

BØRSNOTERTE SELSKAPERS LØPENDE INFORMASJONSPLIKT

Kandidatnummer: 565

Leveringsfrist: 25.04.2007 V-07

Til sammen 17870 ord

23/04/2007

Innholdsfortegnelse

<u>1 INNLEDNING</u>	4
1.1 Presisering av oppgavetema og avgrensninger	4
1.2 Rettslig plassering	7
1.3 Hensyn bak reglene om informasjonsplikt	8
1.4 Rettskildebildet	10
<u>2 GENERELLE BEMERKNINGER KNYTTET TIL INFORMASJONSPLIKTEN</u>	15
2.1 Informasjonspliktens rettslige grunnlag	15
2.2 Informasjonspliktens anvendelsesområde	16
<u>3 INFORMASJONSPLIKTENS INNHOLD</u>	17
3.1 Innledning	17
3.2 Nærmere om innsidebegrepet	18
3.2.1 Generelt	18
3.2.2 «presise opplysninger»	19
3.2.3 Merkbar kurspåvirkning	23
3.2.4 Særlig om merkbarhetskravet ved forhold som vokser frem over tid	30
3.2.5 Opplysningene må ikke være «offentlig tilgjengelig eller kjent i markedet»	39
3.3 «direkte angår selskapet»	40
3.4 Ulike typetilfelle	42
3.4.1 Innledning	42
3.4.2 Budsjetter, estimater mv.	42
3.4.3 Regnskapsinformasjon	44

3.4.4 Forslag og vedtak om kapitalforhøyelser, utbytte mv.	45
4 NÅR INNTREER INFORMASJONSPLIKTEN?	48
4.1 Hovedregel: «Uoppfordret» og «umiddelbart»	48
4.2 Unntak: Legitime interesser mm. tilsier utsettelse	53
4.2.1 Generelt	53
4.2.2 Legitime interesser	54
4.2.3 Pågående forhandlinger	56
4.2.4 Godkjenning fra annet selskapsorgan	59
4.2.5 Særlig om regnskapsinformasjon	60
4.2.6 Andre særegne forhold	61
4.2.7 «allmennheten ikke villedes av utsettelsen»	63
4.2.8 Opplysningene må behandles konfidensielt	64
4.2.9 Særlig om tilbakekjøpsprogrammer	65
5 LITTERATURLISTE	69

1 Innledning

1.1 Presisering av oppgavetema og avgrensninger

Oppgavens tema er problemstillinger knyttet til børsnoterte selskapers informasjonsplikter. Med børsnoterte selskaper menes utstedere hvis finansielle verdipapirer er eller søkes notert på norsk børs.¹ Informasjon fra de børsnoterte selskapene er viktig av flere årsaker. For det første er de viktige for at ulike kontrollorganer skal kunne utføre sine lovpålagte oppgaver, så som Børsen selv og Kredittilsynet. Videre er informasjonsplikt viktig for en velfungerende omsetning av verdipapirer. Opplysningsplikt sikrer lik informasjon til markedet, noe som igjen fører til at markedet kan prise selskapene korrekt. Et effektivt og velfungerende verdipapirmarked er således avhengig av fullstendig, nøyaktig og rettidig tilførsel av kursrelevant informasjon om utstedere av de verdipapirer som handles. Informasjonsplikt for selskapene fører derfor til en økt tillit til kapitalmarkedet, hvilket igjen styrker dette markedet som finansieringskilde for næringslivet.

Jeg har valgt å sentrere denne fremstillingen rundt børsnoterte selskapers løpende informasjonsplikt overfor børsen og indirekte overfor markedet, jfr. lov om børsvirksomhet m.m. av 17. november 2000 nr. 80 (børsloven - børslo.) § 5-7 første ledd, jfr. Forskrift av 17. januar 1994 nr. 30 (børsforskriften - børsf.) § 5-2. Bestemmelsene pålegger selskapene å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet. I og med at «innsideinformasjon» er utløsermekanismen for når det foreligger informasjonsplikt, vil en redegjørelse av innsidebegrepet stå sentralt i oppgaven.

¹ Jfr. nedenfor under punkt 2.2.

Begrepet «innsideinformasjon» fungerer i børs- og verdipapirretten som et koblingsord med flere forskjellige rettsvirkninger. I tillegg til å avgjøre når selskapenes løpende informasjonsplikt inntreer, har begrepet etter verdipapirhandelloven² kapittel 2 også rettsvirkninger som taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, handleforbud, listeføringsplikt, rådgivningsforbud og rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner. Det vil falle utenfor denne oppgavens tema å foreta en nærmere redegjørelse av disse rettsvirkningene, og jeg vil konsentrere meg om innsideinformasjon som utløser for informasjonsplikt.

Som nevnt følger det av børsloven og børsforskriften at selskapene må opplyse om innsideinformasjon som «direkte angår selskapet». Et spørsmål i denne sammenheng blir hvem som kan være opphavet til denne informasjonen. En ting er der informasjonen oppstår innenfor selskapets kontrollsfære (man finner f.eks. et nytt oljefelt). Men hva dersom informasjonen genereres annensteds. For eksempel vil en opplysning fra selskap A om at selskap B er tildelt en stor utbyggingskontrakt, samtidig kunne være informasjon om at selskap C ikke har fått kontrakten. Er selskap C her pålagt å sende børsmelding om forholdet?

Videre kan det hende at selskapet kan ha gode grunner som tilsier at informasjonen må holdes tilbake en viss periode. Et eksempel kan være dersom en offentliggjøring vil skade viktige interesser for selskapet (f.eks. dersom en planlagt fusjon kan strande). Et sentralt punkt blir derfor om selskapet dersom det foreligger særlige omstendigheter kan tilbakeholde ellers informasjonspliktig informasjon, og i så fall hvor lenge.

I tillegg til den *løpende* informasjonsplikten har de børsnoterte selskapene også andre informasjonsplikter ovenfor børsen o.l., jfr. nedenfor under pkt. 1.2. Jeg har i stor grad valgt å avgrense mot disse pliktene, da jeg heller ønsker å foreta en grundig

² Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79.

redegjørelse av den løpende informasjonsplikten. Den løpende informasjonsplikten bygger i langt større grad på skjønnsmessige vurderinger enn de nedenfor nevnte informasjonsplikter. Det må foretas konkrete, skjønnsmessige vurdering både hva gjelder hvorvidt den aktuelle informasjonen skal klassifiseres som til innsideinformasjon, hvor lang frist selskapene har på å offentliggjøre informasjonen, og hvorvidt det foreligger grunnlag for utsatt offentliggjøring. Reglene er til dels vage i sin ordlyd, noe som gjør det i stor grad rettslig relevant å analysere dem. Videre foreligger det lite teori hva gjelder den nevnte informasjonsplikt, og jeg mener derfor en god drøftelse vil kunne skape større klarhet rundt regelsettene.

Jeg har valgt å sentrere oppgaven rundt definisjonen av innsideinformasjon og vilkårene for utsatt offentliggjøring av ellers informasjonspliktig informasjon. Jeg har av plasshensyn måttet avgrense mot fremgangsmåten ved offentliggjøring av informasjonspliktig informasjon, herunder når informasjonen anses som offentliggjort.³ Jeg har videre av samme hensyn måttet avgrense mot sanksjonssystemet ved misligholdt informasjonsplikt.⁴

De nevnte regelsett gjelder i stor grad for utstedere av «finansielle instrumenter» i sin helhet, jfr. vphl. §§ 2-1 og 2-2, og børsf. § 5-7. Finansielle instrumenter er definert i vphl. § 1-2 annet ledd, jfr. tredje ledd. Praktisk viktige eksempler er aksjer (tredje ledd nr. 1.), obligasjoner (tredje ledd nr. 2.) og verdipapirfondsandeler (annet ledd nr. 2.).

Jeg har valgt å avgrense oppgaven til en behandling av informasjonsplikten for utstedere av «aksjer», da den samme avgrensning er gjort i børsf. kap. 5 og Oslo Børs' egne handelsregler.⁵

³ Jfr. nærmere om dette i børsforskriften kap. 23.

⁴ Jfr. nærmere om sanksjonssystemet i børsf. kap. 25.

⁵ For en nærmere beskrivelse av de ulike instrumentene vises det til omtale i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) kapittel 3.

1.2 Rettslig plassering

I tillegg til den nevnte informasjonsplikten ovenfor markedet, inneholder både børsloven, børsforskriften og verdipapirhandelloven også andre informasjonsplikter overfor andre enn markedet som sådant. En oversikt over de nevnte opplysningsplikter kan være på sin plass, da de også synliggjør enkelte avgrensninger som er blitt gjort i denne oppgaven

For det første har man i børsl. § 5-7 annet ledd et pålegg for de børsnoterte selskapene på forespørsel fra børsen å gi børsen «de opplysninger som er nødvendig for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter». Her gjelder det intet krav til kursrelevans, men informasjonen må ha en viss relevans for børsens plikt til å organisere handel og kursnotering eller dens tilsynsoppgaver.⁶ Bestemmelsen regulerer forholdet der børsen forespør opplysningene, i motsetning til den løpende informasjonsplikten der selskapene «uoppfordret» plikter å offentliggjøre opplysninger.

Børsl. § 8-2 tredje ledd regulerer børselskapenes informasjonsplikt ovenfor Kredittilsynet. Kredittilsynet er en statlig kontrolletat underlagt Finansdepartementet. Kredittilsynet fører tilsyn med aktørene i finansmarkedet, herunder børser og autoriserte markedsplasser, jfr. børsl. § 8-1.⁷ Selskapene pålegges etter børsl. § 8-2 tredje ledd å opplyse om forhold Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i børsloven og børsforskriften. Tilsvarende bestemmelse finnes i vphl. § 12-2.

Vphl. § 12-6 inneholder en generell informasjonsplikt for børsnoterte selskaper om forhold som kan ha betydning for tilbudsplikt etter samme lovs kap. 4. Etter vphl. § 4-1 er hovedregelen at den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Heller ikke etter vphl. § 12-6 plikter selskapene å oppgi

⁶ Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett side 123.

⁷ Kredittilsynets virksomhet reguleres av Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven) av 7. desember 1956 nr. 1.

informasjonen «uoppfordret», bestemmelsen sier at børsen «kan kreve» opplysningene fra selskapene.

Det vil favne for stort å systematisk skulle behandle de nevnte informasjonsplikter. Jeg kommer derfor i liten grad til å berøre disse, men heller bruke de i min redegjørelse av informasjonsplikten overfor markedet.

1.3 Hensyn bak reglene om informasjonsplikt

Reglene om informasjonsplikt bygger på flere og til dels kryssende hensyn. På den ene siden har man søkt å ta hensyn til markedet, samtidig som man også har sett at offentliggjøring av opplysninger i enkelte situasjoner kan være direkte skadelig for selskapet.

Et sentralt hensyn bak reglene om informasjonsplikt er hensynet til riktig prising av selskapene. Verdsettelsen av selskapene vil avhenge av en lang rekke forhold, så som selskapets nettobalanse (differansen mellom eiendeler og gjeld), kontantstrømanalyser, ledelsens sammensetning, selskapets gjeldssituasjon etc. Videre er et selskaps fremtidsutsikter viktig for en investor. Viktige elementer i en slik vurdering vil være selskapets ordrebeholdning, godkjenning av et nytt produkt, strategiendringer mv. Mens den første gruppen av opplysninger gjerne omfattes av de periodiske rapporteringer av regnskap etc., vil den andre gruppen i større grad omfattes av den løpende informasjonsplikten. Informasjon om slike forhold er således av stor betydning for at markedet skal kunne verdsette selskapene riktig.

Viktig er også hensynet til lik informasjon i markedet. Dersom selskapene f.eks. kan hemmeligholde kritiske forhold i en kortere eller lengre tidsperiode, vil dette kunne øke faren for misbruk av innsideinformasjon i denne fasen.⁸ Utstrakt misbruk av

⁸ Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett side 99.

innsideinformasjon vil kunne svekke tilliten til verdipapirmarkedet, noe som igjen vil kunne svekke dette markedets som finansieringskilde for næringslivet.⁹

På den annen side kan selskapenes interesser bli svært skadelidende dersom de tvinges til å gå ut å offentliggjøre informasjon på et tidlig tidspunkt i forhandlinger om f.eks. kjøp av en større aksjepost i et annet børsnotert selskap, fusjonering, nyvinninger som enda ikke er rettslig beskyttet etc. Lovgivers løsning på dette problemet er at selskapene i unntakstilfelle, og der nærmere bestemte vilkår er oppfylt, kan tilbakeholde ellers informasjonspliktig informasjon i en viss periode.

I tillegg til de ovennevnte hensyn kan det også anføres at hensynet til at markedet ikke må drukne i informasjon tilsier en begrensning av informasjonsplikten. Bergo mener imidlertid at dette hensynet er mindre relevant, da markedet normalt selv er i stand til å skille det vesentlige fra det uvesentlige.¹⁰ Jeg mener dette argumentet bør nyanseres noe. Hva gjelder de profesjonelle investorene, som har drevet med aksjeinvesteringer i en årrekke er jeg enig i at disse forholdsvis enkelt kan skille vesentlig informasjon fra uvesentlig informasjon. Imidlertid blir aksjesparing stadig mer vanlig (særlig etter at internetthandel av aksjer er blitt innført) for folk flest, og mange av disse er langt mindre erfarne. For disse ville det nok vært en fordel dersom kun mer vesentlige forhold ble rapportert, da disse ikke i samme grad evner å skille ut den relevante informasjonen, og dermed nok vil kunne føle informasjonsmengden som overveldende.

Reglene om informasjonsplikt bygger i stor grad på EUs markedsmisbruksdirektiv (jfr. nedenfor under punkt 1.4). Reglene er ment å skulle skape et enhetlig marked for finansielle tjenester innen EU/EØS. En implementering og håndhevelse av disse reglene forutsetter dermed å føre til større harmonisering i EU/EØS-statene.¹¹ Viktig blir således at medlemslandenes regler materielt sett ikke avviker fra EØS-reglene, da dette vil kunne

⁹ Rt. 2006 side 1049.

¹⁰ Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett side 100.

¹¹ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 3.

hemme den nevnte harmoniseringen. Videre er det en fordel at de nasjonale reglene i stor grad benytter tilsvarende ordlyd som direktivet, slik at det blir enklere for selskapene å forholde seg til såvel de nasjonale som de EU/EØS-rettslige regelsettene.

1.4 Rettskildebildet

Av spesiell relevans for denne oppgaven er børsloven og verdipapirhandelloven, særlig børsl. kap 5 og vphl. kap. 2. I tillegg vil enkelte andre lover ha en mer indirekte betydning, så som allmennaksjeloven¹².

Bestemmelsene i vphl. kapittel 2, jfr. børsl. § 5-7, jfr. børsf. kapittel 5 implementerer bl.a. Markedsmisbruksdirektivet¹³ («MAD»). MAD er et rammedirektiv, som i tråd med den såkalte komitologiprosessen er utfylt av andre rettsakter.¹⁴ At regelverket er direktivbasert, byr på enkelte rettskildemessige utfordringer. MAD er et fullharmoniseringsdirektiv hva gjelder de sentrale definisjoner og handlingsnormer, noe som innebærer at norsk rett verken kan inneholde strengere eller lempeligere regler. Direktivteksten vil således i stor grad være relevant for fastleggelsen av gjeldende rett. Videre må det legges vekt på praksis fra EF-domstolen vedrørende forståelsen av direktivet.¹⁵ Jeg har også valgt å legge vekt på uttalelser fra The Committee of European Securities Regulators (CESR). CESR er en komité bestående av hvert av EU-/EØS-

¹² Allmennaksjeloven, Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 45.

¹³ Rådsdirektiv 2003/6/EF

¹⁴ Kommisjonen har vedtatt fire rettsakter med utfyllende bestemmelser til markedsmisbruksdirektivet: første kommisjonsdirektiv (2003/124/EF), andre kommisjonsdirektiv (2003/125/EF), kommisjonsforordning nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter, samt tredje kommisjonsdirektiv (2004/72/EF).

¹⁵ Formelt sett er det kun rettspraksis ved EF-domstolen frem til undertegning av EØS-avtalen som er bindende, jfr. EØS-avtalen art. 6. Høyesterett har imidlertid i flere avgjørelser lagt til grunn at også senere praksis er sentrale rettskilder, jfr. bl.a. Rt. 2002 s. 391 (God Morgon) der Høyesterett uttalte, under henvisning til Rt. 1997 s. 1954, at «det er på det rene at slik senere praksis uansett skal tillegges stor vekt ved tolkningen av norsk lov».

landenes kompetente myndigheter (først og fremst tilsynsmyndighetene)¹⁶, hvis hovedoppgaver bl.a. er å sikre koordinering av medlemslandenes gjennomføring og praktisering av reglene, og gi rådgivende uttalelser til EU-kommisjonen.¹⁷ At MAD er et fullharmoniseringsdirektiv hvis hovedformål er å sikre uniforme innsidehandelsregler i hele Europa¹⁸, tilsier at uttalelser fra et organ som er representert av- og samkjører praksis fra medlemslandene bør tillegges forholdsvis stor vekt. Videre er det i den såkalte Lamfalussy-prosessen forutsatt at CESR skal ha en vesentlig rolle både hva gjelder fastsettelsen av Nivå 2 regler (detaljregler – tilsvarende forskrifter i norsk rett), men også med ikke-bindende retningslinjer på Nivå 3.¹⁹

Både børsloven og verdipapirhandelloven hjemler en rekke forskrifter. Nærmere regler om informasjonsplikten er gitt i børsforskriften kap. 5 med hjemmel i børsl. § 5-7 første ledd. Reglene viderefører i stor utstrekning gjeldende rett fra før forskriften trådte i kraft, og tidligere praksis vil således kunne være relevant i fastleggelsen av gjeldende rett etter den nye forskriften.²⁰

Oslo Børs har utferdiget egne regler og forretningsvilkår knyttet til de løpende forpliktelser for utstedere av aksjer notert på Oslo Børs. Reglene er fastsatt av Oslo Børs i medhold av børsl. § 5-1 tredje ledd, og inneholder en utdypning av bl.a. børsforskriftens regler om informasjonsplikt. I tilfelle motstrid går lov- og forskriftsbestemmelsene foran børsens reglement, se reglementet for løpende forpliktelser punkt 1. Reglene er endret

¹⁶ Charter of the European Committee of Securities Regulators art. 1. Kredittilsynet er Norges representant i CESR.

¹⁷ Charter of the European Committee of Securities Regulators art. 4.

¹⁸ Jfr. ovenfor under punkt 1.3.

¹⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 8 (punkt 2.1.3).

²⁰ Det siktes her først og fremst til praksis etter børsforskriften av 21. desember 1988 nr 1060.

med virkning fra 16. april 2007.²¹ Tilsvarende regler vil gjelde for selskaper notert ved Oslo Axess.²²

Oslo Børs utferdiger også børssirkulærer, som inneholder tolkninger av regelverket, anbefalinger til aktørene etc. Kredittilsynet utferdiger tilsvarende rundskriv. Disse rundskrivene har rettskildemessig verdi som rettsoppfatninger tilknyttet de nevnte temaer, og vil derfor i første rekke ha relevans som tolkningsmomenter ved fastleggelsen av de ovennevnte lovregler. Kredittilsynet utferdiget i tillegg et høringsnotat i forbindelse med implementeringen av MAD (samt de utfyllende rettsaktene).²³ Store deler av høringsnotatet er gjengitt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), hvilket styrker vekten av høringsnotatet.

Rettskildemessig betydning vil også praksis knyttet til bestemmelsene ha. Rettspraksis er det beskjedent med på området. Det foreligger imidlertid en god del forvaltningspraksis i form av uttalelser og avgjørelser av børsstyret og Børsklagenemden. Det følger børsf. § 3-2 av Oslo børs skal ha et styre bestående av minst fem personer. Børsstyret har en todelt rolle: For det første forvalter det Børsens virksomhet på samme måte som styret i andre allmennaksjeselskaper.²⁴ Børsstyret treffer i tillegg til dette også enkeltvedtak hvor forvaltningsloven²⁵ kommer til anvendelse, børsf. § 5-14. Vedtak fattet av børsstyret kan klages inn for Børsklagenemden, jfr. børsf. § 7-1, jfr. børsf. kap. 26. Børsklagenemden er en klagenemd opprettet av Finansdepartementet med hjemmel i børsf. § 7-1, og skal avgjøre klager på vedtak truffet av børsen.²⁶ For klagebehandlingen gjelder i utgangspunktet reglene i forvaltningsloven kapittel VI, men med en del

²¹ Oslo Børs, følgebrev til børssirkulære 4/2007.

²² Oslo Axess er en ny autorisert markedsplass for aksjer. Dette er således et børstilbud til selskaper som ikke oppfyller kravet til notering på Oslo Børs, men som ønsker å notere sine aksjer i et regulert marked og ta del i de fordelene dette gir. Lanseringen av Oslo Axess vil etter planen skje i mai 2007.

²³ Høringsnotat, Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. Implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.

²⁴ Ot prp nr 73 (1999-2000) s 54.

²⁵ Lov om behandling i forvaltningssaker av 10. februar 1967.

spesialbestemmelser som fremgår av kapittel 26 i børsforskriften.²⁷ Hovedregelen er at saksanlegg ved de ordinære domstoler vedrørende børsstyrets vedtak først kan gjøres etter at klageadgangen er benyttet, børsl. § 7-3 første ledd første punktum.

Hva gjelder den rettskildemessige vekt av den nevnte praksis, gjør to forhold seg særlig gjeldende. For det første foreligger det som kjent lite rettspraksis på området, hvilket kan tale for at praksisen til børsstyret og Børsklagenemden bør tillegges noe større vekt enn det forvaltningspraksis normalt tillegges. Videre følger det av de alminnelige forvaltningsrettslige regler og praksis om domstolenes prøvelse av forvaltningsavgjørelser at domstolene bør utvise forsiktighet i sin prøvelse av forvaltningsorganenes skjønnsutøvelse.²⁸ Det er blant annet med bakgrunn i dette i forutsatt i Ot.prp. nr. 54 (1988-1989) at «nemndens avgjørelser blir tillagt betydelig vekt av domstolene».²⁹

Reglene om informasjonsplikt ble endret med virkning fra 1. september 2005, og det er derfor skrevet forholdsvis lite om emnet. Av juridisk litteratur vedrørende emnet kan vises til Bergos Børs- og verdipapirrett. I tillegg foreligger det enkelte generelle artikler om informasjonsplikten, som jeg også henviser til i min fremstilling.

At det foreligger lite litteratur om emnet, har gjort forarbeidene til det nye lovverket sentralt for løsning av oppgaven. Av forarbeider til verdipapirhandelloven kapittel 2 nevnes særlig Ot.prp. nr. 12 (2004-2005).³⁰ Forarbeidene til børsløven er NOU 1993:3³¹, Ot.prp. nr. 73 (1999-2000)³² og Innst. O. nr. 3 (2000-2001). Børsløven

²⁶ Departementet har fastsatt nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvare og muntlig forhandling og om klagenemndens sammensetning og virksomhet i børsf. kap. 26.

²⁷ Børsklagenemden kan også fungere som voldgiftsrett der partene ønsker dette og der det øvrige arbeidet ved nemden tillater dette. I disse tilfellene vil følgelig ikke forvaltningslovens saksbehandlingsregler komme til anvendelse.

²⁸ Ot.prp. nr. 54 (1988-1989) side 5 (punkt 3.3).

²⁹ Proposisjonens side 5 (punkt 3.3).

³⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005): Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.).

³¹ NOU 1999: 3 Organisering av børsvirksomhet m.m.

³² Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) Om lov om børsvirksomhet m.m. (børsløven).

viderefører i stor grad gjeldende rett fra børsloven av 1988³³, noe som gjør forarbeidene til 1988-loven relevant i tdkningen av den nye børsloven.³⁴

³³ Lov om verdipapirbørs av 17. juni 1988 nr. 57.

³⁴ Av forarbeider til børsloven av 1988 nevnes NOU 1985:33, Ot.prp. nr. 83 (1986-1987) og Innst. O. nr. 90 (1987-1988).

2 Generelle bemerkninger knyttet til informasjonsplikten

2.1 Informasjonspliktens rettslige grunnlag

Det rettslige grunnlaget for informasjonsplikten er børsf. § 5-7 første ledd. Bestemmelsen lyder:

Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene. Opplysningene skal sendes til den børs der de finansielle instrumentene er eller søkes notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet.

Bestemmelsen er som det fremgår av det ovenstående en ren hjemmelsregel, den angir ikke det materielle innholdet i informasjonsplikten. Dette innholdet forutsettes utfyllt av finansdepartementet i forskrift. Slike regler er gitt i børsf. kapittel 5, med § 5-2 som hovedbestemmelsen. Videre er det i børsf. § 5-1 første ledd første punktum hjemmel for børsen til selv å gi utfyllende regler til børsloven og børsforskriften, blant annet hva gjelder utstedernes plikter. Hva gjelder den løpende informasjonsplikten overfor markedet har Oslo Børs fastlagt utfyllende regler i sitt reglement for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) kapittel 3.

Videre bemerkes at det allerede følger av generalklausulen i børsf. § 22-1, jfr. børsreglementet for løpende forpliktelser pkt. 2.2 at de børsnoterte selskapene skal følge «god børsskikk». I dette kravet ligger nok implisitt krav liknende de som følger av den kodifiserte informasjonsplikten, jfr. nedenfor.

Det formelle utgangspunkt for den løpende informasjonsplikten er følgelig børsf. § 5-7 første ledd, mens de materielle reglene fremgår av børsforskriften og børsreglementet for løpende forpliktelser. Sentralt for denne oppgaven blir således å nærmere fastlegge innholdet i disse regelsettene.

2.2 Informasjonspliktens anvendelsesområde

Av børsf. § 5-2, jfr. børsf. § 5-7 går det frem at reglene om løpende informasjonsplikt gjelder selskaper hvis aksjer «er eller søkes børsnotert».³⁵ Ordlyden oppstiller med andre ord en løpende informasjonsplikt for selskaper hvis aksjer ennå ikke er noterte ved børsen. Dette bryter med tidligere rett, da paragrafen hjemlet opplysningplikt overfor børs for *noterte* verdipapirer.

Det er i denne sammenheng greit å bemerke at det avgjørende er tidspunktet for søknaden, og ikke de delene av opptaksprosessen som finner sted før søknad innsendes.³⁶ I dette tidsrommet har følgelig selskapene ingen generell informasjonsplikt. At selskapene pålegges informasjonsplikt i søknadstiden sikrer at investorene innehar de samme kunnskapene om selskapet ved første handledag. Hensynet til lik informasjon i markedet synes således å begrunne informasjonsplikt før selskapene er tatt opp til notering.

Grove brudd på reglene om informasjonsplikt vil kunne ha betydning ved vurderingen av om søknaden skal innvilges.³⁷

³⁵ Børsreglementet kommer kun til anvendelse på børsnoterte selskaper, jfr. børsreglementet for løpende forpliktelser. pkt. 1.

³⁶ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 4.

³⁷ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 4.

3 Informasjonsplikts innhold

3.1 Innledning

Reglene om informasjonsplikt ble endret med virkning fra 1. september 2005.³⁸ Børsf. § 5-2 første ledd lyder nå:

*Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd.*³⁹

Bestemmelsen oppstiller en rekke krav til selskapene. For det første sier den noe om fristen fra selskapet blir klar over informasjonen til børsmelding må foreligge, jfr. «uoppfordret og umiddelbart». Vider sier den noe om hva selskapet skal gjøre med informasjonen («offentliggjøre»). En viktig del av bestemmelsen er *hva* slags informasjon som skal offentliggjøres, jfr. «innsideinformasjon...direkte angår selskapet».

Hva gjelder hva slags informasjon det skal opplyses om, knytter børsforskriften informasjonsplikten direkte opp mot definisjonen av innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jfr. verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd. Bakgrunnen for en slik ordning er ønske om å oppnå samsvar mellom informasjonsplikt-definisjonen i børsforskriften og definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven.⁴⁰ Jeg mener de nye reglene er enklere både å forholde seg til og å praktisere for selskapene. Tidligere kunne det oppstå situasjoner der det forelå innsideinformasjon som gjaldt en

³⁸ Etter den tidligere § 5-2 i børsforskriften skulle selskapene offentliggjøre opplysninger som måtte «antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer...».

³⁹ Bestemmelsen samsvarer med MAD art. 6 nr. 1. Tilsvarende regel i Oslo børs reglement for løpende forpliktelser punkt 3.1.1.

⁴⁰ Oslo Børs, børs sirkulære 3/2005 side 5.

utsteder, men der denne informasjonen ikke var informasjonspliktig. Når man nå har valgt å koble informasjonsplikten opp mot definisjonen av innsideinformasjon fjerner denne forskjellen, og selskapene må nå kun forholde seg til vurderinger knyttet til hva som utgjør innsideinformasjon. En nærmere redegjørelse av definisjonen av innsideinformasjon i vphl. § 2-2 følger nedenfor i punkt 3.2.

3.2 Nærmere om innsidebegrepet

3.2.1 Generelt

Det følger av børsf. § 5-2 og Oslo Børs' reglement for løpende forpliktelse pkt. 3.1.1, at det er «innsideinformasjon», slik begrepet er definert i vphl. § 2-2 første til tredje ledd som skal offentliggjøres. Sentralt blir derfor å fastlegge hva som anses som innsideinformasjon etter denne vphl. § 2-2.⁴¹ Bestemmelsen er oppbygd slik at første ledd angir vilkårene for at det skal foreligge innsideinformasjon, mens andre og tredje ledd presiserer første ledd. Bestemmelsens første ledd lyder:

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.

Ordlyden gir her anvisning på en vurdering av den konkrete informasjonen, og der tre kumulative vilkår må være oppfylte for at det skal foreligge innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om «presise opplysninger». For det andre må opplysningene være egnet til å «påvirke kursen ... merkbart». For det tredje stilles som krav at opplysningene ikke er «offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet».

⁴¹ Jfr. MADs definisjon av innsideinformasjon i art. 1.

3.2.2 «presise opplysninger»

Uttrykket «presise» ble fjernet fra ordlyden i 2001 under henvisning til at uttrykket hadde liten selvstendig betydning.⁴² Uttrykket er nå gjeninntatt for å sikre gjennomføringen av MADs detaljerte bestemmelser, jfr. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 28.

Ordlyden «presise opplysninger» tilsier en avgrensning mot vage antakelser, uspesifiserte rykter, alminnelige markedsforventninger mv. Ordlyden trekker videre i retning av at konkrete omstendigheter bør støtte opp om opplysningene, i motsatt fall er det lett å anføre at opplysningene er upresise. Det ligger i sakens natur at vurderingen av om opplysningene er presise ofte vil falle sammen med vurderingen av om opplysningene er egnet til å påvirke kursen merkbart. Jo vagere og lite konkrete opplysningene er, desto mindre sannsynlig er det at de vil påvirke kursen merkbart.

Vphl. § 2-2 annet ledd presiserer nærmere hva som ligger i kravet til «presise opplysninger». Bestemmelsen 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.

Ordlyden «en eller flere omstendigheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å inntreffe», støtter opp om den ovennevnte forståelsen av at opplysningene må ha «rot i virkeligheten»; de må støttes opp av ettersom, konkrete kjensgjerninger.⁴³ Formuleringen «opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller

⁴² Jfr. Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) side 21.

⁴³ Jfr. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 20.

begivenheter har inntruffet» omfatter de mer «klassiske innsideopplysninger» som inngåelse av en viktig kontrakt, et oppkjøpstilbud, en godkjenning av et produkt etc. Dette er forhold som har inntruffet, og opplysningene er klart nok presise. For selskapene vil det i slike tilfelle dreie seg om en vurdering av hvorvidt opplysningene er egnet til å påvirke aksjekursen «merkbart»(jfr. nedenfor under punkt 3.2.3).

I tillegg til de mer tradisjonelle innsideopplysningene omfattes etter ordlyden også utviklingsprosesser (f.eks. en fusjonsforhandling eller en kontraktsforhandling) såfremt disse har kommet så langt at den aktuelle begivenhet «med rimelig grunn kan ventes å inntreffe». Vurderingen av *når* under slike utviklingsprosesser at informasjonen blir presis nok til at vilkåret er oppfylt, er langt mer komplisert enn der forholdet har inntruffet. Bestemmelsen oppstiller som skjæringspunkt for når opplysningene er tilstrekkelig presise at det foreligger en «rimelig grunn» for at forholdet vil inntreffe.

En nærliggende tolkning av uttrykket «rimelig grunn» er at det må foreligge en viss sannsynlighet for at omstendigheten/begivenheten skal inntreffe, men at det nok ikke kreves sannsynlighetsovervekt.⁴⁴ Oslo Børs antyder imidlertid at forhandlinger ikke blir informasjonspliktige før det er mer sannsynlig at forhandlingene fullføres enn at de ikke gjør det.⁴⁵ Jeg mener et krav om sannsynlighetsovervekt harmonerer dårlig med en naturlig språklig forståelse av ordlyden «rimelig grunn». Etter ordlyden synes det mer nærliggende at det er tilstrekkelig at det er en *realistisk mulighet* for at begivenheten eller omstendigheten vil inntreffe. Dette vil også være en enklere regel for selskapene å praktisere, da det kan være vanskelig å anslå nøyaktig når det foreligger sannsynlighetsovervekt for at et forholdet vil inntreffe. Jeg mener derfor at det ikke kan oppstilles et krav om sannsynlighetsovervekt, men at sannsynlighetskravet er oppfylt dersom det foreligger en realistisk mulighet for at forholdet/omstendigheten vil inntreffe.

⁴⁴ Se tilsvarende synspunkt hos Gaute Gravir, Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv, tidsskrift for forretningsjus 2005 side 101.

⁴⁵ Oslo Børs, børssirkulære 3/2005 side 7.

Etter ordlyden i vphl. § 2-2 annet ledd er det tilstrekkelig at opplysningene «indikerer» en eller flere omstendigheter eller begivenheter, forutsatt at denne er tilstrekkelig spesifikk til å kunne trekke en slutning om dens kurspåvirkende effekt. Ordlyden tilsier m.a.o. at opplysningene ikke behøver å være fullstendig eller uttømmende.⁴⁶ I CESRs råd til EU-kommisjonen omtales dette slik:

«A piece of information that comprehends more than one matter or event and some of them are not precise, could be considered precise as far as it concerns precise matters or events.»⁴⁷

CESR antar således at det er tilstrekkelig at opplysningene «*concerns* precise matters or events», hvilket kan oversettes med at opplysningene må angå eller omhandle presise omstendigheter. Eksempelvis vil et oppkjøpstilbud kunne bli ansett som presis informasjon og således utgjøre innsideinformasjon selv om tilbyderer ikke har bestemt tilbudsprisen.⁴⁸

Etter dette mener jeg at enhver type opplysninger i utgangspunktet vil kunne anses som presise. Ordlyden oppstiller imidlertid som tidligere nevnt et krav om at opplysningen må være «tilstrekkelig spesifikk for å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen». Det legges m.a.o. opp til at det må foretas en avgrensning mot opplysninger som må anses som utilstrekkelige og uspesifikke. CESR uttaler følgende om vilkåret:

⁴⁶ Se her også Borgarting Lagmannsrettsdom av 16.02.2004 nr. 03-01353 M/02. Her ble en aksjonær i Finansbanken dømt for ulovlig innsidehandel. Retten anså at informasjonen aksjonæren mottok (at en industriell aktør vurderte en transaksjon i banken innen kort tid) var tilstrekkelig presis til å være innsideinformasjon.

⁴⁷ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 20.

⁴⁸ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 20.

«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 very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market»⁴⁹

CESR legger her opp til at en opplysning vil være tilstrekkelig presis dersom en fornuftig investor gjøres i stand til å fatte en investeringsbeslutning med lav eller ingen risiko på bakgrunn av opplysningen, eventuelt der opplysningen er egnet til å utnyttes i markedet umiddelbart. Jeg mener dette er et greit utgangspunkt. Opplysningene må med dette, for å anses som presise, fremtre med en viss nøyaktighet, klarhet og troverdighet.⁵⁰ Det spørres imidlertid om det reelle innholdet i dette medfører noe annet enn det tradisjonelle avgrensningskriteriet, nemlig mot rykter og spekulasjoner.⁵¹ Jeg mener i så fall at en tilsvarende avgrensning følger av merkbarhetsvilkåret. Upresis informasjon er neppe egnet til å påvirke et selskaps aksjekurs merkbart, hvilket etter min mening synes å gjøre presisjonskravet overflødig. Det avgjørende etter dagens regler vil således være hvorvidt opplysningene er egnet til å påvirke aksjekursen merkbart. Skal presisjonsvilkåret ha noen selvstendig betydning synes derfor det riktige å knytte den opp mot merkbarhetsvurderingen i den forstand at den, slik CESR antyder, blir første skritt i den «fornuftig-investortesten» som merkbarhetsvilkåret bygger på.⁵² Jeg mener etter dette av CESRs vurdering av når en opplysning er «tilstrekkelig spesifikk for å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen» bør legges til grunn som gjeldende rett etter de norske reglene.

⁴⁹ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 20.

⁵⁰ Jfr. Gravir side 102.

⁵¹ Jfr. Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) side 21.

⁵² Jfr. nedenfor under punkt 3.2.3.

3.2.3 Merkbar kurspåvirkning

Skal informasjonen være å anse som innsideinformasjon, er det som tidligere nevnt et krav om at informasjonen må være egnet til å påvirke aksjekursen «merkbar», se vphl. § 2-2 første ledd. Ordlyden «merkbar» synes å innebære en avgrensning mot de rent teoretiske muligheter og at opplysningen må være av en viss viktighet for bedømmelsen av verdien på de finansielle instrumenter som investeringsobjekt.⁵³ MAD art. 1 (1) bruker ordlyden «significant effect», noe som synes å innebære et krav til sterkere kurspåvirkning enn «merkbar». En naturlig språklig forståelse av «significant» ville være at virkningen på aksjekursen må være vesentlig. Både den danske- og den franske oversettelsen benytter imidlertid ordlyden «merkbar».⁵⁴ Finansdepartementet mente derfor med bakgrunn i dette at direktivet kunne forstås som å kreve at kurseffekten måtte være merkbar, og la således en slik forståelse til grunn for sin videre vurdering.⁵⁵ Selv om formuleringen «merkbar» er ny, fremgår det av forarbeidene at det ikke her er tilsiktet noen materiell endring i det norske innsidebegrepet, og at formuleringen er valgt for å sikre gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet.⁵⁶

Jeg mener lovgivningsteknikken her er lite heldig. Det er ikke uproblematisk å innføre et nytt begrep og henviser til at det egentlig skal bety det samme som tidligere. Jeg mener at lovgiver her enten burde videreført den tidligere definisjon av innsideinformasjon (som det ble antatt at var i samsvar med MADs krav) i vphl. § 2-1, eller valgt å gjennomføre direktivets ordlyd. I den språkdrakten reglene fremstår i dag, er de i stor grad egnet til å forvirre.

Jeg er heller ikke enig i at norsk rett fra før ikrafttredelsen av de nye reglene var i samsvar med MADs definisjon av innsidehandel. De norske reglene om

⁵³ Jfr. Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) på side 13.

⁵⁴ Den franske oversettelsen benytter ordlyden «de façon sensible», dvs. merkbar, jfr. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5.

⁵⁵ Jfr. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt. 4.5.

⁵⁶ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 28.

innsideinformasjon ble endret i 2001, da man bl.a. sløyfet kravet om at opplysningene måtte være egnet til å påvirke aksjekursen vesentlig (noe som ga Norge Europas strengeste innsideregler). Som tidligere nevnt stiller MAD nettopp som krav at opplysningene må kunne ha en *vesentlig* virkning på aksjekursen. Ved å videreføre de tidligere reglene (uten vesentlighetskravet), synes de norske reglene å inneha en strengere definisjon av innsideinformasjon enn MAD, hvilket er meget problematisk da MAD er et fullharmoniseringsdirektiv uten åpning for strengere nasjonale regler.⁵⁷

Vphl. § 2-2 tredje ledd presiserer merkbarhetskravet i første ledd, og gir anvisning på en investorstandard i vurderingen av informasjonens egnethet for merkbar kurspåvirkning:

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.

Som det fremgår av bestemmelsen reduseres kravet i MAD art. 1 nr. 1 om sannsynlighet for «significant effect on the prices», til et spørsmål om hvorvidt en fornuftig investor ville benytte den aktuelle opplysningen som del av sitt beslutningsgrunnlag. Definisjonen i vphl. § 2-2 tredje ledd kan således synes å gå utover definisjonen i MAD. Bestemmelsen samsvarer imidlertid med art. 1 nr. 2 i Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF⁵⁸, som er ment å utfylle MAD, og på denne bakgrunn la Finansdepartementet til grunn at norsk rett i all hovedsak var i samsvar med MADs krav om merkbar kurspåvirkning.⁵⁹ Vurderingen er

⁵⁷ Jfr. Gyldendahl rettsdatas note 45 til vphl.

⁵⁸ Kommisjonsdirektivet er implementert i norsk rett gjennom vphl. kap. 2 med tilhørende forskrift.

⁵⁹ Jfr. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5. Den nevnte «fornuftige investortesten» hadde vokste fram i norsk praksis og teori i tiden frem mot regelendringen, jfr. bl.a. Cecilie Østensen, Børsnoterte selskapers opplysningsplikt side 81 flg.

således tilnærmet det samme som før lovendringen⁶⁰, noe som gjør tidligere praksis relevant for fastleggelsen av gjeldende rett. Dog må utvikling og praksis i EU/EØS-retten hensyntas, da et hovedhensyn bak MAD er en harmonisering av finansmarkedet i EU/EØS-området, hvilket fordrer en felles forståelse av reglene.⁶¹

Hva gjelder hva slags opplysninger som er av en slik karakter at de vil kunne bli tillagt vekt av den alminnelige investor, er det vanskelig å si noe generelt. Merkbarkrasset synes å avgrense mot de mer betydningsløse opplysninger. Et godt utgangspunkt er nok at en opplysning neppe vil inngå i en fornuftig investors beslutningsgrunnlag med mindre den fremstår som et relativt tungtveiende argument for å handle eller til å legge til grunn en annen pris.⁶²

Kredittilsynet mener at man i vurderingen må ta i betraktning hvilken betydning den aktuelle opplysningen «*erfaringsmessig* har på kursen dersom den blir kjent i markedet.»⁶³ Viser eksempelvis tidligere erfaringer at funn av mer olje enn antatt i et utviklingsfelt normalt fører til en merkbar kursøkning, må det kunne sluttet at opplysninger av denne art presumptivt er egnet til å påvirke kursen merkbart.

Et annet moment som kan tale for at informasjonen er egnet til å påvirke kursen merkbart er dersom tidligere rapporter fra eksempelvis analytikere eller sirkulærer fra Oslo Børs indikerer at den aktuelle informasjonen er prissensitiv.⁶⁴

Videre vil det være en klar indikator på at informasjonen er egnet til å påvirke kursen merkbart dersom selskapet selv tidligere har behandlet tilsvarende opplysninger som innsideinformasjon.⁶⁵ Dersom Statoil i det ovennevnte eksempel har som praksis å

⁶⁰ Jfr. uttalelsene i Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) side 22.

⁶¹ Børssirkulære 3/2005 side 7.

⁶² Se i denne retning Berge, Børs- og verdipapirrett side 105.

⁶³ Kredittilsynets rundskriv 14/2005 side 7.

⁶⁴ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 28.

⁶⁵ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 28.

behandle denne type opplysninger som innsideinformasjon, er dette en klar indikasjon for at det foreligger informasjonsplikt i fremtiden for liknende tilfelle.

Et spørsmål som melder seg når man skal legge vekt på hvorvidt forholdet *tidligere* har medført merkbare kursendringer, er hvorvidt man i den aktuelle vurderingen kan ta i betraktning konkrete omstendigheter som kan «motvirke» effekten av erfaringsmessig kurssensitive opplysningene. Eksempelvis vil den aktuelle aksjes likviditet og volatilitet, ordreserver, informasjonen som finnes i markedet mv. kunne medvirke til at opplysningene likevel ikke vil påvirke kursen merkbart.⁶⁶

Jeg vil tro at den fornuftige investor tillegger slike konkrete forhold betydning, og ordlyden kan derfor tale for at slike forhold både kan og skal vektlegges. CESR uttaler i sin rådgivende uttalelse punkt 27 at det i merkbarhetsvurderingen skal tas hensyn til «all market variables that affect the financial instrument in question».⁶⁷ Oslo Børs synes også å forutsette at det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon, og at vurderingen vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskaper og markeder.⁶⁸

Jeg er enig i denne tolkningen. Det er ikke gitt at tap av en konsesjon verdt NOK 100 millioner inngår i beslutningsgrunnlaget til en investor som vurderer å kjøpe seg inn i Schibsted, men man kan være rimelig trygg på at den inngår i beslutningsgrunnlaget dersom vedkommende vurderer å investere i P4. Opplysningen vil således ikke være egnet til å påvirke aksjekursen til Schibsted merkbart.

Regelen må etter dette bli at man i vurderingen av hvorvidt de foreliggende opplysninger erfaringsmessig er egnet til å påvirke kursen merkbart, må ta i betraktning

⁶⁶ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 25, jfr. Gravir side 103.

⁶⁷ Tilsvarende følger av Kredittilsynets rundskriv 14/2005 side 7.

⁶⁸ Jfr. Børsstyrets sak av 19. desember 2006 (Global Geo Services) punkt 5.2, samt Børssirkulære 3/2005 side 6.

konkrete forhold som tilsier at opplysningene i dette tilfelle ikke er tilstrekkelig kurssensitiv. Dette medfører at en opplysning i gitte tilfeller vil kunne anses å ha en merkbar kurspåvirkning, mens den i andre tilfeller ikke tilfredsstiller merkbarhetskravet.

Videre synes det ikke å være noe krav om at opplysningene er fullstendig eller ubetinget, for at opplysningene kan være egnet til å påvirke aksjekursen merkbart.⁶⁹ Særlig stor betydning vil dette kunne ha for forhold som vokser frem over tid, der det vil kunne være vanskelig å stadfeste hvorvidt opplysningene er fullstendige eller ubetingede. Jeg vil ta for meg slike situasjoner nedenfor under punkt 3.2.4.4.

Jeg mener også at det må være riktig at merkbarhetskravet ikke er kvantitativt.⁷⁰ Med kvantitativt menes i denne sammenheng en regel om at dersom man antar at aksjekursen vil stige f.eks. tre prosent, så er merkbarhetsvilkåret oppfylt. Dette begrunner jeg med at det ikke er gitt at informasjon som tilsier en kursendring på to prosent for et av de mindre teknologiselskapene med høy volatilitet, hensyntas i en fornuftig investors beslutnings-grunnlag. Derimot vil det være større sannsynlighet for at en potensiell kursendring på to prosent i et av de tyngre industriselskapene (der kursbevegelsene gjerne er temmelig små), hensyntas. En kvantifisering av merkbarhetskravet lar seg således vanskelig gjennomføre.

Et spørsmål som oppstår er hva ordlyden legger i uttrykket «en fornuftig investor». Ordlyden kan tilsi at det stilles visse minstekrav til investor-standard, slik at det avgrenses som de mest uerfarne. Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet hvorvidt den «alminnelige» investor ville tillagt opplysningene vekt dersom de inngikk i

⁶⁹ Børssirkulære 3/2005 side 6. Dog må de fremstå som tilstrekkelig presise, jfr. ovenfor under punkt 3.2.2.

⁷⁰ Jfr. tilsvarende synspunkt hos Gravir side 103.

vedkommendes beslutningsgrunnlag.⁷¹ Ved å henvise til den «alminnelige» investor, avgrenses det mot enkeltinvestorer og særlige gruppers subjektive oppfatninger.⁷²

Vphl. § 2-2 hjemler også et sannsynlighetskrav, jfr. ordlyden «sannsynligvis vil benytte...». Sentralt blir derfor å finne ut hvor på sannsynlighetskalaen kravet befinner seg. Nyere praksis fra børsstyret og Børsklagenemnden tar i liten grad opp problemstillingen.⁷³

En naturlig språklig forståelse av ordlyden «sannsynligvis» kan tilsi at det må være snakk om sannsynlighetsovervekt, det må fortone seg som det mest trolige at investoren vil bygge på informasjonen. Jeg finner også støtte for dette synspunktet hos enkelte teoretikere.⁷⁴ MAD bruker ordlyden «likely»⁷⁵, som gjerne oversettes til sannsynlig eller sannsynligvis. CESR uttaler følgende om sannsynlighetskravet:

«Assuming this, the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either.»⁷⁶

Jeg mener etter dette at såvel den norske ordlyden, som MADs ordlyd og CESRs tolkningsuttalelse taler for at det må foreligge sannsynlighetsovervekt for at den alminnelige investor ville benyttet opplysningen i sitt beslutningsgrunnlag. Det er ikke tilstrekkelig at det er en rimelig mulighet for at informasjonen vektlegges.

⁷¹ Jfr. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 4.5.

⁷² Se Østensen, Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt, Tidsskrift for forretningsjus 1998 nr. 4 side 82.

⁷³ Det gjennomgående synspunkt er at børsstyret/Børsklagenemnden anser forholdene som så klare at man ikke trenger å gå inn på noen særskilt sannsynlighetsvurdering, jfr. eksempelvis Global Geo Services-saken.

⁷⁴ Se bl.a. Gyldendahl rettsdata note 43 til vphl.

⁷⁵ Jfr. MAD art. 1 nr. 1.

⁷⁶ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 23.

Spørsmålet bli da *når* den ovennevnte sannsynlighetsvurderingen skal foretas. Ved å bruke ordlyden «egnet» legges det opp til at vurderingen skal skje i forkant, og det avgjørende synes således ikke være om opplysningene rent faktisk påvirket aksjekursen merkbart. Kredittilsynet skriver følgende omtidspunktet for vurderingen:

«Vurderingen av opplysningens mulige kurspåvirkning må skje ex ante, det vil si på et tidspunkt før opplysningen er allmenn kjent og dermed diskontert i kursen.»⁷⁷

Kredittilsynets tolkningsuttalelse støtter opp om den ovennevnte forståelsen av at sannsynlighetsvurderingen må skje i forkant, med andre ord før man vet om opplysningene vil påvirke kursen i den grad det her er snakk om.⁷⁸ Det blir m.a.o. en bedømmelse av om forholdet *potensielt* er merkbart kurspåvirkende eller ikke.⁷⁹ Vurderingen av den mulige kurseffekten vil således være hypotetisk og må derfor bli usikker og skjønnspreget.⁸⁰ At selskapene må vurdere kurssensitiviteten i forkant av at opplysningene blir kjent i markedet ligger i sakens natur. Hva gjelder børsstyret, Børsklagenemden og eventuelt domstolene så vil disse ved sin vurdering ofte vite hvorvidt opplysningene påvirket aksjekursen merkbart eller ikke. Bestemmelsen medfører imidlertid at disse organene skal se bort fra dette, de skal ene og alene bedømme forholdet utifra hvorvidt forholdet potensielt var merkbart kurspåvirkende eller ikke. Det er således ikke et vilkår at opplysningene faktisk medførte kursendring da de ble kjent i markedet.

⁷⁷ Kredittilsynets rundskriv 14/2005 side 7, jfr. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 27.

⁷⁸ Tilsvarende følger av CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 27.

⁷⁹ Børssirkulære 3/2005 side 6.

⁸⁰ Bergo, Børs- og verdipapirrett side 104.

3.2.4 Særlig om merkbarhetskravet ved forhold som vokser frem over tid

3.2.4.1 Generelt

Mens enkelte transaksjoner klart nok er av en slik viktighet for selskapet at informasjonsplikt utløses, kan det i andre tilfelle være vanskelig å angi om opplysningene er egnet til å påvirke kursen på det aktuelle selskap «merkbar». Særlig vil dette gjelde forhold som vokser frem over tid. Typisk vil dette kunne gjelde forhandlinger om større eller strategisk viktige kontrakter, fusjoner og oppkjøp. Sentralt blir således å finne ut på hvilket stadium av forhandlingene innsideinformasjon oppstår. Det må ved denne vurderingen tas stilling til både om opplysningene er å anse som «presise», og hvorvidt opplysningene er egnet til å påvirke kursen «merkbar». Jeg har ovenfor under punkt 3.2.1 omtalt kravet om at opplysningene må være «presise» i forbindelse med forhandlingssituasjoner, og forutsetter i dette avsnittet at opplysningene er tilstrekkelig presise. Det vil således være problematikk knyttet til merkbarhetsvilkåret som vil bli drøftet her.

Vurderingstemaet er fortsatt hvorvidt den fornuftige investor sannsynligvis ville brukt opplysningene som del av sitt beslutningsgrunnlag. Det må således foretas en konkret vurdering av det aktuelle forhold, dog vil visse momenter kunne fungere som retningslinjer i denne vurderingen. Det er for det første ikke noe vilkår for at det foreligger informasjonsplikt at endelig avtale må være inngått.⁸¹ I motsatt fall ville informasjon om forhandlinger ikke kunnet utgjøre innsideinformasjon. Det er imidlertid den rådende oppfatningen i teorien at informasjonsplikt om forhandlinger som hovedregel forutsetter at den endelige avtalen vil være omfattet av informasjonsplikten.⁸² Ser man på ordlyden i vphl. § 2-2 tredje ledd, synes dette som et riktig utgangspunkt. Det er neppe sannsynlighetsovervekt for at den fornuftige investor vil vektlegge opplysninger om

⁸¹ Jfr. Østensen side 84.

⁸² Jfr. Østensen side 84.

forhandlinger hvis resultat ikke er innsideinformasjon, og informasjonen vil derfor per definisjon ikke være egnet til å påvirke aksjekursen merkbart.

I juridisk teori og praksis har følgende følgende faktorer vært ansett å være av særlig betydning i vurderingen⁸³:

- 1) Den antatte virkning av informasjonen i lys av totaliteten av selskapets virksomhet;
- 2) Øvrige konsekvenser av avtalen;
- 3) Sannsynligheten for at endelig avtale blir inngått.

Jeg kommer i det følgende til å redegjøre for disse *veiledende* faktorene. Det bør imidlertid diskuteres hvorvidt de ovennevnte faktorene har samme relevans etter de nye reglens ikrafttreden. Men vurderingstemaet tidligere var hvorvidt opplysningene som måtte «antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer...», er nå vurderingstemaet den oven omtalte «fornuftige investortesten». Temaet er således noe annerledes. Mens temaet etter de tidligere reglene var informasjonens mulige konsekvenser for selskapets aksjekurs, blir temaet etter de nye reglene i stor grad en vurdering av den fornuftige investors tankeprosess ved vurderingen av selskapet som investeringsobjekt. Dette kan tale for at tidligere praksis her bør ha mindre vekt. Jeg mener dog at de nevnte momenter er typiske faktorer som investorer vektlegger i sine investeringsbeslutninger, og at det derfor blir riktig å ta utgangspunkt i disse også etter de nye reglene. Det vil være en fordel dersom børsstyret og Børsklagenemden tar stilling til dette i fremtidige saker.

⁸³ Oppramsingene er en fusjonering av de momenter vektlagt hos Østensen side 84, Børsklagenemdens sak 1/89 (Hydro/DnC), samt Oslo Børs uttalelser i Børssirkulære 3/2005 side 7.

Det bemerkes innledningsvis at i den type forhandlinger som omtales i dette avsnittet vil ofte vilkårene for utsatt offentliggjøring være oppfylte, da en offentliggjøring på et tidlig stadium vil lett kunne skade selskapenes legitime interesser (jfr. for øvrig om dette nedenfor under punkt 4.2).

3.2.4.2 Den antatte virkning av informasjonen i lys av totaliteten av selskapets virksomhet

Dersom en transaksjon er økonomisk viktig for selskapet, vil dette være en sterk indikasjon på at forhandlingene vil kunne påvirke aksjekursen merkbart dersom transaksjonen ble kjent i markedet. Den fremtidige avtalens økonomiske betydning synes således som et godt utgangspunkt for vurderingen av forhandlingers kursrelevans. Det lar seg vanskelig gjøre å sette opp grenser for når et kontraktsbeløp er stort nok til at avtalen er egnet til å påvirke kursen merkbart, da de børsnoterte selskapenes størrelse og omsetning varierer stort. En sammenholding av avtalens økonomiske verdi i lys av totaliteten av selskapets virksomhet synes således som en bedre løsning.⁸⁴ Den samme avtalen vil da kunne utløse informasjonsplikt for en avtalepart, men ikke for den andre. I praksis har man gjerne valgt å sammenholde kontraktsbeløpet med *selskapets børsverdi*.

Et illustrerende eksempel er Børsklagenemdens sak 1/1989 (Hydro/DnC). Spørsmålet var her hvorvidt en avtale mellom Norsk Hydro AS og Den norske Creditbank (DnC) var kurssensitiv i forhold til aksjer utstedt av Norsk Hydro. Selskapene hadde i juni 1989 inngått en avtale vedrørende Norsk Hydros kjøp av DnCs aksjer i Saga Petroleum AS. Kontraktsbeløpet var her på NOK 374 millioner, men utgjorde kun 0,7 % av Hydros totale børsverdi. For DnC utgjorde imidlertid beløpet 10,07 % av selskapets børsverdi, og forholdet mellom aksjenes børsverdi og kontraktfestet kurs tilsvarte 30 % av DnCs ordinære driftsresultat. Børsklagenemden uttalte således at den direkte økonomiske påvirkningen var meldepliktig for DnC,

⁸⁴ Jfr. tilsvarende hos Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 7.

men ikke for Hydro, og tilla DnC et overtredelsesgebyr på fem ganger årlig kursnoteringsavgift.

Et problem ved denne metoden melder seg dersom det er klart at selskapets underliggende verdier ikke gjenspeiles i børsverdien. Et eksempel er aksjene i Aker ASA som antas å handles med en rabatt på 30 prosent basert på børsverdien av selskapets mange datterselskaper (med AkerKværner i spissen).⁸⁵ En sammenholdelse av kontraktsummens nominelle størrelse med *fforårets omsetning* vil da kunne gi et riktigere bilde av transaksjonens betydning for selskapet, enn en sammenholdelse med en rabatterte børsverdi.⁸⁶

Spørsmålet blir så hvor stor den ovennevnte prosentandelen må utgjøre før informasjonsplikt oppstår. En veiledende prosentgrense vil kunne være et hjelpemiddel for selskapene, og forenkle praktiseringen av reglene.⁸⁷ Imidlertid vil klare grenser også kunne føre til omgåelse av reglene. Selskapene vil eksempelvis forsøke å dele opp kontraktsummene slik at man går klar av den prosentvise grensen, eller forsøke å kamuflere beløpet.⁸⁸

Den foreliggende praksis definerer kun ytterpunktene. I Hydro/DnC-saken anså man utifra en vurdering av avtalens isolerte økonomiske verdi at 0,7 % av børsverdi ikke var tilstrekkelig til å utløse informasjonsplikt. I den andre enden av skalaen finner man betydningen for DnC der kontraktsummen utgjorde 10,07 % av børsverdi.

Østensen mener i sin avhandling, basert på Børsklagenemdens praksis, at ytterpunktene går ved henholdsvis én og ti prosent av børsverdi i de tilfelle der det er kontraktsummens størrelse som benyttes som sammenlikningsgrunnlag.⁸⁹

⁸⁵ Sluttkurs AKER 20. april 2007.

⁸⁶ Jfr. Østensen side 87.

⁸⁷ Jfr. Østensen side 88.

⁸⁸ Jfr. Østensen side 88.

⁸⁹ Jfr. Østensen side 88.

En kvantitativ veiledning er imidlertid kun én indikasjon på at informasjonen er egnet til å påvirke selskapets aksjekurs merkbart. Den fornuftige investor vil nok vektlegge også andre, mer kvalitative momenter ved en avtale etc. De mer kvalitative aspektene ved kontrakter etc. tar jeg for meg i neste avsnitt.

Etter dette må det kunne slutes at ved kontrakter der kontraktsummen ikke antas å overstige én prosent av selskapets børsverdi, er avtalens økonomiske verdi alene neppe noe en fornuftig investor vektlegger i sitt beslutningsgrunnlag. Videre må det kunne slutes at de tilfelle der kontraktsummen nærmer seg ti prosent av børsverdi, vil avtalens økonomiske verdi alene sannsynligvis vektlegges av den fornuftige investor, og således utløse informasjonsplikt. Det er imidlertid vanskelig å angi akkurat hvor i intervallet en til ni prosent at grensen går. Dette må det bli opp til praksis å avgjøre.

3.2.4.3 Øvrige konsekvenser av avtalen

Som nevnt i forrige avsnitt vil ofte ikke den fremtidige avtalens økonomiske betydning alene kunne utløse informasjonsplikt. Imidlertid vil andre, mer indirekte økonomiske konsekvenser av avtalen kunne gjøre det.

I Hydro/DnC-saken la man særlig vekt på avtalens *strategiske betydning*. Her var som kjent ikke kontraktsbeløpets størrelse tilstrekkelig til å utløse informasjonsplikt for Hydro. Børsklagenemden fant imidlertid at informasjonsplikten inntrådte som følge av den strategiske betydningen avtalen hadde for Hydro. Hydro kjøpe her DnCs aksjepost på 13 % i Saga Petroleum, som hadde en stemmebegrensning på 20 %. Kjøpet ga Hydro således en mulighet til å posisjonere seg i et konkurrerende selskap, samt økt innflytelse og innsyn i Saga. Børsklagenemden mente således at avtalen var et resultat av strategisk planlegging, noe som ble tillagt avgjørende vekt i saken.

I den såkalte Kongsberg-saken⁹⁰ la børsstyret stor vekt på strategisk betydning i form av *markedsinnpass*. Kongsberg-gruppen fikk som følge av den aktuelle avtalen

⁹⁰ Børsstyrets vedtak av 12. desember 1995.

innpass på et svært stort marked (som ville føre til øket salg), og børsstyret mente på bakgrunn av dette at informasjonplikt var utløst.

Man ser altså at selv om avtalens direkte økonomiske verdi (kontraktsummen) alene ikke utløser informasjonsplikt, vil også mer indirekte økonomiske konsekvenser av avtalen være relevante i vurderingen. Praksis viser at disse konsekvensene ofte tillegges stor vekt i vurderingen av om forholdet er informasjonspliktig etter de gamle reglene. Jeg mener at dette også vil få anvendelse etter de nye reglene. Den fornuftige investor vil se på hele kontraktsforholdet som sådant, og vektlegge såvel de kvantitative følgene av den, som de mer kvalitative. Det vil således være lite hensiktsmessig å oppstille en regel om at avtaler av en viss størrelsesorden utløser informasjonsplikt, uten å hensynta mer kvalitative aspekter – for eksempel strategisk viktighet etc.

3.2.4.4 Sannsynligheten for at endelig avtale blir inngått

Informasjon om forhold som vokser frem over tid vil kunne være uten betydning for aksjekursen dersom det er lite sannsynlig at endelig avtale blir inngått. Jo mindre sannsynlig det er at endelig avtale inngås, jo mindre sannsynlig er det at den fornuftige investor vil benytte opplysningene i sitt beslutningsgrunnlag. Det er derfor naturlig å oppstille et krav om en viss sannsynlighet, mao. at informasjon om forhandlinger ikke er å anse som innsideinformasjon når det er en eller annen grad av usannsynlighet for slutføring.

Hva gjelder vurderingen av informasjonsplikt ved forhold som vokser frem over tid, står selskapene overfor to ulike sannsynlighetsvurderinger. For det første må man ta stilling til sannsynligheten for merkbar kurspåvirkning dersom endelig avtale inngås. Som nevnt ovenfor under punkt 3.2.3 må det i så fall være sannsynlighetsovervekt for at den fornuftige investor vil tillegge opplysningene vekt i sitt beslutningsgrunnlag. Kommer man til at så er tilfelle, må selskapet foreta en ny sannsynlighetsvurdering for å

finne ut sannsynligheten for at endelig avtale inngås. Det er denne sannsynlighetsvurderingen som er temaet i dette avsnittet.

Vphl. gir i § 2-2 annet ledd en indikasjon på hvilken grad av sannsynlighet som bør kreves, da den angir at opplysninger om forhandlinger er å anse som presise når det er en «rimelig grunn» at begivenheten kan inntreffe og det er mulig å slutte noe om kurspåvirkning. Som redegjort for ovenfor under punkt 3.2.2 er det etter vphl. § 2-2 annet ledd tilstrekkelig at det er en *realistisk mulighet* for at forholdet eller omstendighetene vil inntreffe. Jeg mener det gir best sammenheng i regelverket dersom denne vurderingen overlapper vurderingen av hvilken grad av sannsynlighet som kreves ved merkbarhetsvurderingen ved forhold som vokser frem over tid. Hensynet til lik informasjon i markedet og hensynet til riktig prising av selskapene taler også for at informasjonsplikten skal inntre på et tidligst mulig stadium av forhandlingene.

I Vital-saken⁹¹ la Børsklagenemden til grunn at det var tilstrekkelig at det var *en praktisk sett nærliggende mulighet* for at avtaleinngåelse ville finne sted eller at et overtakelsestilbud ville bli fremsatt. Nemden lå således et forholdsvis lavt sannsynlighetskrav til grunn.

Bakgrunnen for saken var forhandlinger mellom Vital Forsikring AS og det nederlandske forsikringsselskapet AEGON N.V. om kjøp av samtlige aksjer i Vital. Tilbud ble fremsatt den 2. mai 1995. Vital informerte Oslo Børs 3. mai 1995. Siste handelsdag før offentliggjøring av tilbudet ble Vitals aksjer omsatt til ca. 74 kr. Etter offentliggjøringen ble aksjene omsatt til ca. 102 kr per aksje. Børsklagenemden konkluderte med at selskapets informasjonsplikt inntrådte før tilbudet ble mottatt den 2. mai 1995, da viktige forhold som bl.a. prisnivå ble ansett å være klart en periode før tilbudet ble fremsatt. Vital ble således ilagt et overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten.

⁹¹ Børsklagenemdens sak 1/96.

Avgjørelsen ble imidlertid gjenstand for sterk kritikk⁹², og Oslo Børs uttaler følgende i børssirkulære 3/2005 side 7:

«Det faktum at et selskap er i forhandlinger kan være av interesse for markedsaktørene, men det blir trolig ikke informasjonspliktig før det er mer sannsynlig at forhandlingene vil fullføres enn at de ikke gjør det.»

Jeg er på dette punkt uenig med Oslo Børs' uttalelser. Hensynene bak reglene om informasjonplikt tilsier at informasjonen er å anse som innsideinformasjon på et langt tidligere tidspunkt enn det børsen her antar. Videre vil selskapenes vitale interesser være beskyttet gjennom reglene om utsatt offentliggjøring, slik at det derfor ikke vil være spesielt problematisk å statuere informasjonsplikt på et forholdsvis tidlig tidspunkt av forhandlingene.

Etter dette synes det riktig å legge til grunn et krav om at det må foreligge *en praktisk sett nærliggende mulighet* for at avtaleinngåelse ville finne sted, i samsvar med vphl. § 2-2 annet ledd og Børsklagenemdens uttalelser i Vital-saken, for at opplysningene skal bli informasjonspliktige.

Spørsmålet blir da *når* under forhandlingene det foreligger en praktisk sett nærliggende mulighet for avtaleinngåelse. Dette må bero på en helt konkret vurdering i det enkelte tilfelle, dog har enkelte momenter har vært oppe i teori og praksis.

Et nærliggende tidspunkt for informasjonsplikt er ved inngåelse av en *intensjonsavtale*. Til tross for at intensjonsavtaler etter norsk rett ikke anses rettslig bindende⁹³, viser en slik avtale en viss forpliktelsesforventning basert på en kommersiell felles forståelse. Det må således ved inngåelsen av en intensjonsavtale kunne slutte at det foreligger en praktisk sett nærliggende mulighet for at forhandlingene vil bli slutført.

⁹² Jfr. Østensen side 92.

⁹³ Jfr. Woxholt, Avtalerett side 164 flg.

I praksis er det lagt til grunn at dess flere sentrale avtalevilkår partene har kommet til enighet om, dess mer sannsynlig er det at endelig avtale vil inngås.⁹⁴

I forhandlinger om oppkjøp og fusjonering av selskaper vil *pris og-/eller bytteforhold* være et sentralt forhandlingspunkt. Enighet om denne type forhold vil således være en klar indikasjon på at forhandlingene vil bli slutført. I Vital-saken konkluderte Børsklagenemden med at partene måtte ha hatt en felles forståelse av prisnivået, bl.a. fordi Morgan Stanley fem dager før Vital informerte Oslo Børs avga en «Fairness opinion» hva gjaldt pris. Børsklagenemden la bl.a. derfor til grunn at det var tilstrekkelig sannsynlig at endelig tilbud ville bli fremsatt.

Et annet moment som var oppe i bl.a. Vital-saken er *hvilket nivå i selskapene forhandlingen foregår på*. Når forhandlingene løftes opp i selskapets hierarki, er dette gjerne et tegn på at forhandlingene begynner å nærme seg slutfasen. I Vital-saken ble det lagt stor vekt på at toppledelsen i Vital hadde deltatt aktivt i prosessen i tiden før melding til børsen.

Videre vil det faktum at *eksterne rådgivere* er brakt inn i forhandlingene være et moment i vurderingen.⁹⁵ Typiske eksempler på eksterne rådgivere er jurister, revisorer og finansrådgivere. At slike rådgivere engasjeres tyder på at forhandlingene har kommet et stykke på vei, men samtidig er det vanlig å hente inn slike rådgivere for kun å få en oversikt over ting. Dette momentet bør nok derfor ikke dette ha spesielt stor vekt i vurderingen.

I Vital-saken la Børsklagenemden en viss vekt på Vitals henvendelser til Finansdepartementet, Kredittilsynet, Konkurransetilsynet og Norges Bank i tiden før overtakelsestilbudet. Østensen mener at denne type *henvendelse til offentlige organer* om hvorledes disse stiller seg til en eventuell overtakelse, bør kunne tillegges til dels stor

⁹⁴ Jfr. bl.a. Vital-saken.

⁹⁵ Jfr. Østensen side 95.

vekt i vurderingen.⁹⁶ Jeg er enig i at dette er et relevant moment, men at det i hvert enkelt tilfelle må sees hen til hvorfor (og på hvilket tidspunkt) selskapet henvender seg til slike organer. Dersom henvendelsen skjer helt i starten av forhandlingene, er dette gjerne mer for å sondere mulighetene for eksempelvis en fusjon, enn en reell forespørsel. I så fall kan ikke momentet ha nevneverdig vekt. Skjer imidlertid henvendelsen som ledd i sluttforhandlinger om fusjonen, mener jeg dette er et meget viktig moment i sannsynlighetsvurderingen.

Ser man på det ovennevnte, har praksis og teori utkrystallisert enkelte veiledende momenter i sannsynlighetsvurderingen. Som vist trekker praksis og teori i retning av at dersom det er enighet om sentrale avtalevilkår er dette en klar presumsjon for at det foreligger en praktisk sett nærliggende mulighet for at forhandlingen sluttføres.

3.2.5 Opplysningene må ikke være «offentlig tilgjengelig eller kjent i markedet»

Det følger av vphl. § 2-2 at opplysninger som er «offentlig tilgjengelig eller kjent i markedet» ikke er innsideinformasjon. De legislative begrunnelsene for informasjonsplikten⁹⁷ gjør seg i et slikt tilfelle lite gjeldende. To hovedhensyn bak reglene om informasjonsplikt er som nevnt hensynet til riktig prising av selskapet og hensynet til lik informasjon i markedet. Disse hensynene oppfylles like godt enten det er selskapet selv som offentliggjør informasjonen, eller dersom dette skjer på annet vis.⁹⁸

Det følger av forarbeidene at det ikke antas å være noe krav at offentliggjøringen har skjedd ved en aktiv handling fra selskapets side.⁹⁹ Typiske eksempler på offentliggjøring er opplysninger som er referert i nyhetsmedier eller i fagpresse. Disse trenger således ikke offentliggjøres av selskapet (dog må selskapene vurdere hvorvidt det er nødvendig med

⁹⁶ Jfr. Østensen side 95.

⁹⁷ Jfr. ovenfor under punkt 1.3.

⁹⁸ Se ovenfor under pkt. 1.3 for en nærmere redegjørelse av hensynene bak reglene.

⁹⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 29.

en børsmelding som utfyller/eventuelt korrigerer uriktige opplysninger).¹⁰⁰ For å sikre at opplysningene er presise og omfattende nok, vil det ofte være påkrevet at selskapet utgir en egen børsmelding selv om et forhold som har oppstått og blitt kjent gjennom nyhetsmedier mens børsen er stengt.¹⁰¹

3.3 «direkte angår selskapet»

Etter ordlyden i børsf. § 5-2 og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.1 er det kun innsideinformasjon som «direkte angår selskapet» som selskapet er pliktig å informere om. Motsetningsvis skulle man kunne slutte at dersom det foreligger presise opplysninger som er egnet til å påvirke kursen merkbart, er disse likevel ikke informasjonspliktige dersom det kan bevises at informasjonen ikke «direkte angår selskapet». Et sentralt spørsmål blir da hva slags innsideopplysninger som «direkte angår» selskapet.

Innsideopplysninger generert innenfor selskapet selv, vil helt klart falle innenfor ordlyden «direkte angår selskapet». Typiske eksempler vil være beslutninger om endringer i styre og ledelse, utvidelse av aksjekapitalen, avgjørende rettsvister, degradering av kredittverdighet hos sentrale kredittinstitusjoner, regnskapsmessige avvik, samt verdiøkning/-reduksjon av selskapets finansportefølje.¹⁰²

Ordlyden åpner imidlertid også for at opplysninger generert andre steder enn i selskapet kan sies å «direkte angå» dette. Et typisk eksempel vil kunne være dersom selskap A tildeles en utvinningskonsesjon som også selskap B har konkurrert om. Det er her typisk tale om forhold som ligger utenfor kontrollsfæren til selskap B, men som allikevel vil ha en konkret og muligens vesentlig betydning for selskapet.¹⁰³ Opplysningen

¹⁰⁰ Børssirkulære 3/2005 side 6.

¹⁰¹ Børssirkulære 3/2005 side 6.

¹⁰² CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 35.

¹⁰³ Se Børssirkulære 3/2005 side 8.

om at selskap A fikk konsesjonen, er samtidig en opplysning om at selskap B ikke fikk den. Dette vil således være informasjonspliktig informasjon for begge selskaper, ikke bare for selskap A.

Det må imidlertid trekkes en grense et sted mot opplysninger som er av særdeles generell art, da dette synes å falle utenfor ordlyden «direkte angår». Oslo børs mener at det bør avgrenses mot forhold som angår eller har implikasjoner generelt for en hel bransje, der ytterpunktene er forhold som valutakurser, oljepris mv.¹⁰⁴ Tilsvarende bør nok også gjelde opplysninger utarbeidet av Statistisk Sentralbyrå (typisk opplysninger om økning/nedgang i konsum, inflasjon/prisøkning etc.).¹⁰⁵ Beslutninger fra Norges Bank om å øke eller sette ned styringsrenten er heller ikke å anse som selskapsspesifikk informasjon, og således heller ikke informasjonspliktig.¹⁰⁶ En lovendringer som vil få generell betydning for et helt marked eller et segment, kan nok heller ikke sies å direkte angå et selskap.¹⁰⁷ Typiske eksempler vil være nye regler om skatt på utbytte, nye krav til lovfestet egenkapitalprosent, miljøavgifter etc.

Som det fremgår av det ovennevnte, vil enkelte typer innsideinformasjon ikke være informasjonspliktig fordi informasjonen ikke kan sies å «direkte angå» ett selskap, men heller de børsnoterte selskapene som helhet. Selskapene trenger således ikke å offentliggjøre denne informasjonen «uoppfordret og umiddelbart», da dette kravet kun gjelder for innsideinformasjon som «direkte angår selskapet».

Imidlertid vil den nevnte informasjonen kunne få direkte *konsekvenser* for et selskap. Eksempelvis vil en økning av kronekursen kunne få store konsekvenser for

¹⁰⁴ Jfr. Børssirkulære 3/2005 side 8. Se tilsvarende i CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 36.

¹⁰⁵ Se CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 36.

¹⁰⁶ Se CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 36.

¹⁰⁷ Se CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive note 36.

selskaper som får oppgjør i dollar. Forutsatt at økningen i kronekursen fører til at selskapet får store regnskapsmessige avvik, og disse er egnet til å påvirke aksjekursen merkbart, vil dette være innsideinformasjon og dermed som utgangspunkt informasjonspliktig.¹⁰⁸ Det bemerkes i denne sammenheng at det ikke er informasjonen som sådan som er informasjonspliktig, men de selskapsmessige konsekvensene av denne.

3.4 Ulike typetilfelle

3.4.1 Innledning

Jeg har nå redegjort for vilkårene for at informasjonsplikt foreligger, og vil i dette avsnittet konkretisere dette ved å gjennomgå enkelte typetilfelle for nærmere å vise når informasjonsplikten oppstår. Forhold som vokser frem over tid må også sees på som et typetilfelle, men temaet er tilstrekkelig behandlet ovenfor (jfr. punktene 3.2.2 og 3.2.3.1), og vil derfor ikke bli ytterligere behandlet her. Listen nedenfor pretendere på ingen måte å være uttømmende, og må snarere sees på som en eksemplifisering av de gjennomgåtte regler.

3.4.2 Budsjetter, estimer mv.

Budsjetter og estimer vil ofte bygge på offentlig tilgjengelig informasjon (allerede offentlige regnskaper, oljepris, kronekurs osv.). Slik informasjon er derfor som hovedregel ikke innsideinformasjon, og således ikke informasjonspliktig.¹⁰⁹ Imidlertid kan det spørres om ikke sammenstillingen av slik informasjon basert på den kunnskapen selskapet har om seg selv vil kunne medføre at informasjonen må ansees som innsideinformasjon. Oslo Børs antar at dersom budsjettene også inneholder informasjon om strategiendringer, innskrenkninger, utvidelser eller omlegging av selskapets virksomhet, vil disse forholdene kunne anses som innsideinformasjon og følgelig være

¹⁰⁸ Jfr. for øvrig om regnskapsinformasjon nedenfor under punkt 3.4.3.

¹⁰⁹ Jfr. Børssirkulære 3/2005 side 7 og MADs fortale 31. avsnitt.

innformasjonspliktige.¹¹⁰ Forutsetningen er at opplysningene er tilstrekkelig «presise» og egnet til å påvirke selskapets aksjekurs «merkbart», jfr. ovenfor under punkt 3.2.2 og 3.2.3. Det er viktig å påpeke at det i slike tilfelle ikke er budsjettene/estimatene som er informasjonspliktige, men informasjonen i seg selv.¹¹¹

Særlige tilfeller oppstår der selskapene «guider» investorer, analytikere o.l. med basis i fremtidsutsikter (som i utgangspunktet ikke er å anse som innsideinformasjon). Flere momenter kan i så fall tilsi at selskapet bør offentliggjøre informasjonen. For det første vil en selektiv utgivelse av slik informasjon uten at det offentliggjøres til markedet kunne være i strid med likebehandlingsprinsippet i børsf. § 23-8¹¹² og generalklausulen om «god børsskikk» i børsf. § 22-1^{113, 114}. Videre vil de forventninger som da skapes hos dem som har tilgang til disse budsjettene/prognosene være selskapsskapte, og det kan i forlengelsen av dette stilles spørsmål om selskapet plikter å gi børsmelding ved vesentlige avvik fra de budsjetter og prognoser som er utgitt.¹¹⁵ For det tredje følger det av børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.7 at dersom selskapet ønsker å gi budsjettinformasjon til enkelte eller alle aksjonærene, så skal disse offentliggjøres ved børsmelding.

Oppsummeringsvis er hovedregelen at budsjetter og prognoser ikke anses som innsideinformasjon, men at det er andre og flere forhold som tilsier at selskapene enten bør behandle slik informasjon konfidensielt, eller offentliggjøre denne slik at hele markedet får tilgang til informasjonen.

¹¹⁰ Se Børssirkulære 3/2005 side 7.

¹¹¹ Se Børssirkulære 3/2005 side 7.

¹¹² Tilsvarende regel finnes i børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 2.1.

¹¹³ Tilsvarende regel finnes i børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 2.2.

¹¹⁴ Se Børssirkulære 15/1999: Børsnoterte selskapers kontakt med analytikere.

¹¹⁵ Selskapet har en generell plikt til å korrigere vesentlige endringer i opplysninger som tidligere har blitt offentliggjort, jfr. Børssirkulære 3/2005 note 14 (side 8).

3.4.3 Regnskapsinformasjon

Børsf. kapittel 6 og børsreglementet for løpende forpliktelser kapittel 6 inneholder detaljerte regler om offentliggjøring av årsregnskap og delårsrapporter. Etter børsf. § 6-2, jfr. børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 6.2 plikter alle børsnoterte selskaper å avlegge årsregnskap, årsberetninger og delårsrapporter ved utløpet av hvert kvartal.

Selskapet skal sende Børsen delårsrapportene (herunder foreløpige årsregnskap) straks de er vedtatt av styret, og børsen offentliggjøre disse ved børsmelding etter bestemmelsene i børsf. § 23-2, jfr. børsf. § 6-4.¹¹⁶

Etter børsf. § 6-5, jfr. børsreglementet for løpende forpliktelser 6.5 skal selskapet sende styrets forslag til årsregnskap og årsberetning til børsen, og straks offentliggjøre ved børsmelding endringer i forhold til foreløpig årsregnskap. Jeg går ikke nærmere inn på den regelmessige regnskapsrapporteringen her.

En annen problemstilling som er meget sentral for denne oppgaven, er dersom man underveis oppdager at det foreligger forholdvis store avvik fra det som er forventet i markedet. Regnskapene utarbeides over tid, og man vil således kunne se konturene av de konkrete resultatene før regnskapene er ferdig utarbeidet. Børsforskriften inneholdt tidligere regler om resultatvarsel i § 5-4, mens det i dag ikke finnes noen egen bestemmelse om resultatvarsler i børsreglementet. Resultatvarsler skal derved vurderes etter hovedregelen om offentliggjøring av innsideinformasjon.¹¹⁷ Dette medfører at dersom regnskapsinformasjonen er så vidt ferdig at det kan anses som «presise opplysninger» og de inneholder så store avvik fra det selskapet har grunn til å tro at markedet forventer at det er egnet til å gi en «merkbar» kurspåvirkning, vil det i utgangspunktet være informasjonspliktig.¹¹⁸ Ved siden av selskapets ledelsesstruktur, er regnskapsinformasjon ofte den viktigste faktoren i verdsettelsen av et selskap. Særlig vil

¹¹⁶ Tilsvarende regel finnes i børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 6.4.

¹¹⁷ Jfr. børsstyrets uttalelse i vedtak av 19. desember 2006 (Global Geo Services) punkt 7.2.6.

¹¹⁸ Jfr. Børssirkulære 3/2005 side 8.

avvik i forventet inntjening og forventet kontantstrøm være avgjørende for prisingen av selskapet.¹¹⁹ Dette kan tale for at det ikke skal et så alt for stort avvik til før avviket potensielt vil kunne føre til en merkbar kurspåvirkning. Dog vil ofte vilkårene for utsatt offentliggjøring ofte være oppfylt i slike tilfelle.¹²⁰

3.4.4 Forslag og vedtak om kapitalforhøyelser, utbytte mv.

Etter børsreglementet for løpende forpliktelser pkt. 3.2 skal selskapene uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre forslag og beslutning i styre, generalforsamling eller annet selskapsorgan vedrørende utbytte, fusjon fisjon, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen samt fullmakt til kapitalforhøyelse. Tilsvarende gjelder forslag og beslutning om utstedelse av tegningsretter, opptak av lån med rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet e.l. konvertible retter samt opptak av ansvarlig lånekapital.

Av pkt. 3.2 annet ledd fremgår det at børsmeldingene ovenfor skal inneholde «nødvendig informasjon» som gjør det mulig å beregne virkningen av den aktuelle hendelsen. Hva som utgjør nødvendig informasjon må etter ordlyden vurderes konkret, dog ramser Børsen opp en liste som ikke pretenderer å være uttømmende, jfr. «o.l.». Viktige komponenter i børsmeldingen vil være et eventuelt utbyttes størrelse, antall utbytteaksjer/tegningsretter per utestående aksje, innbetalingsdato for kapitalforhøyelser, samt på hvilket tidspunkt aksjen skal handles eksklusiv rettighetene.

Som regel vil det nok ikke oppstå problemer vedrørende dette punkt i børsreglementet for løpende forpliktelser; denne typen informasjon er ofte å anse som innsidainformasjon og er således informasjonspliktig, jfr. ovenfor under punkt 3.2. Dog kan det tenkes situasjoner der opplysningene f.eks. ikke antas å påvirke aksjekursen merkbart, men allikevel vil være informasjonspliktig etter børsreglementet for løpende

¹¹⁹ Jfr. Global Geo Services-saken.

¹²⁰ Jfr. nedenfor under punkt 4.2.

forpliktelser. pkt. 3.2. Det er eksempelvis ikke slik at et hvert vedtak om aksjeutbytte vil være egnet til å påvirke aksjekursen merkbart.

Det følger av det ovennevnte at vedtak om fusjon og fisjon utløser informasjonsplikt. Børsreglementet for løpende forpliktelser inneholder i punkt 3.4-3.5 spesifikke krav til børsmeldingen i de tilfelle der transaksjonene er av en viss størrelsesorden.¹²¹ Etter punkt 3.4.2, jfr. punktene 3.4.1 og 3.5.3.1, skal det ved fusjoner blant annet informeres om oppgjørsform og finansiering, samt resultatregnskap og balanse for den ervervede/avhendede virksomheten, ved transaksjoner som medfører en økning/reduksjon på mer enn fem prosent i selskapets eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat.¹²² Meldingen skal sendes børsen så snart som mulig etter at avtale er inngått, og senest innen børsåpning tredje børsdag etter dette tidspunkt, børsreglementet punkt 3.4.3.

Dersom transaksjonen overskrider en nærmere angitt 25 prosents terskel, skal selskapet etter punkt 3.5 offentliggjøre et informasjonsdokument («minipropekt»). Dette dokumentet skal blant annet inneholde erklæringer fra styret, oppdatert beskrivelse av selskapet, beskrivelse av transaksjonen og finansiell informasjon. Ytterligere krav stilles ved fusjon og fisjon, reglementet punktene 3.5.3.1(fusjon) og 3.5.3.2 (fisjon). Det skal ved slike transaksjoner i tillegg opplyses om blant annet fremgangsmåter ved fastsettelse av bytteforholdet/vederlaget og fusjons- og fisjonsplan. Offentliggjøring av informasjonsdokumentet skal skje så snart som mulig etter at avtale er inngått, og senest innen den 20. børsdag etter dette tidspunktet, børsreglementet punkt 3.5.4.

Som det fremgår av det ovennevnte gis selskapene en lengre tidsfrist hva gjelder den nevnte tilleggsinformasjonen. Mens selve beslutningen/vedtaket om fusjon etc. skal

¹²¹ Reglene gjelder også for andre transaksjoner av en viss størrelsesorden, jfr. børsreglementet punkt 3.4.1 første ledd.

¹²² Liknende opplysningskrav følger av allmennaksjeloven, jfr. asal. kapittel 13 (fusjon) og kapittel 14 (fisjon).

offentliggjøres «umiddelbart» (børsreglementet punkt 3.2), skal tilleggsinformasjonen offentliggjøres «så snart som mulig» eller maksimalt i løpet av et nærmere angitt antall dager (børsreglementet punktene 3.4.3 og 3.5.4). Det forutsettes mao. at selskapene ikke har all tilleggsinformasjonen tilgjengelig umiddelbart, og Børsen har således valgt å gi selskapene en noe lengre frist for offentliggjøring av denne.

4 Når inntretr informasjonsplikten?

4.1 Hovedregel: «Uppfordret» og «umiddelbart»

Etter børsforskriftens § 5-2 første ledd og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.1 første ledd skal selskapene notert ved Oslo Børs «umiddelbart» offentliggjøre innsideinformasjon. Ordlyden «umiddelbart» er en videreføring av tidsfristen i den tidligere børsf. § 5-2, og tidligere praksis vil derfor være relevant ved fastleggelsen av gjeldende rett. I praksis fra før regelendringen forstod Børsen dette strengt og tilnærmet bokstavelig, eksempelvis slik at et selskap måtte sende melding uten opphold etter avslutningen av et styremøte hvor det ble truffet vedtak som var informasjonspliktige.¹²³

Et sentralt spørsmål blir således hvordan ordlyden «umiddelbart» skal tolkes etter de nye reglene. En naturlig språklig forståelse av ordlyden «umiddelbart» er at opplysningene skal offentliggjøres uten opphold, med andre ord straks selskapet selv blir oppmerksom på forholdet. I markedsmisbruksdirektivet benyttes ordlyden «as soon as possible»¹²⁴, hvilket etter min mening gir anvisning på en lengre frist enn den norske. Dette kan tale for at den norske ordlyden ikke bør tolkes fullt så strengt som den tidligere har blitt, for at norske myndigheter skal unngå å risikere en fellende dom i EFTA-domstolen. Mens ordlyden «as soon as possible» gjerne oversettes med at selskapet må offentliggjøre innsideinformasjon forttest mulig, synes den norske ordlyden å innebære en kortere frist enn dette. Børsen fremholder at den norske ordlyden skal forstås slik at den informasjonspliktige informasjonen skal gis markedet så fort selskapet mottar eller

¹²³ Marius Ryel, Informasjonsplikt ved fusjon og oppkjøp av børsnoterte selskaper, Tidsskrift for forretningsjus 1996 side 33.

¹²⁴ Jfr. MAD art. 6 (1).

er/blir klar over forholdet.¹²⁵ At tidsfristen må bli kort synes klart dersom man ser på de reelle hensyn som begrunner informasjonsplikten, og da særlig hensynet til lik informasjon i markedet. Jo lenger tid selskapet bruker på å offentliggjøre informasjonen, jo større fare er det for at personer som sitter på innsideinformasjonen direkte eller indirekte (gjennom nærstående) benytter seg av denne. I de nevnte tilfelle må derfor regelen fortsatt være at ordlyden skal forstås strengt og tilnærmet bokstavelig, slik at innsideinformasjonen skal offentliggjøres uten opphold.

I enkelte tilfeller vil imidlertid selskapet kunne trenge en viss tid til å vurdere informasjonen og hvordan man skal informere markedet på best mulig måte. Eksempelvis vil det kunne dreie seg om uforutsette forhold eller omstendigheter som selskapet ikke har vært forberedt på, og som krever en gjennomgang av de faktiske forhold for at melding skal kunne gis markedet. Spørsmålet blir da hvor lang frist selskapet har før man bryter vilkåret om at offentliggjøringen må skje umiddelbart. En slik vurdering må bli konkret, men både børsstyret og Børsklagenemden har i flere saker fått seg forelagt spørsmålet, og har således kommet med visse retningslinjer.

I Børsstyrets sak 39/2005 (PhotoCure) var saksforholdet at PhotoCure AS var i dialog med den amerikanske Food- and Drug Administration (FDA) vedrørende godkjenning av en ny behandlingsmåte mot hudkreft. FDA fant at det ikke forelå tilstrekkelig med dokumentasjon og godkjente således ikke PhotoCures produkt. Avslaget ble sendt per faks til PhotoCures kontor natt til 3. desember 2004. PhotoCure offentliggjorde avslaget ved børsmelding kl 11:23 samme dag, 1 time og 23 minutter etter børsåpning. Børsstyret kom til det forelå brudd på informasjonsplikten og ila PhotoCure et overtredelsesgebyr. Styret uttalte at «selskapets informasjonsplikt inntrer straks selskapet har eller burde fått kunnskap om det informasjonspliktige forholdet. Når det gjelder opplysninger som selskapet mottar pr. post, faks, epost eller lignende, må det

¹²⁵ Oslo Børs, børs sirkulære 3/2005 side 9.

forutsettes at et børsnotert selskap både har rutiner og prosedyrer for at slik korrespondanse fanges opp og gjennomgås så snart som mulig etter at den mottas». PhotoCure hadde vært kjent med forholdet fra morgenen av, og børsstyret mente derfor at en børsmelding 1 time og 23 minutter etter børsåpning var for sent.

Spesielt interessant i denne sammenheng er at børsstyret antyder at informasjonsplikten i enkelte tilfelle kan inntre *før* selskapet har rukket å sette seg inn i informasjonen, jfr. formuleringen «burde fått kunnskap om». Dette er en logisk regel, da den vanskeliggjør en omgåelse av regelverket; man kan ikke unnskyldes seg med at man ikke visste om forholdet. Det forutsettes videre i avgjørelsen at selskapet har rutiner for å fange opp denne typen informasjon, og mangel på slike rutiner kan således ikke anføres som grunn for sen rapportering.

I Børsklagenemdens sak 2/2006 opprettholdt nemden Børsstyrets vedtak av 24. januar 2006 som ila Opticom ASA et overtredelsesgebyr for brudd på blant annet informasjonsplikten. Saken var her at Opticom i forbindelse med offentliggjøringen av et tvangssalg av aksjer (tilsvarende ca. 15 prosent av aksjekapitalen) til innsidere i selskapet 8. november den 9. november 2005, vedtok å foreta en rettet emisjon. Opticom offentliggjorde opplysningene om tvangssalget ved børsmelding 9. november 2005 kl 09:39, men ikke vedtaket om den rettede emisjonen. Til tross for at børsen ved flere anledninger hadde telefonisk kontakt med Opticom før børsåpning kl 10:00 den 9. november i forbindelse med offentliggjøringen av primærinnsidermeldingene, ble børsen ikke orientert om at Opticom hadde vedtatt å gjennomføre emisjonen før Opticom offentliggjorde dette ved børsmelding kl 10:09 samme dag. Forut for offentliggjøringen innførte børsen børspause kl 10:07:55. Aksjekursen hadde da steget 14,3 %. Opticom anførte at en forsinkelse på 9 minutter ikke representertebrudd på informasjonsplikten.

Børsklagenemden kom til at det forelå brudd på informasjonsplikten. Nemden la vekt på at meldingens karakter var vesentlig og at det måtte antas at den var av sentral

betydning for markedet og markedets prising av Opticom-aksjen. Videre ble det vektlagt at Opticom-aksjen var gjenstand for betydelig omsetning og kursutvikling om morgenen den 9. november. Opticom ble ilagt et overtredelsesgebyr på 8 ganger årlig kursavgift.

I Børsklagenemdens sak 1/2007 opprettholdt nemden Børsstyrets vedtak av 24. januar 2007 som ila Ignis AS et overtredelsesgebyr grunnet for sen rapportering av to avtaler inngått av datterselskapet Ignis Photonyx den 18. september 2006. Avtalene ble offentliggjort i børsens meldingssystem samme dag kl 13:17. Enablence Inc., som var avtalemotparten, publiserte melding om avtaleinngåelsen natt til 18. november norsk tid, m.a.o. i god tid før Oslo Børs åpnet. I tiden fra børsåpning og til Ignis publiserte meldingen økte på både aksjekursen (ca. 15 %) og volumet markant.

Børsstyret kom i sitt vedtak (som nemden sluttet seg til) til at opplysningene ble innsideinformasjon senest ved avtaleinngåelse som var natt til den 18. november. Plikten til å informere markedet inntrådte derfor *senest ved børsåpning* den 18. november.

Etter en oppsummering av den nevnte praksis' forståelse av ordlyden «umiddelbart», synes regelen å være at dersom selskapet blir kjent med (eller burde blitt kjent med) opplysningene utenfor børsens åpningstid, så skal disse offentliggjøres senest ved børsens åpningstid. Både Opticom- og Ignis-saken viser at dette må være hovedregelen.

Dersom selskapet mottar opplysningene i børsens åpningstid, forutsettes det som nevnt i PhotoCure-saken at selskapene har et velfungerende apparat for behandling av slik informasjon.¹²⁶ Umiddelbar offentliggjøring vil i slike tilfelle innebære det tidsintervallet som må påregnes for at informasjonen skal bli behandlet via det nevnte apparat. Kravet om umiddelbar offentliggjøring bør for så vidt leses som «uten ugrunnet opphold», der i utgangspunktet alt annet enn praktiske forhold rundt utarbeidelse og

¹²⁶ Se også børssirkulære 3/2005 side 9.

oversendelse av børsmeldingen (normalt) anses som ugrunnet.¹²⁷ Akkurat hvor lang dette tidsintervallet er må nok vurderes konkret, men så mye mer enn 30 minutter er det nok tvilsomt om Børsen godtar. Oslo Børs antar at tidsfristens lengde vil kunne avhenge av hvorvidt selskapet selv har kontroll over informasjonen (typisk kontraktsforhandlinger) eller ikke.¹²⁸ Dersom selskapet selv har kontroll over forholdet, må nok hovedregelen være at informasjonen skal gis markedet straks selskapet har mottatt opplysningene (m.a.o. en meget kort tidsfrist). Tilsvarende må gjelde der selskapet vet eller burde vite at det vil kunne få viktig informasjon i en periode.¹²⁹ Skulle det imidlertid skje noe uforutsett (driftsulykke, «force majeure»¹³⁰ etc.) vil nok Børsen godta et lengre tidsintervall fra selskapet selv blir informert om forholdet og offentliggjøring. I slike tilfelle vil det være særdeles viktig for selskapet å få full oversikt over forholdet. Markedet har en tendens til å reagere meget negativt på driftsuhell¹³¹ mv., og det er således viktig for selskapet at markedet får helt korrekt informasjon om forholdet slik at investorene ikke legger uriktige premisser til grunn for prisingen. Dette fordrer at selskapet gis tid til å innhente tilstrekkelig faktagrunnlag mht. det ekstraordinære forholdet.

Jeg mener etter dette at slik tidsfristen tolkes i praksis, synes den norske regelen å være i samsvar med MADs krav. Dette begrunnes med at det er akseptert at selskapet kan trenge en viss tid til å utforme den meldingen som kan sendes, og at kravet om umiddelbar offentliggjøring i slike tilfelle må leses som «uten ugrunnet opphold».

¹²⁷ Jfr. tilsvarende hos Ryel side 34.

¹²⁸ Jfr. i denne retning Børssirkulære 3/2005 side 9.

¹²⁹ Jfr. i denne retning Børssirkulære 3/2005 side 9.

¹³⁰ Med «force majeure» forstås uventede begivenheter som ikke kan avverges, så som krig, naturkatastrofer og ulykker.

¹³¹ Jfr. f.eks. AkerKværners Sea Launch prosjekt og markedets reaksjon på de mange mislykkede oppskytningene.

4.2 Unntak: Legitime interesser mm. tilsier utsettelse

4.2.1 Generelt

Utgangspunktet er som tidligere nevnt at informasjonsplikten inntreffer «uoppfordret og umiddelbart» etter at selskapet blir eller burde blitt kjent med innsideopplysningene. Etter børsf. § 5-3 og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2, kan børsnoterte selskap utsette offentliggjøring av innsideinformasjon som direkte angår selskapet for ikke å:

*«... skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt...».*¹³²

Bestemmelsen oppstiller således tre kumulative vilkår for at utsatt offentliggjøring skal kunne finne sted. Hovedvilkåret er at offentliggjøring straks må skade selskapets «legitime interesser».¹³³ Som tilleggsvilkår oppstilles det krav om at «allmennheten ikke villedes av utsettelsen». Et tredje vilkår er at opplysningene må behandles «konfidensielt». Utsettelsesadgangen er fakultativ, jfr. ordlyden «kan». Selskapene har således ingen plikt til å utsette opplysningene selv om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylte. Slik utsettelse som nevnt vil kun være tillatt så lenge vilkårene er oppfylte. Etter dette skal opplysningene offentliggjøres «uoppfordret og umiddelbart», jfr. hovedregelen ovenfor

Det er viktig å bemerke at det er selskapet selv som vurderer hvorvidt vilkårene er oppfylte.¹³⁴ I MAD art. 6 nr. 2 heter det at utsettelsen skjer på selskapets «own responsibility», hvilket også må gjelde etter det norske reglementet. Selskapene må i

¹³² Unntaksbestemmelsen samsvarer med MAD art. 6.2.

¹³³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 49.

¹³⁴ Børssirkulære 3/2005 side 10, jfr. MAD art. 6 (2).

vurderingen av hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt foreta en avveining mellom behovet for konfidensialitet og markedets behov for opplysninger. Reelle hensyn (først og fremst hensynet til riktig prising av selskapene) tilsier at adgangen til å utsette offentliggjøring bør være snever. Jeg kommer nærmere tilbake til dette nedenfor under punkt 4.2.2.

Utsatt offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger i selskapet utløser en del plikter for selskapet. Det skal føre lister over personer som gis tilgang til innsideinformasjon, jfr. vphl § 2-5. Videre plikter selskapet å sørge for at de som gis tilgang til innsideinformasjonen er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt det straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon. Selskapet skal kunne dokumentere at disse personene er kjent med sine plikter. Det følger av børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 tredje ledd at selskapet ved utsatt offentliggjøring «uoppfordret og umiddelbart» gi børsen melding både om forholdet, og om bakgrunnen for utsettelsen.¹³⁵ Begrunnelsen for dette er at markedsovervåkingen kan intensiveres, og Børsen foretar på dette tidspunkt ingen prøving av hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylte.¹³⁶

Dersom selskapet har grunn til å tro at innsideopplysninger er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, bortfaller retten til å utsette offentliggjøringen og opplysningene må straks offentliggjøres, jfr. børsf. § 5-3 siste ledd og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 fjerde ledd.

4.2.2 Legitime interesser

Som nevnt ovenfor er hovedvilkår for utsatt offentliggjøring at umiddelbar offentliggjøring av informasjonen vil skade selskapets «legitime interesser».

¹³⁵ Tilsvarende plikt følger forutsetningsvis av MAD art. 6 nr. 2 annet punktum.

¹³⁶ Meldingen skal gis til børsens selskapsavdeling, børsreglementet punkt 3.1.2 tredje ledd.

Bestemmelsen legger opp til at selskapene må ha en grunn for å holde tilbake informasjonen. Ved å bruke betegnelsen «legitime interesser» pekes det hen til en sensur av hvilke interesser det kan legges vekt på i vurderingen. Mer særegne forhold som erfaringsmessig ikke er ansett å være egnet til å skade et selskaps legitime interesser, synes således som utgangspunkt ikke å kvalifisere for utsatt offentliggjøring. Dog vil det for selskapet til syvende og sist bli en konkret vurdering av om de aktuelle interesser for selskapet er å anse som legitime.

Adgangen til å utsette offentliggjøringen ivaretar således selskapenes behov for, i gitte tilfelle, å hemmeligholde informasjon som vil kunne påvirke aksjekursen merkbart. Hensynet til riktig prising og lik informasjon i markedet tilsier imidlertid at utsettelsesadgangen bør benyttes med forsiktighet. Jeg finner en viss støtte for dette standpunkt i fortalen til kommisjonsdirektiv 2003/124/EF punkt 5, der det heter at:

«In order to protect the legitimate interests of issuers, it should be permissible, in closely defined specific circumstances, to delay public disclosure of inside information. However, the protection of investors requires that in such cases the information be kept confidential in order to prevent insider dealing.»

Jeg mener videre at eksemplifiseringen i børsf. § 5-3 annet ledd og børsreglementet punkt 3.1.2 annet ledd som legitime interesser «typisk [kan] relatere seg til», tilsier at det ved utsatt offentliggjøring må foreligge en kvalifisert interesseovervekt i foretakets favør med andre ord at foretakets behov for konfidensialitet må veie klart tyngre enn markedets behov for informasjon. Adgangen til utsatt offentliggjøring på bakgrunn av selskapets legitime interesser, må etter dette bli relativt snever.¹³⁷

¹³⁷ Se tilsvarende i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 51 (punkt 9.3), jfr. Kredittilsynets høringsnotat punkt 8.3.3.

Børsf. § 5-3 annet ledd og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 annet ledd inneholder som nevnt en eksemplifisering av hva som menes med «legitime interesser». Listen pretenderer ikke å være uttømmende, jfr. ordlyden «typisk relatere seg til». Ytterligere forhold som vil kunne kvalifisere som «legitime interesser» tas opp nedenfor under punktene 4.2.5 og 4.2.6. Jeg vil i det følgende omtale eksemplifiseringen i børsforskriften, jfr. børsreglementet.¹³⁸

4.2.3 Pågående forhandlinger

Av børsf. § 5-3 annet ledd bokstav a og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 annet ledd bokstav a, fremgår det at legitime interesser typisk kan relatere seg til «pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring».¹³⁹

Bestemmelsen stiller krav til forhandlingene, slik at ikke enhver forhandling vil kunne kvalifisere som legitim interesse. For det første er det et vilkår at resultatet eller normal gjennomføring «må forventes å bli påvirket av offentliggjøring». I ordlyden «må forventes» ligger det et sannsynlighetskrav. Den mest nærliggende forståelsen av dette uttrykket må nok være at det må foreligge sannsynlighetsovervekt for at resultatet/gjennomføringen vil bli påvirket av allmennhetens innsyn. Et krav om sannsynlighetsovervekt for at offentliggjøring vil påvirke utfallet negativt, synes også best å harmonere med oppfatningen om at utsettelsesadgangen er en snever unntaksregel. Et lavere krav ville kunne undergrave dette. Uttalelser fra Oslo Børs støtter opp om forståelsen av at det her må være et krav om sannsynlighetsovervekt.¹⁴⁰

Av eksempler på forhandlinger der det typisk vil kunne være sannsynlighetsovervekt for at offentliggjøring vil kunne påvirke utfallet negativt, nevner

¹³⁸ Bestemmelsene samsvarer med Kommissjonsdirektiv 2003/124/EF art. 3 nr. 1.

¹³⁹ Bestemmelsen samsvarer med Kommissjonsdirektiv 2003/124/EF art. 3 nr. 1 bokstav a.

¹⁴⁰ Børssirkulære 3/2005 side 12.

Oslo Børs oppkjøp, fusjoner, strategiske samarbeid, samt inngåelse av lisensavtaler.¹⁴¹ Tilsvarende bør nok også gjelde forhandlinger om avhendelse eller erverv av virksomhet.

Børsf. § 5-3 annet ledd bokstav a¹⁴² spesifiserer også en bestemt forhandlingssituasjon. Etter bestemmelsen vil forhandlinger om refinansiering kunne anses som en legitim begrunnelse for å hemmeligholde informasjon.¹⁴³ Vilkåret er at selskapets finansielle situasjon er «alvorlig og umiddelbart» truet uten at selskapet er «insolvent». Begrunnelsen for at denne typen informasjon kan tilbakeholdes i en viss periode er at dette ofte vil være nødvendig for i det hele tatt å få til en refinansieringsløsning.¹⁴⁴ Det fremgår av bestemmelsene at en offentliggjøring før den nødvendige refinansieringen er på plass vil således kunne skade både eksisterende og potensielle aksjonærs interesser, jfr. bokstav a) in fine. Unntaket gir således selskapene en periode der de kan forsøke å forhandle frem en løsning med kreditorene slik at videre drift kan sikres.

Et spørsmål blir hva som ligger i ordlyden «alvorlig og umiddelbart» truet. Ordlyden tilsier at selskapets finansielle stilling må være alvorlig og prekær, men utenfor konkursregimet, jfr. ordlyden «uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at selskapet er insolvent».¹⁴⁵ En riktig tolkning synes således å være at selskapet ikke plikter å begjære oppbud.¹⁴⁶ Etter dette mener jeg at vilkåret må innebære at selskapet i nær fremtid antas å være ute av stand til å oppfylle sine forpliktelser etterhvert som de

¹⁴¹ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 12.

¹⁴² Jfr. Børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 annet ledd bokstav a.

¹⁴³ Det bemerkes at denne særlige angitte forhandlingssituasjonen kun gjelder forhandlinger om selskapets finansielle situasjon, og ikke alminnelige kontraktsinngåelser selv om disse kan tenkes å ha avgjørende betydning for selskapets økonomiske levedyktighet. Disse må eventuelt unntas offentlighet etter hovedreglene i børsf. § 5-3 annet ledd bokstav a, jfr. børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 annet ledd bokstav a.

¹⁴⁴ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 12.

¹⁴⁵ Jfr. i denne retning Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 49.

¹⁴⁶ Jfr. Kredittilsynets høringsnotat punkt 8.2.2 (referert i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 49).

forfaller, samt at selskapet nærmer seg insuffisiens.¹⁴⁷ En midlertidig skvis i selskapets kontantstrøm kan således ikke være tilstrekkelig.

Utsettelsen kan kun skje i en «begrenset periode». En naturlig språklig forståelse av ordlyden trekker i retning av at selskapene skal kunne ha en viss periode til å forsøke komme frem til en løsning med selskapets kreditorer, men at dette kun gjelder for en relativt kort periode. Ordlyden trekker også i retning av at det må foretas en konkret vurdering i det enkelte tilfelle, slik at det ikke kan settes noen veiledende grense for hva som anses å utgjøre en «begrenset periode».¹⁴⁸ I Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 49 (punkt 9.2) uttales det at utsettelsen i det lengste kan skje mens forhandlingene pågår. Det må således være anledning til å gjennomføre forhandlingene, dog gir bestemmelsene neppe hjemmel til å utsett offentliggjøring helt til alle finansieringsalternativer er utprøvd.¹⁴⁹

Jeg mener videre at ordlyden «sikre» selskapets langsiktige finansielle situasjon innebærer at det det må være en viss sannsynlighet for at forhandlingene kan føre frem og bidra til en løsning som kan medføre at selskapet ikke går konkurs i nær fremtid.¹⁵⁰ I motsatt fall ville selskapene fått en «hvilepute», de kunne startet forhandlinger som det var helt usannsynlig at ville føre til en løsning og således omgått informasjonsplikten.

Som tidligere nevnt er det et vilkår for utsatt offentliggjøring etter dette alternativet at offentliggjøring vil kunne «skade eksisterende og potensielle aksjonærers interesser» ved å undergrave utfallet av de nevnte refinansieringsforhandlingene. Mens vilkåret etter de norske reglene er at offentliggjøring vil kunne «skade» eksisterende og potensielle aksjonærers interesser, er kravet etter Kommisjonsdirektivets art. 3 nr. 1 bokstav a, at offentliggjøring vil «seriously jeopardise» de nevnte personers interesser. Kommisjonsdirektivet synes således å stille strengere krav til skadeomfanget, hvilket

¹⁴⁷ Jfr. konkursloven § 61 flg.

¹⁴⁸ Se i denne retning Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 12.

¹⁴⁹ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 12.

¹⁵⁰ Se tilsvarende resonnement i Børssirkulære 3/2005 side 12.

innebærer at også den norske bestemmelsen bør tolkes slik at de potensielle skadene er av et visst omfang.

Et siste vilkår er at forhandlingene må ha som mål å sikre selskapets «langsiktede finansielle situasjon». Vilkåret stiller ytterligere krav til forhandlingenes innhold. Det vil etter dette ikke være tilstrekkelig at generelle sonderinger foretas overfor selskapets kreditorer med tanke på en kortsiktig løsning.¹⁵¹

4.2.4 Godkjenning fra annet selskapsorgan

Børsf. § 5-3 annet ledd bokstav b¹⁵² nevner som legitim interesse at det aktuelle forhold trenger «godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft». Unntaket vil komme til anvendelse ved beslutninger truffet av eller avtaler inngått av et selskapsorgan som krever godkjenning av et annet. Vilkårene i dette bokstavleddet er også kumulative. Ordlyden oppstiller som vilkår at godkjenningen av et annet selskapsorgan er en «følge av selskapets organisering», hvilket stiller som krav at organene må være atskilte, mest praktisk som følge av lov eller vedtekter.¹⁵³ I motsatt fall kunne selskapene omgå informasjonsplikten ved å inngå avtaler om at de aktuelle sakene trenger styregodkjenning mv. Typiske, lovregulerte eksempler finnes i asal. §§ 6-14 (beslutninger og kontrakter som er utenfor «den daglige ledelsen» av selskapet, krever normalt styregodkjenning) og 6-37 (visse beslutninger krever godkjenning av selskapets generalforsamling). Denne type beslutninger vil således som utgangspunkt være gjenstand for utsatt offentliggjøring.

Imidlertid mener jeg at det i ordlyden «krever godkjenning» må innfortolkes et krav om at godkjenningen fra styre/bedriftsforsamling er reell, m.a.o. at det må avgrenses

¹⁵¹ Jfr. tilsvarende i Kredittilsynets høringsnotat punkt 8.2.2 (gjengitt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 49).

¹⁵² Jfr. Børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 annet ledd bokstav b. Bestemmelsene samsvarer med Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 3 nr. 1 bokstav b.

¹⁵³ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 50 (punkt 9.2).

mot de tilfelle der det ikke hefter en faktisk mulighet for at de nevnte organer ikke vil godkjenne beslutningen/kontrakten.¹⁵⁴ Er godkjennelsen derimot kun en ren formalitet (ledelsen handler f.eks. etter fullmakt), vil vilkåret for utsatt offentliggjøring ikke være oppfylt. Begrunnelsen for dette er nettopp at markedet ikke kan sies å bli villedet av at offentliggjøringen av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen underretning om at godkjennelse er nødvendig, skjer i forkant av godkjennelsen, jfr. bestemmelsens bokstav b) in fine.

4.2.5 Særlig om regnskapsinformasjon

Som tidligere nevnt under punkt 3.4.3 vil regnskapsinformasjon kunne omfattes av informasjonsplikten før endelige regnskap er vedtatt. Imidlertid vil det kunne vanskeliggjøre selskapenes utarbeidelse av regnskapene dersom ufullstendig regnskapsinformasjon må offentliggjøres. Oslo Børs mener på denne bakgrunn at regnskapsinformasjon regelmessig bør kunne unntas offentliggjøring inntil de er vedtatt av kompetent organ.¹⁵⁵ Jeg er enig at utgangspunktet bør være at selskapene vil kunne ha en legitim interesse i å tilbakeholde denne typen informasjon.

Situasjonen vil imidlertid kunne falle forskjellig ut avhengig av om selskapet tidligere har guidet markedet. Selskapet har da skapt en berettiget forventning i markedet, og en utsettelse av offentliggjøring vil i slike tilfelle lettere være egnet til å villedde allmennheten, jfr. børsf. § 5-3 første ledd og børsreglementet punkt 3.1.2 første ledd.¹⁵⁶

Videre heter det i Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 2 nr. 3 at

¹⁵⁴ Synspunktet samsvarer med Oslo Børs' uttalelser i Børssirkulære 3/2005 side 13.

¹⁵⁵ Jfr. uttalelsene i Global Geo Services-saken punkt 7.2.6. Det er på bakgrunn av dette synspunkt i det reviderte børsreglementet punkt 3.1.2 gjort unntak fra plikten til å gi børsen melding om utsatt offentliggjøring når dette skjer for finansiell informasjon som skal offentliggjøres i delårsrapport.

¹⁵⁶ Se nærmere om dette vilkåret nedenfor under punkt 4.2.7.

«Any significant changes concerning already publicly disclosed inside information shall be publicly disclosed promptly after these changes occur.»

Jeg mener på bakgrunn av de ovennevnte momenter at hovedregelen hva gjelder regnskapsinformasjon må bli at der selskapet har skapt en forventning i markedet vil forholdet falle inn under hovedregelen i børsf. § 5-2, jfr. børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.1. Resultatavvik som er egnet til å påvirke aksjekursen merkbart må i slike tilfelle offentliggjøres umiddelbart. I de tilfelle selskapet selv ikke har bidratt til å skape forventninger i markedet må derimot hovedregelen være at opplysningene vil kunne omfattes av utsettelsesadgangen i børsf. § 5-3, jfr. børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2.¹⁵⁷

4.2.6 Andre særegne forhold

Det følger av børsf. § 5-3 og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 annet ledd at listen over forhold som utgjør legitime grunner for utsettelse ikke er uttømmende, jfr. ordlyden «typisk relatere seg til». Bestemmelsene åpner således for at også andre forhold kan anses som legitime begrunnelser for å utsette offentliggjøring av ellers informasjonspliktige opplysninger. Imidlertid er som tidligere nevnt den klare hovedregel at informasjonen skal offentliggjøres umiddelbart, og Oslo Børs vil nok derfor som utgangspunkt stille seg kritisk til anførsler som går utover de nevnte eksempler. Som eksempel kan her vises til Børsstyrets vedtak av 24. januar 2007 (Ignis).¹⁵⁸ Børsstyret kom her til at Ignis' avtalemotparts forespørsel om utsettelse av offentliggjøring i én dag ikke utgjorde en legitim grunn til utsettelse.

Jeg er enig med børsstyret at i de tilfelle der det er sannsynlig at taushetsplikten fra kontraktmotparten er et forsøk på å uthule informasjonsplikten, bør markedets behov

¹⁵⁷ Standpunktene støttes opp av børsstyrets uttalelser i Global Geo Services-saken.

¹⁵⁸ Jfr. Børsklagenemdens sak 1/2007.

for informasjon prioriteres foran selskapene behov for hemmelighold. Imidlertid vil det kunne være gode kommersielle grunner til at en avtalepart ønsker å utsette offentliggjøring (eksempel dersom en avtaleinngåelse med en tredjepart betinger hemmelighold i en viss periode). I slike tilfeller mener jeg at selskapet vil kunne ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring.

Det kan også tenkes ytterligere situasjoner som kan forsvare utsatt offentliggjøring. I børssirkulære 3/2005 side 12 nevnes som ytterligere eksempler på legitime interesser omstruktureringer der det er behov for å drøfte endringene med representanter for de ansatte først, samt forskningsresultater av betydning men hvor man ennå ikke har oppnådd rettslig vern for resultatene.

Et annet eksempel på legitim interesse vil kunne være en beslutning i et børsnotert selskap om å selge en større aksjepost i et annet børsnotert selskap. Begrunnelsen for dette er at dersom markedet informeres om et slikt forhold vil aksjekursen kunne synke betraktelig, hvilket vil kunne være tilstrekkelig til å kunne å skade selgende selskaps legitime interesser.¹⁵⁹

Som det fremgår av det ovennevnte synes listen for at et forhold skal kvalifisere som legitim interesse å være forholdsvis høy. Det er kun i de mer særegne tilfellene at andre forhold enn de som er nevnt i eksemplifiseringen i børsforskriften og børsreglementet godtas, eksempelvis der mer vitale interesser står på spill (f.eks. et ikke-patentert produkt). At offentliggjøring medfører ulempe for selskapet er ikke tilstrekkelig. Jeg er enig i dette, hensynet til riktig prising av selskapene og hensynet til lik kunnskap i

¹⁵⁹ Jfr. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 51 (punkt 9.3), jfr. Kredittilsynets høringsnotat punkt 8.3.3 og Oslo Børs, børssirkulære 3/2005 side 12. Tilsvarende følger av CESR, Market Abuse Directive: Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market note 2.8. CESR antyder imidlertid et litt strengere krav en Oslo Børs da det kreves at informering av markedet vil medføre at «the deal will fail with premature disclosure».

markedet tilsier at adgangen til utsatt offentliggjøring skal være snever, hvilket fordrer en streng praksis av hva som kan kvalifisere som legitim interesse.

4.2.7 «allmennheten ikke villedes av utsettelsen»

Det følger av børsf. § 5-3 første ledd og børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 3.1.2 første ledd, at et vilkår for utsatt offentliggjøring er at allmennheten ikke villedes som følge av utsettelsen. Dette synes noe selvmotsigende, da en utsettelse av å offentliggjøre ellers informasjonspliktig informasjon klart nok har som konsekvens at markedet villedes. De handlene som foretas i tidsrommet fra selskapet blir kjent med innsideopplysningene og til disse offentliggjøres vil således i større eller mindre grad være gjort på ufullstendig grunnlag. Skal dette vilkåret derfor ha en reell betydning bør det etter min mening tolkes dithen at det må dreie seg om en noe mer kvalifisert form for villedelse, enn det en normal utsettelse av å informere medfører.¹⁶⁰

Jeg har ovenfor i punkt 4.2.5 omtalt tilfelle der selskapet tidligere har kommet med resultatvarsler. Til tross for at offentliggjøring av regnskapsinformasjon som er egnet til å påvirke aksjekursen merkbart, må antas å skade selskapets legitime interesser, kom jeg til at det ikke vil være adgang til å utsette offentliggjøring til endelig års-/kvartalsregnskap er vedtatt der selskapet tidligere har guidet markedet.

Jeg mener at synspunktene i punkt 4.2.5 bør få generell anvendelse, slik at der selskapet tidligere har skapt en forventning i markedet om at et forhold vil inntre til en viss tid, bør adgangen til utsatt offentliggjøring avskjæres. I slike tilfelle vil allmennheten lett bli kvalifisert villedet av utsatt offentliggjøring.¹⁶¹

Videre antar Oslo Børs at vilkåret ikke vil være oppfylt dersom enkelte opplysninger vil føre til at børsmeldingen samlet sett vil virke villedende.¹⁶² Jeg er enig i

¹⁶⁰ Jfr. tilsvarende synspunkt i børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4.

¹⁶¹ Synspunktet støttes opp av Oslo Børs' uttalelser i børssirkulære 3/2005 punkt 3.6.4.

¹⁶² Jfr. børssirkulære 3/2005 punkt 3.6.4.

dette. I slike tilfelle vil selskapets offentliggjøring av deler av informasjonen lett kunne skape feil antagelser i markedet, og det vil da lett kunne oppstå en kvalifisert villedning i markedet. Vilkåret vil eksempelvis kunne medføre at et selskap ikke kan gi melding om A og så utsette offentliggjøring av B, dersom B er relevant for forståelsen av A.

4.2.8 Opplysningene må behandles konfidensielt¹⁶³

Det andre tilleggsvilkåret som må være oppfylt for at selskapet kan utsette offentliggjøring av ellers informasjonspliktig informasjon er at de aktuelle opplysningene må behandles konfidensielt. Bestemmelsene i børsf. § 5-3 første ledd og børsreglementet punkt 3.1.2 første ledd henviser til vphl. § 2-4 som pålegger taushetsplikt for enhver som innehar innsideinformasjon:

Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

Den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.

Bestemmelsen inneholder, i tillegg til å oppstille taushetsplikt, regler om tilbørlig informasjonshåndtering. Det er selskapets ansvar både å påse at innsideinformasjon kun

¹⁶³ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 3 nr. 2 gir utfyllende regler om kravet til konfidensialitet. I korte trekk oppstiller bestemmelsen (som de norske reglene) krav til forsvarlig organisering av foretaket, at personer med tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter og ansvar ved misbruk av informasjonen, samt at innsideinformasjonen offentliggjøres ved lekkasjer.

gis til personer som det er påkrevet at har denne eller som har et berettiget behov for tilgang til slik informasjon, og at konfidensialitet bevares.¹⁶⁴

Regler om taushetsplikt er en naturlig bestanddel i regler om utsatt offentliggjøring. Et grunnhensyn bak reglene om informasjonsplikt er som tidligere nevnt hensynet til lik informasjon i markedet. Det følger av fortalen til kommisjonsdirektiv 2003/124/EF at begrunnelsen for at opplysningene må behandles konfidensielt er å hindre innsidehandel.¹⁶⁵ En eventuell lekkasje av opplysningene, vil gi enkelte et bedre grunnlag å vurdere selskapet ut i fra enn andre, og vil derfor på mange måter uthule tanken om likebehandling av investorene.

Skulle selskapene få mistanke om at opplysningene enten har lekket til uvedkommende eller at det er fare for dette, plikter det å «uoppfordret og umiddelbart» å offentliggjøre det informasjonspliktige forholdet, børsf. § 5-3 fjerde ledd og børsreglementet punkt 3.1.2 fjerde ledd. Oslo Børs uttaler at omfanget av lekkasjen ikke er avgjørende, og at det ikke er mulighet å fortsatt å unnlate å informere markedet når det enten har forekommet lekkasje eller er fare for det.¹⁶⁶ «Umiddelbart» må her som ovenfor bety at offentliggjøring må skje uten opphold.

4.2.9 Særlig om tilbakekjøpsprogrammer

Aksjer i det overtagende selskap er en vanlig oppgjørsmåte ved fusjoner og avhendelse av virksomheter. Selskapet vil i forkant av et slikt oppgjør kunne ha behov for å kjøpe egne aksjer for å benytte disse som vederlagsaksjer. Selskapet befinner seg da gjerne i den situasjon at vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylte, samtidig som selskapet selv sitter på denne informasjonen og ønsker å kjøpe egne aksjer.

¹⁶⁴ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 14.

¹⁶⁵ Fortalens punkt 5.

¹⁶⁶ Oslo Børs, Børssirkulære 3/2005 side 15.

Det følger imidlertid av vphl. § 2-3 at kjøp av finansielle instrumenter ikke må foretas av «noen» som har innsideinformasjon, og omfatter dermed også selskapet selv. Selskapet kan således som hovedregel ikke kjøpe egne aksjer i perioden fra innsideinformasjonen oppstår og frem til offentliggjøring har funnet sted.¹⁶⁷

Saken vil kunne stille seg annerledes dersom selskapet i perioden kjøper aksjer med grunnlag i et tilbakekjøpsprogram vedtatt av selskapets generalforsamling. Av MAD art. 8 følger det at forbudet mot innsidehandel i direktivet ikke får anvendelse på kjøp av aksjer i «buy-back»-programmer, forutsatt at handelen foretas i samsvar med gjennomføringstiltak som er vedtatt for dette formål. Forordning (EF) nr. 2273/2003¹⁶⁸, jfr. vphl. § 2-12, oppstiller de nærmere vilkår for at tilbakekjøpsprogrammet skal omfattes av unntaket i MAD art. 8. Oppsummeringsvis stiller forordningen følgende grunnvilkår for tilbakekjøpsprogrammer som skal omfattes av MAD art. 8:

1. Tilbakekjøpsprogrammet må oppfylle vilkårene i artikkel 19 nr. 1 i direktiv 77/91/EØF¹⁶⁹ (art. 4 (1));
2. Programmet må ha som formål å enten i) redusere selskapets aksjekapital, ii) oppfylle forpliktelser i forbindelse med finansielle gjeldsinstrumenter som kan konverteres til egenkapitalinstrumenter, eller iii) oppfylle forpliktelser i forbindelse med tildeling av aksjer til arbeidstakere (art. 3);

¹⁶⁷ Unntak kan tenkes der det er snakk om visse typer egengenerert innsideinformasjon. Eksempelvis vil det forhold at selskapet selv ønsker å handle egne aksjer, i seg selv kunne utgjøre presise opplysninger som kan tenkes å være egnet til å påvirke aksjekursen merkbart. At selskapet kjøper aksjer til tross for at det sitter på denne typen informasjon utgjør neppe misbruk av innsideinformasjon. Det vises i denne sammenheng til uttalelsene i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 51 (punkt 9.3). Jeg mener imidlertid at det vil føre for langt å skulle gå nærmere inn på denne typen unntak i denne oppgaven.

¹⁶⁸ Kommisjonsforordning nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter.

¹⁶⁹ Direktivteksten oppstiller bl.a. krav om likebehandling av aksjonærer med samme rettsstilling, krav om fullmakt fra generalforsamlingen der største antall aksjer som kan kjøpes, fullmaktens gyldighetsperiode, minste/høyeste vederlag mv. må angis.

3. Utstedere som har vedtatt tilbakekjøpsprogrammer skal underrette vedkommende myndighet og, når det kreves, offentligheten (art. 4(3));
4. Utsteder kan ikke, i løpet av sin deltakelse i et tilbakekjøpsprogram, delta i handel når utsteder har besluttet å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon i samsvar med MAD artikkel 6 nr. 2 (art. 6 nr. 1 bokstav c). Unntak gjøres for tilfelle der utsteder har innført et tidsbestemt tilbakekjøpsprogram, eller tilbakekjøpsprogrammet forvaltes av et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon som treffer sine handelsbeslutninger knyttet til utsteders aksjer uavhengig av og uten innflytelse fra utsteder med hensyn til kjøpstidspunktet (art. 6 (3)).

Som det fremgår av det ovennevnte er ikke tilbakekjøp av aksjer i forbindelse med fusjoner etc., et formål som etter forordningen hjemler unntaksrett etter MAD art. 8.

Imidlertid heter det i forordningens fortale at virksomhet i form av handel med egne aksjer i tilbakekjøpsprogrammer som ikke omfattes av unntaket fra forbudene i MAD artikkel 8, ikke i seg selv skal betraktes som markedsmisbruk.¹⁷⁰ Tilbakekjøp som ikke er utført i tråd med forordningens utfyllende regler må således vurderes opp mot de generelle forbudet i MAD art. 2, jfr. vphl. § 2-3 mot misbruk av innsideinformasjon.

Jeg mener at de legislative begrunnelser bak reglene om innsidehandel (lik informasjon i markedet) ikke tilsier at selskapet ikke skal kunne erverve egne aksjer etter at beslutning om utsatt offentliggjøring er gjort, så lenge dette skjer ut i fra tilsvarende retningslinjer som følger av kommisjonsforordningen. Jeg mener derfor at det ikke vil være å anse som misbruk av innsideinformasjon dersom det foretas tilbakekjøp av aksjer (for å benytte som vederlagsaksjer) i perioden man velger å utsette å offentliggjøre informasjonen, såfremt dette skjer etter et allerede vedtatt tilbakekjøpsprogram (igangsatt etter fullmakt fra generalforsamlingen før beslutning om utsettelse av offentliggjøring) og gjennom uavhengige aktører, og der selskapet er uten innflytelse på kjøpet. Det blir i slike

¹⁷⁰ Fortalens punkt 2.

tilfelle ikke handlet på ulike premisser i markedet, og selskapet drar således ingen fordel av innsideinformasjonen.¹⁷¹

¹⁷¹ Det følger av børsreglementet for løpende forpliktelser punkt 5.1 at dersom selskapet foretar handel med egne aksjer eller aksjer i samme konsern, skal det sendes melding til Oslo Børs i samsvar med vphl. § 3-2, jfr. § 3-3 annet ledd.

5 Litteraturliste

Bøker og artikler

Knut Bergo, Børs- og verdipapirret, Oslo 2004.

Geir Woxholt, Avtalerett, Oslo 2003.

Cecilie Østensen, Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt, Tidsskrift for forretningsjus 1998.

Marius Ryel, Informasjonsplikt ved fusjon og oppkjøp av børsnoterte selskaper, Tidsskrift for forretningsjus 1996.

Gaute Gravir, Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv, tidsskrift for forretningsjus 2005.

Gyldendahl rettsdata, spesialfag og emner, noter til Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79, Oslo 2007. Tilgang: <http://www.rettsdata.no/easyfind/>.

Lovregister

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

Børsloven, Lov om børsvirksomhet m.m. av 17. november 2000 nr. 80

Allmennaksjeloven, Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 45

Konkursloven, Lov om gjeldsforhandling og konkurs av 8. juni 1984 nr. 58

Forvaltningsloven, Lov om behandling i forvaltningssaker av 10. februar 1967.

EØS- avtalen, Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (se: Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) av 27. november 1992 nr. 109).

Direktiver

Rådsdirektiv 2003/6/EF Om markedsmisbruk (MAD)

Rådsdirektiv 77/91/EØF

Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF

Kommisjonsdirektiv 2003/125/EF

Kommisjonsdirektiv 2004/72/EF

Forordninger

Kommisjonsforordning nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter.

Forskrifter

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

Tidligere børsforskrift, Forskrift av 21. desember 1988 nr 1060.

Børsreglement

Oslo Børs, Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) av 1. januar 2006, revidert med virkning fra 16. april 2007.

Forarbeider

Ot.prp. nr. 12 (2004-2005): Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.).

NOU 1999: 3 Organisering av børsvirksomhet m.m.

Ot.prp. nr. 73 (1999-2000): Om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven)

Ot.prp. nr. 80 (2000-2001): Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)

Innst. O. nr. 3 (2000-2001): Innstilling fra finanskomiteen om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven)

NOU 1985:33 Lov om verdipapirhandelbørs (Børsloven)

Ot.prp. nr. 83 (1986-1987): Om lov om verdipapirhandelbørs

Innst. O. nr. 90 (1987-1988): Innstilling til finanskomiteen om lov om verdipapirbørs (børsloven)

Ot.prp. nr. 54 (1988-1989): Om lov om endringer i lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs (Børsklagenemd)

Ot.prp. nr. 29 (1996-1997): Om lov om verdipapirhandel

NOU 1993:3 Organisering av børsvirksomhet m.m.

Rettspraksis

Rt. 2006 side 1049

Rt. 2002 s. 391 (God Morgon)

Rt. 1997 s. 1954

Borgarting Lagmannsretts dom av 16.02.2004 nr 03-01353 M/02

Børsklagenemndens praksis

Sak 1/2007 (Ignis)

Sak 2/2006 (Opticom)

Sak 1/1996 (Vital)

Sak 1/1989 (Hydro/DnC)

Børsstyret

Sak av 24. januar 2007 (Ignis)

Sak av 19. desember 2006 (Global Geo Services)

Sak av 24. januar 2006 (Opticom)

Sak 39/2005 (PhotoCure)

Sak av 12. desember 1995 (Kongsberg)

Børssirkulærer

Oslo Børs, Børssirkulære nr. 4/2007 (med følgebrev): Endringer i børsreglene og fastsettelse av regler for Oslo Axess

Oslo Børs, Børssirkulære nr. 3/2005: Nye regler om informasjonsplikt for utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter – Implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv

Oslo Børs, Børssirkulære nr. 15/1999: Børsnoterte selskapers kontakt med analytikere

Committee of Securities Regulators

Charter of the European Committee of Securities Regulators (Ref.: CESR/06-289c).

Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive (Ref: CESR/02-089d).

Market Abuse Directive: Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (Ref: CESR/06-562).

Kredittilsynet

Høringsnotat, Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. Implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv, (Ref: Høringsnotat 03/1378-4)

Rundskriv nr. 14 2005: Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 2 og 3