjer i selskapet, vil straffeskylden være svært liten om han ikke har ført de opp i oversikten.

### 5.3.3 Medvirkning

Medvirkning straffes som sagt på samme måte. Det betyr at både forsettelig og uaktsom medvirkning kan straffes. Hvis man for eksempel handler aksjer for en primærinnsider vel vitende om at han skulle ha meldt handelen, vil man altså kunne straffes for medvirkning.

Dette fremgår også av Kredittilsynets rundskriv 27/2001 der det står at et verdipapirforetak vil kunne ha en plikt til å utvise aktivitet for å legge til rette for at kunden oppfyller sin meldeplikt. Gjør man ikke dette, vil man kunne dømmes for medvirkning til brudd på meldeplikten.

## 5.4 Straff

Strafferammen er som sagt bøter eller fengsel inntill 1 år, eller begge deler.

Straffeutmålingen vurderes på bakgrunn av overtredelsens karakter og graden av skyld. Handlinger som foretas med forsett, hvor handlingen har medført stor gevinst, om det er gjentatte overtredelser, misbruk av stilling og tillit osv, vil bli bedømt som skjerpene omstendigheter.

---

<sup>80</sup> [www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=3615](http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=3615)



Både selskap og primærinnsider kan straffes for brudd på meldeplikten. Ved foretaksstraff er naturlig nok kun bøter aktuelt.

Selskapet skal som kjent sende oversikt over hvem som er deres primærinnsidere. Gjøres ikke dette, kan foretaket straffes med bøter. Så vel forsettelig og uaktsom overtredelse rammes.

Ved forsettelig eller uaktsom overtredelse av femte ledd (oversikt over nærstående) kan primærinnsideren også straffes med bøter eller fengsel, eller kombinasjon av disse.

## **6 Konklusjon**

Hovedformålet med oppgaven var å gi en objektiv analyse av dagens bestemmelse i verdipapirhandelloven § 3-1 om primærinnsideres meldeplikt.

Jeg begynte med en kort fremstilling av historien og begrunnelsen for bestemmelsen. Meldeplikten ble første gang innført i verdipapirhandelloven av 1985. Bestemmelsen skulle først og fremst fungere som en forebyggende regel mot innsidehandel, og i tillegg skulle den gjøre det enklere å oppdage eventuell innsidehandel i ettertid.

I løpet av de 20 årene bestemmelsen har eksistert i norsk rett, har den blitt forandret flere ganger. Hvem som anses som primærinnsidere har skiftet, og forskjellige handler har utløst plikten. Det mest sentrale i utvikingen er allikevel at meldeplikten har gått fra en månedentlig eller kvartalsvis oppdatering fra selskapet til en øyeblikkelig melding fra den enkelte investor.

Meldeplikten påfaller i dag styremedlem (inkludert varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær), ledende ansatt, medlem av kontrollkomité og revisor når de kjøper,

selger, bytter eller tegner aksjer i utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. I tillegg får selskapet meldeplikt om de handler i egne aksjer eller i aksjer i selskaper i samme konsern. Et foretak som på grunn av eierskap er representert i et notert selskaps styre må også gi melding om de handler aksjer i utstederforetaket.

Meldeplikten gjelder tilsvarende for lån som er nevnt i asa/asal § 11-1, og ved inngåelse, bytte, kjøp eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern.

I tillegg vil enkelte nærstående til primærinnsideren pålegges meldeplikt.

Det er ingen nedre grense for hvilke handler som skal meldes, og det er heller ikke krav om at innsideren må besitte noen spesiell informasjon.

Totalt sett blir det altså mange som omfattes av meldeplikten, og det er derfor et stort antall handler som meldes hver eneste dag til Oslo børs. Allikevel oppdager ikke markedsovervåkingen på børsen mer enn rundt 100 mulige brudd på bestemmelsen i året. Disse sakene sendes så videre til Kredittilsynet som foretar grundigere undersøkelser. I fjor resulterte det i 19 advarsler, tre forelegg og en dom.

Disse tallene skulle tilsi at bestemmelsen fungerer bra. På den annen side kan det bety at mange handler ikke meldes i det hele tatt, og at de derfor aldri fanges opp av overvåkingen på børsen. Omgåelsesmulighetene er store, og det er lett å få en annen til å handle aksjer for seg. Dette er en problemstilling som kunne vært grundigere behandlet i oppgaven.

Et annet spørsmål er hvilke incentiver primærinnsideren har til å bryte bestemmelsen. Sitter han på informasjon som han tror vil få aksjene til å stige når den blir kjent for markedet, skulle man tro at han vil ha interesse av å gjøre sin handel kjent. Ser markedet at en innsider i et selskap kjøper en større aksjepost, vil det ofte tolkes dit hen at han besitter

positiv informasjon om selskapet. Dette vil øke interessen for selskapet og flere ønsker å plassere penger i det, og det hever kursen på aksjene, noe primærinnsideren tjener på.

Annerledes blir det ved salg. Om en innsider selger unna store poster vil dette ofte tolkes negativt av markedet, noe som kan føre til kursfall. Selv om dette ikke har betydning for aksjene han har solgt, kan han fremdeles sitte på aksjer i selskapet. Verdien av de resterende aksjene kan da synke. Videre kan det ha betydning for selskapet, for eksempel ved at andre investorer begynner å selge unna, omdømmet skades, det kan få problemer med å reise kapital osv.

Man skulle derfor anta at man har større interesse av å melde kjøp enn salg. Dette er spørsmål som kunne vært drøftet i oppgaven, men en grundig gjennomgang av disse temaene vil nok være så omfattende at det er nok til en egen avhandling.

Alt i alt føler jeg at jeg har fått drøftet bestemmelsen på en tilfredstillende måte. Jeg sitter også med følelsen av at de fleste handlene blir meldt, og at bestemmelsen fungerer noenlunde som ønsket. Den er en viktig faktor i bekjempelsen av innsidehandel, samtidig som primærinnsideregisteret er med på å opplyse markedet. Det er liten tvil om at bestemmelsen kommer til å eksistere i en eller annen form i all framtid, og det meste tyder vel heller på at den vil utvides ytterligere enn at den vil innskrenkes.

## **7 Kildehenvisninger og litteratur**

### **7.1 Lovregister**

1902 Almindelig borgerlig Straffelov (Straffeloven) av 22. mai 1902 nr. 10

1997 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 44

1997 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45

1997 Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79

1999 Lov om revisjon og revisorer av 15. jan 1999 nr. 2

### **7.2 Forarbeider**

NOU 1978:42 Verdipapirhandel

NOU 1996:2 Verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 29 (1996-97) Om lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 80 (2000-01) 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

### **7.3 Rundskriv**

Kredittilsynets rundskriv 22/2001 og 27/2001

### **7.4 Rettspraksis**

Gulating lagmannsrett 20. mars 2003 nr. 02-02421

Oslo tingrett 7. mars 2003 nr. 02-10048 M/19

Borgarting lagmannsrett 3. mai 2004 nr. 03-013038AST – Borg/avd02

Heggen og Frøland tingrett 17. des 2004 nr. 04-00635F

## 7.5 Litteratur

*Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave.* Magnus Aarbakke ... [et al.]. Oslo, 2000

Andenæs, Johs. *Alminnelig strafferett.* 5. utg. Oslo, 2004

Bergo, Knut. *Børs og verdipapirrett.* 1. utg. Oslo, 1998

Hansen, Jesper Lau: *Informationsmisbrug,* 1. utg. København, 2001

Sandeberg, Catarina. *Marknadsmisbruk.* 1. utg. Uppsala, 2002

Sæbø, Rune. *Innsidehandel med verdipapir.* 1. utg. Bergen, 1995

*Verdipapirhandelloven kommentarutgave.* Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002

